



سازمان بورس و اوراق بهادار
Securities & Exchange Organization

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

بررسی انواع مدل‌های دریافت کارمزد و هزینه توسط صندوق‌های سرمایه گذاری

سید امیر حسین اعتصامی



سازمان بورس و اوراق بهادار

مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

عنوان: بررسی انواع مدل‌های دریافت کارمزد و هزینه توسط صندوق‌های سرمایه گذاری

تهیه کنندگان: سید امیر حسین اعتصامی

کد گزارش: ۹۷-۰۷-۲۰۱۹

تاریخ گزارش: اسفند ۹۷

این گزارش گروه بازارها و ابزارهای مالی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهیه گردیده و مباحث و نظرات ارائه شده در آن صرفاً نظرات و بررسی‌های صورت گرفته توسط کارشناسان و پژوهشگران این مرکز می‌باشد نه نظرات رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار.

بررسی انواع مدل های دریافت کارمزد و هزینه توسط صندوق های سرمایه گذاری

سید امیر حسین اغتصامی

چکیده

صندوق های سرمایه گذاری بر اساس دارایی های تحت مدیریت، افق زمانی، بازده، راهبردها و نوع مدیریت وجوه به انواع مختلفی طبقه بندی می شوند. صندوق های سرمایه گذاری به عنوان نهادهای مالی مستقل، در قبال سرمایه گذاری وجوه، مستحق دریافت کارمزد و اخذ هزینه های خود از سرمایه گذاران و یا وجوه صندوق می گردند. روش بهینه تعیین کارمزد مدیران صندوق های سرمایه گذاری یکی از بحث های چالشی صندوق ها است. تعیین کارمزد بهینه باید به نحوی باشد که ضمن جلوگیری از افزایش بیش از حد ریسک صندوق، بیشترین بازده را برای سرمایه گذار به همراه داشته باشد. در این گزارش به بررسی روش های تعیین کارمزد مبتنی بر عملکرد توسط مدیر سرمایه گذاری می پردازد و پیشنهاداتی در این زمینه ارائه شده است.

کلمات کلیدی: صندوق سرمایه گذاری مشترک، کارمزد مبتنی بر عملکرد، کارمزد مدیر، مخارج و هزینه های صندوق.

فهرست مطالب

۵	مقدمه	(۱)
۵	کارمزد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	(۲)
۵	جدول کارمزد صندوق سرمایه‌گذاری مشترک	(۲-۱)
۶	چرا عملکرد سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌شود؟	(۲-۲)
۶	روش ساده عملکردی و پارامترها	(۲-۳)
۷	کارمزدهای مدیریت	(۲-۴)
۷	محاسبه نسبت مخارج مدیریت (MER)	(۲-۵)
۸	انواع کارمزدهای مدیریت صندوق	(۲-۶)
۹	کارمزدهای مشاور و کارگزار	(۲-۶-۱)
۱۰	انواع کارمزد مبتنی بر عملکرد	(۲-۶-۲)
۱۵	گزارش نهایی آیسکو در مورد استانداردهای قانون‌گذاری بین‌المللی در مورد کارمزدها و هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری	(۳)
۱۵	شرایط جبران خدمت متصدی صندوق	(۳-۱)
۱۵	کارمزد مبتنی بر عملکرد	(۳-۲)
۱۷	شیوه‌های خوب در کارمزد مدیریتی صندوق‌ها	(۳-۳)
۱۸	نمونه کارمزدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری	(۴)
۱۸	صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران	(۴-۱)
۱۹	هزینه‌های سرمایه‌گذاری در صندوق	
۲۲	نمونه‌های خارجی	(۴-۲)
۲۶	روش پیشنهادی ۱	(۵)
۲۷	مدل پیشنهادی ۲	(۶)
۲۷	نتیجه‌گیری	(۷)
۲۹	منابع	(۸)

(۱) مقدمه

صندوق‌های سرمایه‌گذاری به‌عنوان نهادهای متخصص در سرمایه‌گذاری، با فروش واحدهای سرمایه‌گذاری اقدام به جمع‌آوری وجوه سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی می‌کنند. در صورتی که صندوق در ابزارهای مجاز بازار سرمایه، سرمایه‌گذاری کند، به این صندوق‌ها، صندوق‌های بازار سرمایه و در صورتی که در ابزارهای بازار پول سرمایه‌گذاری کند، جزو صندوق‌های بازار پول طبقه‌بندی می‌شود. ابزارهای کنونی قابل معامله در بازار سرمایه ایران شامل انواع اوراق مشارکت، سهام، صکوک اجاره، مرابحه، استصناع، سلف موازی استاندارد، اوراق رهنی و اسناد خزانه اسلامی می‌باشد. یکی از معیارهای کلیدی در انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری کسب بیشترین بازدهی با تقبل کمترین ریسک است. بنابراین کسب بالاترین بازده، یکی از معیارهای سنجش مدیریت پرتفوی است؛ لذا ایجاد انگیزه و مشوق‌های لازم برای مدیریت وجوه و سرمایه‌گذاری بهینه به منظور حداکثر نمودن ارزش دارایی حائز اهمیت است. در صورتی که کارمزد مدیر یا مدیران سرمایه‌گذاری صندوق مناسب و انگیزاننده باشد، موجب افزایش ارزش صندوق خواهد شد. ولی سوال اساسی در این است که تعیین کارمزدها بر چه مبنایی می‌تواند در جهت حداکثر سازی منافع سرمایه‌گذاران باشد و تا چه میزان می‌تواند برای مدیران صندوق مشوق و عامل انگیزشی محسوب شود و ثانیاً با ایجاد عوامل انگیزشی و تعیین نرخ‌های مبتنی بر عملکرد، آیا این اقدام منجر به سرمایه‌گذاری جسورانه مدیران صندوق و افزایش ریسک پرتفوی نخواهد شد؟ این گزارش به روش‌های مختلف محاسبه کارمزد مدیران صندوق و با تمرکز بر کارمزد مبتنی بر عملکرد می‌پردازد و با بررسی این روش‌ها، پیشنهاداتی در تعیین کارمزد بهینه برای مدیران صندوق‌ها ارائه می‌نماید.

(۲) کارمزد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک

یک صندوق سرمایه‌گذاری جهت تأسیس و فعالیت‌های خود دارای مخارج و هزینه‌های ثابت و مستمر است که این هزینه‌ها بصورت مستقیم و غیر مستقیم، یا به عبارت دیگر، قبل از سرمایه‌گذاری وجوه و یا بعد از سرمایه‌گذاری وجوه و از طریق اعمال در دارایی‌های صندوق پرداخت می‌شوند. یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک باید کارمزد سهام‌داران و مخارج عملیاتی خود را در فرم مخصوص آن در امیدنامه افشاء کند. بنابراین علاوه بر سایر عواملی که در تصمیم‌گیری انتخاب صندوق سرمایه‌گذاری مؤثر هستند مانند نرخ بازده، ریسک، سررسید دارایی‌ها و ... هزینه‌های صندوق نیز برای انتخاب سرمایه‌گذاری مهم می‌باشد.

(۲-۱) جدول کارمزد صندوق سرمایه‌گذاری مشترک

بطور کلی دسته‌بندی کارمزدها و هزینه‌های صندوق بصورت ذیل می‌باشد:

کارمزدهای پرداختی توسط سهامداران	
کارمزدها	توضیحات
هزینه‌های فروش (شامل هزینه‌های خرید و فروش)	شبیه کارمزدهایی است که به کارگزار پرداخت می‌شود
کارمزد ابطال	وقتی که واحدهای سرمایه‌گذاری ابطال می‌شوند
کارمزد تبدیل	وقتی که واحدهای یک صندوق به صندوق دیگری که تحت یک گروه مشابه هستند تبدیل می‌شوند.
کارمزد حسابداری	وقتی که حساب از یک سطح خاصی کمتر شود
کارمزد خرید	برخی صندوق‌ها این کارمزد را دریافت می‌کنند، زمانی که خرید سهم صندوق صورت می‌گیرد. این هزینه در زمان خرید تسویه می‌شود.

مخارج عملیاتی سالانه صندوق	
کارمزدهای مدیریت	پرداخت صندوق از دارایی‌ها به مشاور سرمایه‌گذاری صندوق
کارمزدهای توزیع	پرداخت صندوق از دارایی‌ها جهت پوشش مخارج توزیع (هزینه‌های بازاریابی و فروش)
دیگر مخارج	به عنوان مثال هزینه‌های قانونی، حسابداری و ...
مجموع مخارج عملیاتی صندوق	درصدی از میانگین خالص دارایی‌های صندوق گزارش می‌شود

۲-۲) چرا عملکرد سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری می‌شود؟

عملکرد سرمایه‌گذاری، اغلب بوسیله بازده‌های تعدیل شده با ریسک اندازه‌گیری می‌شوند، که این یک عامل کلیدی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است. سرمایه‌گذاری صحیح و تخصیص درست منابع نیازمند مدیران سرمایه‌گذار حرفه‌ای است که این مدیران نیز با دریافت اجرت اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.

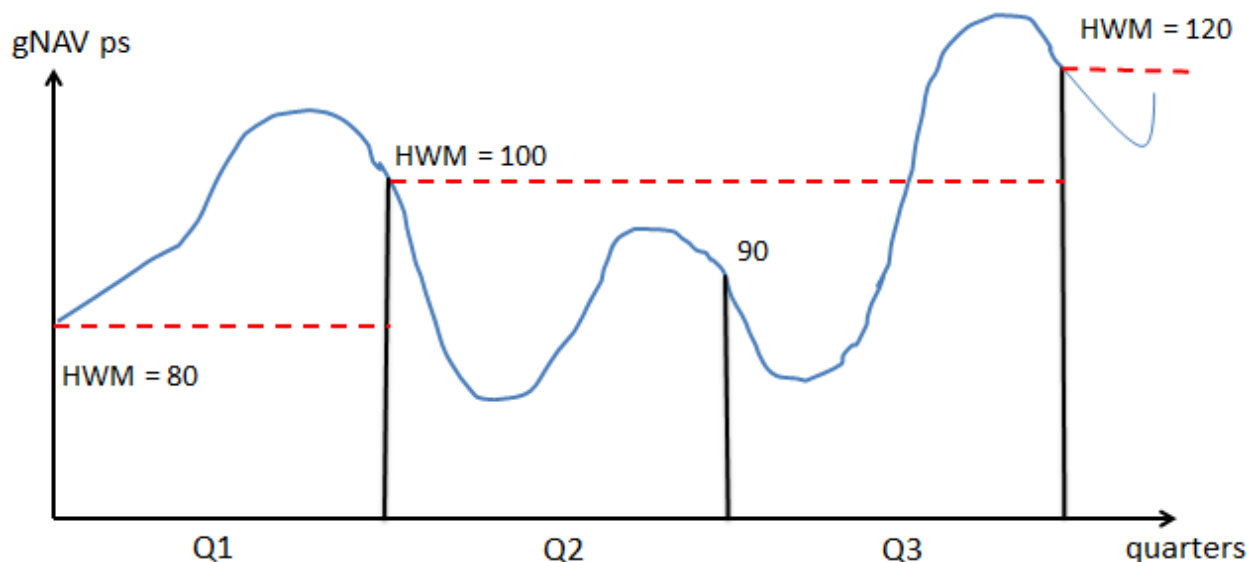
بر خلاف کارمزدهای مدیریتی مبتنی بر دارایی که اغلب بصورت درصد ثابتی از دارایی تحت مدیریت است، کارمزدهای عملکردی بر اساس بازده محاسبه می‌شوند. کارمزدهای عملکردی اغلب تنها در صورتی پرداخت می‌شوند که یک عملکرد مثبت وجود داشته باشد، بازده‌های سرمایه‌گذاری مثبت در مقایسه با معیارهایی مانند شاخص بازار و نرخ مانع اندازه‌گیری می‌شود.

استفاده از کارمزد عملکردی برای تشویق مدیر سرمایه‌گذاری اغلب در صندوق‌های پوششی اتفاق می‌افتد. کارمزد مدیریت مبتنی بر درصدی از دارایی به علاوه یک کارمزد عملکردی، یک استاندارد رایج برای صندوق‌های پوششی است.

بکارگیری کارمزد عملکردی یک مسئله جنجالی برای صندوق‌های مشترک است. کمیسیون اوراق بهادار ایالات متحده یک کارمزد عملکردی متقارن برای صندوق‌های مشترک که می‌تواند مثبت یا منفی باشد را در نظر گرفته است. دلایل دیگری نیز برای عدم رغبت مدیران سرمایه‌گذاری برای دریافت کارمزد عملکردی وجود دارد. بنابراین تنها معدودی از صندوق‌های مشترک هستند که از کارمزد عملکردی استفاده می‌کنند.

۲-۳) روش ساده عملکردی و پارامترها

بازده سرمایه‌گذاری، درصد تغییر ارزش دارایی در یک دوره زمانی معین است. به عنوان مثال، اگر NAV برای هر سهم یک صندوق از ۸۰ به ۱۰۰ دلار طی یک فصل افزایش پیدا کند، بازدهی سرمایه‌ای ۲۰ درصد خواهد بود و بازده سرمایه‌گذاری برای این فصل ۲۵ درصد خواهد بود.



دوره سنجش، یک دوره زمانی انتخابی برای محاسبه عملکرد سرمایه‌گذاری است. در بیشتر موارد واقعی، دوره سنجش یک ساله است. دوره پرداخت ممکن است بصورت تئوریک متفاوت از دوره سنجش باشد، برای مثال، کارمزد عملکرد می‌تواند بصورت فصلی محاسبه شود، ولی پرداخت‌ها بصورت سالانه به مدیر سرمایه‌گذاری پرداخت شود. در چنین موردی، تعهدات مربوط به پرداخت کارمزد عملکردی برای هر فصل تا زمان پرداخت واقعی در پایان سال وجود خواهد داشت. دوره NAV متناسب با اعلام قیمت‌های صدور و ابطال است. به عنوان مثال اگر قیمت‌های صدور و ابطال هفتگی اعلام شوند، NAV نیز بصورت هفتگی محاسبه و اعلام می‌شود.

۲-۴) کارمزدهای مدیریت

کارمزدهای مدیریت، کارمزدهایی هستند که برای مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری از دارایی‌های صندوق به مشاور سرمایه‌گذاری صندوق (یا افراد مرتبط) صندوق پرداخت می‌شوند. این کارمزدها جزو دسته سایر هزینه‌ها درج نمی‌شود.

۲-۵) محاسبه نسبت مخارج مدیریت (MER^۱)

کارمزدها و مخارج صندوق مشترک از طریق نسبت مخارج مدیریت ارائه می‌شود. MER نسبتی از کارمزدهای سالانه به علاوه مخارج سالانه، تقسیم بر میانگین خالص دارایی‌های صندوق است. به عنوان مثال، MER در کانادا زیر ۳ درصد است.

$$MER = \frac{\text{Annual fees + expenses}}{\text{Average net assets of the fund}}$$

این مخارج توسط صندوق پرداخت می‌شوند و با درصدی از مجموع ارزش صندوق بیان می‌شود.

کارمزدهای مدیریتی پرداخت شده به مدیریت صندوق شامل موارد ذیل است:

- بالاسری و نظارت بر صندوق؛
- حق الزحمه مدیر پرتفوی به منظور تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری؛

¹ Management Expense Ratio

- حق الزحمه دیگر شرکت‌های کمک کننده به مدیریت صندوق؛

نسبت مخارج مدیریت، بیان کننده ترکیب مجموع کارمزد مدیریت، مخارج عملیاتی و مالیات‌های پرداختی توسط صندوق در خلال سال معین به عنوان درصدی از میانگین خالص دارایی‌های صندوق برای آن سال است. بازدهی که سرمایه‌گذار به دست می‌آورد، عملکردی است که بعد از کسر MER صندوق گزارش می‌شود. به عنوان مثال، اگر صندوق سرمایه‌گذاری ۹ درصد بازدهی سرمایه‌ای در سال گذاشته داشته باشد و MER آن ۲ درصد باشد، بازده گزارش شده صندوق با آن دوره ۷ درصد است.

۶-۲) انواع کارمزدهای مدیریت صندوق

کارمزدهای دریافتی توسط صندوق را از یک حیث می‌توان به کارمزدهای دریافتی از مشتری بصورت مستقیم و کارمزدهای دریافتی بصورت غیر مستقیم (دریافت از دارایی) طبقه بندی کرد. از نظر میزان کارمزد، می‌توان کارمزدها را بصورت ثابت و متغیر در نظر گرفت. کارمزد مدیریت صندوق یکی از بحث‌های چالشی است که روش‌های متنوعی دارد که در ذیل به آنها اشاره خواهد شد.

۱- کارمزد مبتنی بر دارایی

معمولاً کارمزد مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، براساس درصدی از دارایی‌های صندوق تعیین می‌شود. در برخی از منابع به جای عبارت «دارایی» از «خالص ارزش دارایی‌ها» استفاده شده است. کارمزد مبتنی بر دارایی رایج‌ترین شیوه پرداخت کارمزد است. این نوع کارمزد به شیوه‌های زیر پرداخت می‌شود:

۱-۱) کارمزد مبتنی بر دارایی با نرخ ثابت: در این حالت کارمزد مدیر با نرخ ثابت و بدون در نظر گرفتن اندازه دارایی‌های صندوق پرداخت می‌شود.

۱-۲) کارمزد مبتنی بر دارایی با نرخ پلکانی نزولی: در این حالت نرخ کارمزد دارای نقاط انفصالی متناسب با اندازه دارایی‌های صندوق است. به این معنی که با افزایش اندازه دارایی‌های صندوق نرخ کارمزد کاهش می‌یابد.

۲- کارمزد مبتنی بر عملکرد

کارمزد مبتنی بر عملکرد که به آن کارمزد انگیزشی نیز اطلاق می‌شود، سیستم پاداشی‌دهی است که کارمزد مدیر صندوق را منوط به عملکرد وی در مقایسه با برخی شاخص‌ها می‌نماید. این شاخص می‌تواند خالص ارزش دارایی صندوق و یا شاخص‌های سهام مثل S&P ۵۰۰ باشد.

دلایل مطلوبیت کارمزدهای مبتنی بر عملکرد:

۱. هم جهت کردن منافع سرمایه‌گذاران و مدیران صندوق‌ها: مدیر برای کسب کارمزد مبتنی بر عملکرد باید تلاش بیشتری در جهت بهبود عملکرد صندوق نماید.
۲. بهترین مدیران جذب صندوق‌هایی می‌شوند که کارمزد مبتنی بر عملکرد پرداخت می‌کنند.
۳. صندوق‌هایی که مدیران بهتری دارند، سرمایه‌گذاران بیشتری نیز جذب خواهند کرد.

۱-۶-۲) کارمزدهای مشاور و کارگزار^۱

کارمزدهای مشاور و کارگزار، کارمزدهایی است که از سرمایه‌گذار در زمان خرید یا فروش برخی از صندوق‌ها دریافت می‌شوند. این نوع کارمزدها به منظور جبران خدمات مشاور یا کارگزار است.

سه نوع کلی کارمزد مشاور و کارگزار وجود دارد:

کارمزد پیشینی^۲: کارمزدی است که در اول کار اخذ می‌شود و تقریباً حدود ۵٪ است و می‌تواند تا ۸٫۵٪ درصد نیز افزایش پیدا کند. اگر به عنوان مثال ۱۰۰۰ دلار سرمایه‌گذاری کنید با ۵٪ کارمزد پیشینی، باید ۵۰ دلار پرداخت کنید. و سرمایه‌گذاری اولیه شما ۹۵۰ دلار خواهد شد. معمولاً واحدهای کلاس A صندوق به این شکل رفتار می‌کنند.

کارمزدهای پسینی^۳: کارمزدهایی هستند که تنها در زمان فروش واحدها اخذ می‌شوند. این کارمزدها می‌توانند تا ۵٪ یا بیشتر باشند. درصد کارمزدها معمولاً طی چند سال کاهش می‌یابند تا اینکه در نهایت به صفر درصد برسند. واحدهای سرمایه‌گذاری با کارمزد پسینی، معمولاً ذیل طبقه کلاس B قرار می‌گیرند.

کارمزد سطحی^۴: این کارمزد در زمان خرید و نه در زمان فروش دریافت می‌شود. در عوض، بصورت درصد سطحی است. این نوع کارمزد، خالص بازدهی سرمایه‌گذار را کاهش می‌دهد، به عنوان مثال، اگر کارمزد سطحی ۱٪ باشد و قبل از کسر کارمزد مجموعاً ۱۰٪ بازدهی داشته باشد، سرمایه‌گذار بازدهی ۹٪ را دریافت خواهد کرد. واحدهایی که دارای کارمزد با این خصوصیت هستند، معمولاً واحدهای کلاس نوع C هستند.

معمولاً در صورتی که سرمایه‌گذار دید بلندمدت داشته باشد، به عنوان مثال ۱۰ سال یا بیشتر، کلاس نوع A، کارمزد پیشینی برای او ارزاتر خواهد بود. ولی برای سرمایه‌گذار با دید کوتاه مدت، کلاس نوع C بهتر خواهد بود.

کارمزد 12b-1

کارمزد 12b-1 کارمزدی است که کمیسیون اوراق بهادار آمریکا برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مصوب کرده است، این کارمزد توسط صندوق تعیین می‌شود، این کارمزد به منظور جبران هزینه‌های بازاریابی است. عموماً دو نوع هزینه با این کارمزد پوشش داده می‌شود: هزینه‌های توزیع و هزینه‌های خدمات سرمایه‌گذاران. هزینه‌های توزیع عبارتند از هزینه‌های بازاریابی و فروش واحدها، شامل تبلیغات، چاپ و ایمیل و امیدنامه و خدمات سرمایه‌گذاران نیز عبارتند از هزینه‌های کارمندان جهت پاسخگویی به مشتریان است. این نوع هزینه‌ها باید در امیدنامه صندوق درج شوند.

¹ Mutual Fund Loads

² Back-end Loads

³ Front-end Loads

⁴ Level Loads

۲-۶-۲) انواع کارمزد مبتنی بر عملکرد

کارمزد مبتنی بر عملکرد به دو دسته کلی متقارن و نامتقارن تقسیم می‌گردد.

۲-۶-۲-۱) سیستم متقارن

در سیستم کارمزد مبتنی بر عملکرد متقارن، مدیری که عملکرد بالاتر از شاخصی مبنا دارد، درصدی از بازدهی حاصله را به عنوان پاداش دریافت می‌کند. اما عملکرد پایین‌تر از شاخص نیز منجر به اعمال جریمه و کاهش کارمزد مدیر می‌گردد. در سال ۱۹۹۹ تنها ۱۰۸ صندوق از ۶۷۱۶ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک در سهام و اوراق قرضه از این نوع کارمزدها استفاده کرده‌اند. این نکته حائز اهمیت است که صندوق‌های سرمایه‌گذاری که از پاداش معیارنگر استفاده می‌کنند، دو ساختار عمده دارند: آنها یا از مدیران خارج از شرکت و یا از کارکنان خود برای اداره صندوق استفاده می‌کنند. در سال ۱۹۹۹، ۴/۲۷ درصد از مدیران این صندوق‌ها، افراد خارج از شرکت بوده‌اند. در ادامه تأثیرات متفاوت این دو نوع ساختار بررسی می‌گردد. پاداش معیارنگر براساس عملکرد تجمعی در دوره‌های ۳ ماهه تا ۵ ساله محاسبه می‌شود. رایج‌ترین دوره زمانی، ۱۲ ماه (در ۴۵ صندوق از ۱۰۸ صندوق) و ۳ سال (در ۵۹ صندوق از ۱۰۸ صندوق) بوده است. ساختار کارمزد در تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترکی که از پاداش معیار نگر استفاده می‌کنند بدین صورت است که کارمزد مدیر دارای یک جزء ثابت و یک جزء متغیر است. جزء ثابت، درصدی مشخص از ارزش دارایی‌های تحت تملک صندوق است. جزء متغیر کارمزد، بصورت متقارن حول یک شاخص قرار دارد.

صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر پاداش معیار نگر، باید حداکثر میزان نوسان متغیر جزء متغیر کارمزد را مشخص کنند که با توجه به این که جزء متغیر کارمزد باید بصورت متقارن باشد، این کار باعث محدود شدن حداکثر میزان نوسان مثبت جزء متغیر نیز می‌گردد. در تمامی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر پاداش معیار نگر، جزء متغیر کارمزد به نحوی تعیین می‌شود که کارمزد کل (جزء ثابت - جزء متغیر) هرگز متغیر نگردد. جزء متغیر کارمزد را می‌توان براساس تابعی پیوسته از تفاوت بین بازدهی صندوق و شاخص (۷۸ صندوق از ۱۰۸ صندوق) یا تابع پلکانی گسسته (۳۰ صندوق از ۱۰۸ صندوق) محاسبه کرد.

۲-۶-۲-۲) سیستم نامتقارن

در سیستم کارمزد مبتنی بر عملکرد نامتقارن، در صورت کسب سود، درصدی از آن به عنوان پاداش به مدیر تعلق می‌گیرد. اما در صورت عملکرد ضعیف، جریمه‌ای به وی تعلق نمی‌گیرد. معمولاً صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک از کارمزد مبتنی بر عملکرد متقارن که به آن پاداش معیارنگر نیز اطلاق می‌گردد، استفاده می‌کنند. کارمزد مبتنی بر عملکرد نامتقارن عموماً در صندوق‌های پوششی کاربرد دارند و به عنوان انگیزه‌ای برای مدیر صندوق برای ایجاد بالاترین بازدهی ممکن تلقی می‌شود. در صندوق‌های پوششی، مدیران معمولاً کارمزدی ثابت به علاوه ۵ تا ۲۵ درصد از بازدهی سالانه صندوق را مطالبه می‌کنند. یک مدیر معمولی کارمزد سالانه مدیریتی معادل ۲ درصد NAV صندوق و کارمزد مبتنی بر عملکردی معادل ۲۰ درصد سود صندوق (افزایش در NAV)، دریافت می‌کند. در صندوق‌های پوششی کارمزد مبتنی بر عملکرد هرگز منفی نمی‌شود. می‌توان شروط رکورد و نرخ بازدهی مبنا را لحاظ کرد، به جای شاخص معمولاً از بازدهی صفر به عنوان مبنا استفاده می‌شود و معمولاً نامحدود است. از پاداش معیارنگر در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک کمتر استفاده می‌شود.

در بسیاری از صندوق‌های پوششی، ۲۰ درصد کارمزد مبتنی بر عملکرد پس از کسر ۲ درصد کارمزد ثابت محاسبه می‌شود. برای مثال، اگر بازده صندوق ۲۰ درصد باشد پس از کسر، ۲ درصد کارمزد ثابت، ۲۰ درصد از ۱۸ درصد بازدهی باقی مانده یعنی $\frac{6}{3}$ درصد به عنوان کارمزد مبتنی بر عملکرد به مدیر تعلق می‌گیرد. با کسر $\frac{6}{3}$ درصد از ۱۸ درصد بازدهی خالص معادل $\frac{14}{4}$ درصد برای سرمایه‌گذاران حاصل می‌شود.

در برخی صندوق‌های پوششی، کارمزد مبتنی بر عملکرد قبل از کسر کارمزد ثابت محاسبه می‌شود. با در نظر گرفتن این حالت در مثال قبل، بازدهی خالص سرمایه‌گذاران ۱۴ درصد خواهد بود.

کارمزدهای مدیریت معمولاً به صورت سالانه بیان می‌شود اما به صورت ماهانه و گاهی اوقات فصلی یا هفتگی نیز محاسبه و پرداخت می‌شود.

در صندوق‌های پوششی برخلاف صندوق‌های سرمایه‌گذاری کل کارمزد مدیر برابر با کارمزد پایه (ثابت) بعلاوه کارمزد مبتنی بر عملکرد است و جریمه‌ای بابت عملکرد ضعیف به مدیر تحمیل نمی‌شود. در این حالت حداقل کارمزد مدیر معادل کارمزد پایه خواهد بود. در واقع حتی اگر عملکرد مدیر ضعیف هم باشد، کارمزد ثابت پرداخت می‌شود. کارمزد مبتنی بر عملکرد، مدیران را تشویق می‌کند که به جای هدف گذاری برای کسب بازدهی‌های بالا، برای افزایش بازدهی، ریسک بسیار بالایی را بپذیرند. برای کنترل این مشکل، معمولاً کارمزدها با استفاده از پاداش رکورد، نرخ مانع یا قراردادن شرط پس گرفتن در قرارداد مدیریت محدود می‌شوند.

۳-۲-۶-۲) پاداش رکورد بالا^۱

رشد صنعت صندوق‌های پوششی در طی دهه اخیر، شکلی جدیدی از قراردادهای عملکردی را به منظور جلب نظر سرمایه‌گذاران ایجاد کرده است. معمولاً از این شیوه که به آن شرط زیان نیز اطلاق می‌شود برای محاسبه کارمزد مبتنی بر عملکرد استفاده می‌شود. این بدین معنی است که مدیر تنها کارمزد مبتنی بر عملکرد را روی ارزشی از صندوق دریافت می‌کند که از بالاترین ارزش خالص دارایی‌هایی که قبلاً کسب کرده، بزرگتر باشد. مدیران صندوق‌های پوششی معمولاً سالانه بخشی از بازدهی صندوق که بالاتر از پاداش رکورد برای هر سرمایه‌گذار یعنی حداکثر قیمت سهم وی از زمان سرمایه‌گذاری در صندوق است را به عنوان کارمزد مبتنی بر عملکرد دریافت می‌کنند. شرط پاداش رکورد به این معنی است که تا زمانی که NAV صندوق از بالاترین NAV گذشته (رکورد)، پیشی نگرفته باشد، مدیر صندوق پوششی نمی‌تواند هیچ کارمزد تشویقی را اخذ کند. لازم به ذکر است که در برخی از قراردادهای انگیزشی، رکورد، معادل نرخ بهره یا سایر نرخ‌هایی که در قرارداد ذکر شده، رشد می‌کند. اگر مدیر صندوقی با افت ارزش NAV صندوق مواجه شود، هیچ کارمزد تشویقی را تا زمانی که این زیان را جبران نکرده و ارزش جدیدی برای سرمایه‌گذاران خلق نکرده، دریافت نمی‌کند. هنگامی که مدیر به رکورد دست نمی‌یابد، کارمزد مدیر کاهش و در صورت دستیابی به رکورد، کارمزد مدیر افزایش می‌یابد. قراردادهای با شرط پاداشی رکورد، این ویژگی را دارند که تنها در صورت حصول سود برای سرمایه‌گذاران و جبران زیان‌های قبلی، مدیر را حائز دریافت پاداش می‌دانند.

علاوه بر این، مدیران کارمزد ثابت سالانه نیز معادل ۱ تا ۲ درصد دارایی‌های پرتفوی دریافت می‌کنند. در بسیاری از صندوق‌های پوششی درصد کارمزد مبتنی بر عملکرد پس از کسر کارمزد ثابت مبتنی بر دارایی محاسبه می‌شود. این معیار منافع مدیر را به منافع

¹ High Watermark

سرمایه‌گذاران نزدیک‌تر می‌کند و انگیزه مدیران را برای انجام معاملات پرریسک کاهش می‌دهد؛ اما به صورت کامل از منافع سرمایه‌گذاران حمایت نمی‌کند. اکثر صندوق‌های پوششی، از شرط پاداش رکورد استفاده می‌کنند.

۴-۲-۶) پاداش رکورد قبلی

در روش پاداش رکود قبلی، کارمزد مبتنی بر عملکرد در صورتی پرداخت می‌شود که خالص ارزش دارایی‌های صندوق بیشتر از خالص ارزش دارایی‌هایی باشد که براساس آن کارمزد مبتنی بر عملکرد پیشین محاسبه شده است.

۵-۲-۶) نرخ مانع^۱

برخی از مدیران نرخ را به عنوان نرخ مانع مشخص می‌کنند و تا زمانی که نرخ عملکرد سالانه صندوق از نرخ مانع فراتر نرود، کارمزد مبتنی بر عملکرد به مدیر پرداخت نخواهد شد. این نرخ می‌تواند نرخ بازدهی اوراق خزانه، لایبور یا درصد ثابت باشد. فلسفه تعیین چنین نرخ‌ای این است که یک سرمایه‌گذار می‌تواند با سرمایه‌گذاری در اوراق بدون ریسک و با معافیت مالیاتی حداقل بازدهی بدون تحمل ریسک به دست بیاورد و با پذیرش ریسک سرمایه‌گذاری در صندوق، انتظار دارد حداقل معادل بازده بدون ریسک بازدهی به دست آورد. این امر کارمزد مبتنی بر عملکرد را با توانایی مدیر برای عملکرد بهتر نسبت به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری در دسترس سرمایه‌گذار مرتبط می‌سازد.

نرخ مانع به دو صورت نرخ مانع نرم و نرخ مانع سخت وجود دارد.

نرخ مانع نرم

کارمزد مبتنی بر عملکرد مدیرانی که از نرخ مانع نرم استفاده می‌کنند، براساس کل بازدهی صندوق در صورتی که فراتر از نرخ مانع باشد، محاسبه می‌شود. برای مثال اگر نرخ مانع ۵٪ باشد و صندوق بازدهی معادلی ۱۵٪ کسب کند، کارمزد مبتنی بر عملکرد بعنوان درصدی از ۱۵٪ بازدهی محاسبه می‌شود.

نرخ مانع سخت

در صورتی که بازدهی صندوق فراتر از نرخ مانع باشد، کارمزد مبتنی بر عملکرد مدیرانی که از نرخ مانع سخت استفاده می‌کنند، براساس تفاضل بازدهی صندوق و نرخ مانع محاسبه می‌شود. برای مثال اگر نرخ مانع ۵٪ باشد و صندوق بازدهی معادلی ۱۵٪ کسب کند، کارمزد مبتنی بر عملکرد براساس درصدی از ۱۰٪ بازدهی است که بالاتر از نرخ مانع کسب شده است. می‌توان پاداش رکورد و نرخ مانع را به صورت ترکیبی نیز به کار برد. به دلیل اینکه تقاضا برای سرمایه‌گذاری در صندوق‌های پوششی بسیار زیاد است، اکثر مدیران نیازی به اعمال نرخ‌های مانع برای جذب سرمایه‌گذاران ندارند. به همین دلیل از نرخ‌های مانع در صندوق‌های پوششی به ندرت استفاده می‌شود.

۶-۲-۶) شرط بازپس دادن

این شرط که به آن شرط توقیف نیز گفته می‌شود، به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد تا قبل از اینکه مدیر صندوق کارمزد تشویقی را دریافت کند، آن را بازپس بگیرند. براساس این شرط در صورت سقوط ارزش صندوق، مدیر سرمایه‌گذاری باید کارمزد مبتنی بر عملکرد دریافتی را به صندوق برگرداند؛ این شرط مدیران صندوق‌های پوششی را ملزم می‌کند که در صورتی که بازدهی کافی برای

¹ Hurdle rate

سرمایه گذاران در صندوق فراهم نشود، کارمزدهای تشویقی جمع شده از گذشته را به صندوق بازگردانند. شرط بازپس دادن مربوط به حداقل بازدهی است که مدیر برای سرمایه گذارانش تضمین کرده است. فرض کنید صندوق پوششی با ارزش ۱۰۰ میلیون دلار، در صورت کسب بازدهی بالاتر از LIBOR، ۲۰٪ کارمزد مبتنی بر عملکرد به مدیر پرداخت کند. اگر LIBOR، ۳ درصد سالانه (یا ۰/۲۵ درصد ماهانه) و بازده صندوق ۵/۳ درصد در یک ماه باشد، صندوق بر مبنای (۳/۵ - ۰/۲۵) ۳/۲۵ درصد بازدهی، ۶۵۰ هزار دلار به عنوان کارمزد مبتنی بر عملکرد پرداخت می‌کند. در برخی موارد مدیر ممکن است که مجبور به برگرداندن کارمزد مبتنی بر عملکرد دریافتی به صندوق شود. این عمل زمانی اتفاق می‌افتد که مدت کوتاهی پس از پرداخت کارمزد انگیزشی، صندوق با زیان مواجه شود. شرط بازپس دادن در بین همه صندوق‌ها نیست و هر صندوق می‌تواند بنابر شرایط خاص خود هرگونه شرط دیگری غیر از این را بگذارد.

۲-۶-۲-۷) معیار سقف و کف^۱

معیار دیگر برای کارمزد عملکرد، کارمزد عملکرد سقف و کف است که برای مدیر سرمایه‌گذاری صندوق یک سقف و کف کارمزد پرداختی در نظر گرفته می‌شود. این حدود می‌توانند بصورت درصدی از بازده مازاد برای هر سهم یا کل مقدار دریافتی فرموله شود. به عنوان مثال اگر سقف ۱ دلار در نظر گرفته شود، مدیر سرمایه‌گذاری حداکثر ۱ دلار برای هر سهم کارمزد عملکرد دریافت می‌کند و به منظور اجتناب از کارمزد عملکردی منفی (متقارن)، سقف کارمزد می‌تواند صفر در نظر گرفته شود^۲.

۲-۶-۲-۸) عملکرد مازاد و نرخ مانع

عملکرد مازاد^۳، بازدهی سرمایه‌گذاری یک دارایی با توجه به یک معیاری که می‌تواند یک شاخص یا یک دارایی قابل مقایسه باشد اندازه‌گیری می‌شود. مثلاً اگر بازدهی سرمایه‌گذاری صندوق ۷ درصد و بازدهی معیار ۴ درصد باشد، عملکرد مازاد ۳ درصد است. این عملکرد مازاد است که معیاری برای پاداش مدیر سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود و در صورتی که مثبت باشد، برای مدیر درآمد به همراه خواهد داشت. این قضیه می‌تواند برای مدیر سرمایه‌گذاری مزایا و معایبی داشته باشد. این نکته قابل توجه است که عملکرد مازاد می‌تواند در حالتی که بازدهی صندوق منفی است، مثبت باشد. مثلاً بازدهی صندوق ۳- درصد و بازدهی معیار ۵- درصد باشد. نرخ مانع^۴ حداقل نرخ بازدهی است که مدیر سرمایه‌گذاری برای دریافت کارمزد عملکردی باید ایجاد کند. مثلاً کارمزد عملکردی برای ۲ درصد بازدهی بالاتر کسب شده، تنها در صورتی پرداخت می‌شود که بازدهی صندوق ۷ درصد و نرخ مانع ۵ درصد باشد. بازده مازاد^۵ = عملکرد مازاد - نرخ مانع = (بازده صندوق - بازده معیار) - نرخ مانع

¹ floors and caps

² <http://finaquant.com/simple-performance-fee-calculation-for-investment-funds/760>

³ outperformance

⁴ Hurdle rate

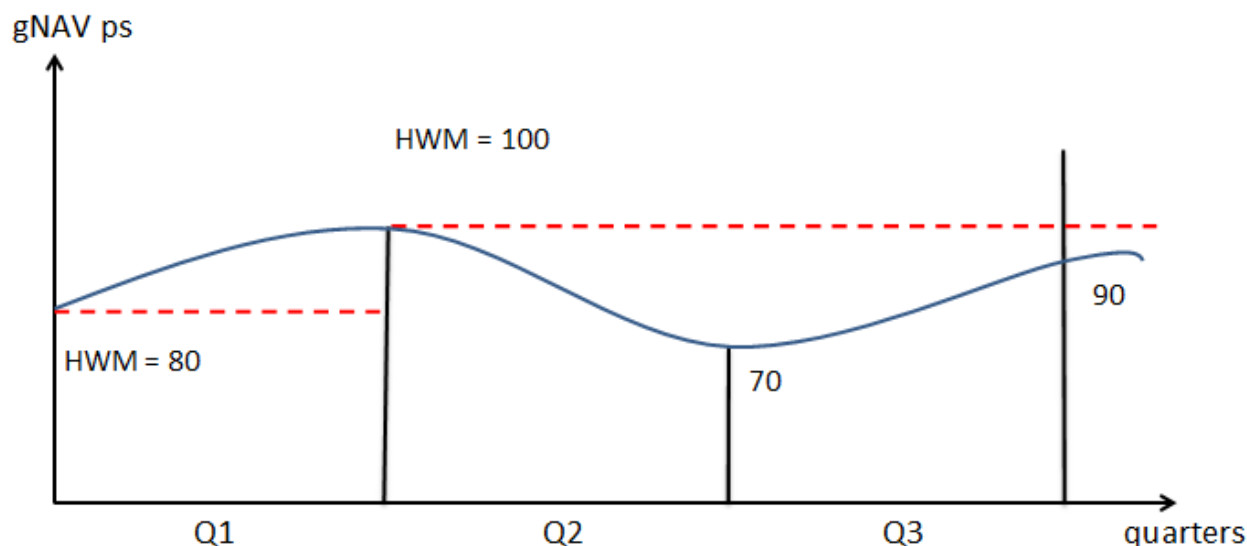
⁵ Excess Return

معیار رکود بالا (HWM)^۱ حداکثر NAV ارزش هر سهم منتهی به دوره زمانی مشخص است. این معیار باعث می‌شود تا مدیر صندوق نتواند از عملکرد ضعیف گذشته یا تنها از نوسانات در NAV، کارمزد عملکردی دریافت کند. صرفنظر از دیگر عوامل مانند بازده معیار، نرخ مانع و ... فرمول ساده HWM بصورت زیر است:

$$\text{کارمزد عملکردی هر سهم} = \text{نرخ کارمزد} \times \text{حداکثر (NAV/انتهای دوره - HWM)}$$

همانطور که در فرمول بالا نشان داده شده است، برای کارمزد عملکردی مثبت، ارزش NAV هر سهم در انتهای دوره باید بیشتر از ارزش جاری HWM باشد.

مثال، در فصل سوم نمودار ذیل کارمزد عملکرد مثبت نخواهد بود چون هر چند در این دوره قیمت ارزش خالص دارایی ها از ۷۰ به ۹۰ دلار افزایش یافته ولی این مقدار کمتر از HWM جاری (۱۰۰ دلار) است.



شرط HWM یک نوع روش انتقال به جلو است که پیچیدگی و غیر خطی بودن محاسبه و کاهش انگیزش کارمزد عملکرد را به همراه دارد.

به نظر می‌رسد معیار HWM با عملکرد تناسب خوبی داشته باشد. معیارهای عملکردی دیگری که وابسته به ارزش‌های بازدهی صندوق و معیار نباشند باید تعریف شوند. مثلاً اگر بازدهی معیار برای چند دوره منفی باشد، معیار HWM بر عملکرد مسلط خواهد شد و از طرف دیگر اگر بازده معیار مدام مثبت باشد، عملکرد نسبی بر معیار HWM مسلط خواهد بود.

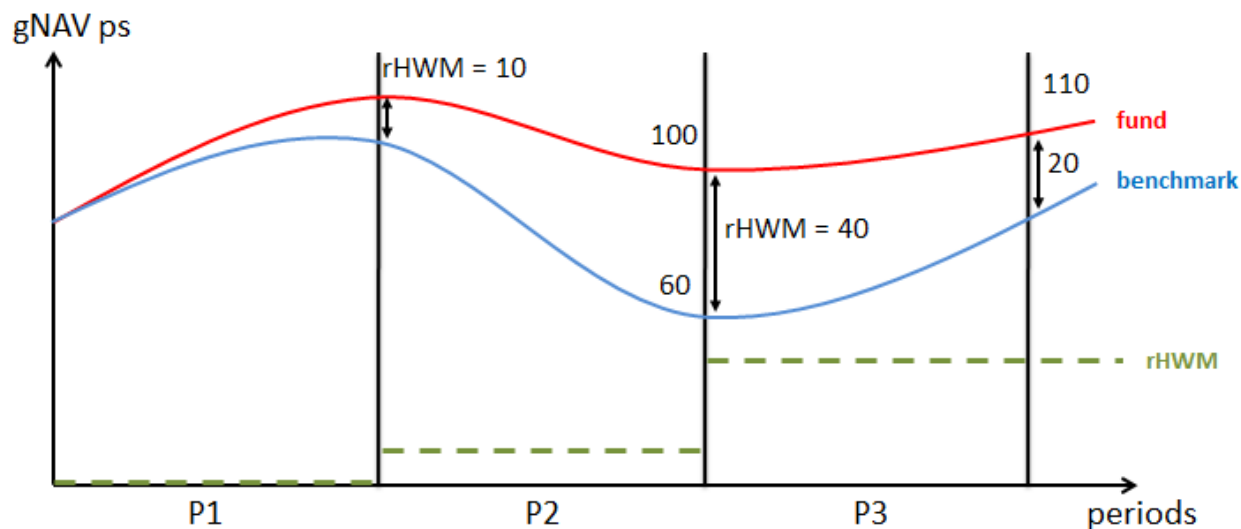
۹-۲-۶-۲ معیار رکورد نسبی rHWM^۲

معیار رکورد نسبی یا rHWM چنین تعریف می‌شود که حداکثر تفاوت میان NAV هر سهم صندوق و ارزش معیار است که ارزش معیار و NAV هر سهم صندوق در شروع یکسان هستند. به عبارت دیگر rHWM حداکثر ارزش نسبی تاریخی است. ارزش معیار اگر در محاسبه استفاده نشود صفر در نظر گرفته می‌شود. rHWM روش عام‌تری است که HWM را پوشش می‌دهد بدون در

^۱ High Watermark

^۲ Relative High Watermark (rHWM)

نظر گرفتن یک معیار. در نمودار زیر هیچ کارمزد مثبتی برای دوره سوم وجود ندارد چون ارزش rHWM جاری در آخر دوره سوم ۴۰ است و بزرگتر از ۲۰ می‌باشد. در صورتی کارمزد عملکرد مثبت می‌شود که rHWM پایان دوره بیش از rHWM جاری باشد.



۳) گزارش نهایی آیسکو در مورد استانداردهای قانون گذاری بین المللی در مورد کارمزدها و هزینه‌های صندوق سرمایه‌گذاری

۳-۱) شرایط جبران خدمت متصدی صندوق

متصدی یک صندوق معمولاً کارمزد مدیریتی مبتنی بر دارایی دریافت می‌کند. اما می‌توان آن را براساس روش‌های دیگری از جمله کارمزد مبتنی بر عملکرد نیز محاسبه نمود.

اصول زیر باید در پرداخت کارمزد مدیریتی لحاظ شود:

۱. شفافیت و افشاء.
۲. جلوگیری از تضاد منافع، شرایط و نحوه جبران خدمت مدیر باید به نحوی باشد که وی را ترغیب به انجام عملی مغایر با منافع سرمایه‌گذاران نسازد.
۳. منصفانه بودن به نحوی که مانع از انحراف متصدیان صندوق شود.

۳-۲) کارمزد مبتنی بر عملکرد

۱. تعریف: کارمزد متغیری است که مرتبط با عملکرد صندوق است. کارمزد مبتنی بر عملکرد برای مثال می‌تواند براساس درصدی از منفعت سرمایه‌ای یا افزایش در خالص ارزش دارایی‌های صندوق یا بخشی از خالص ارزش دارایی صندوق از طریق مقایسه عملکرد با یک شاخص اوراق بهادار مناسب یا سایر معیارهای عملکرد محاسبه شود. این کارمزد توسط مدیر صندوق اخذ می‌شود و به ایجاد انگیزه در وی برای بهینه سازی عملکرد صندوق کمک می‌کند.

۲. کارمزد مبتنی بر عملکرد نباید این انگیزه را در مدیر صندوق ایجاد کند که برای افزایش کارمزد مبتنی بر عملکرد خود، ریسک پرتفوی را بیش از اندازه افزایش دهد. اگر کارمزد مدیریت بسیار پایین در نظر گرفته شود (پایین تر از هزینه‌های واقعی و عملیاتی مدیریت) به نحوی که مدیر برای پوشش هزینه‌های خود مجبور به کسب کارمزد مبتنی بر عملکرد بالا باشد، احتمال اینکه مدیر ریسک بسیار زیادی را متحمل شود، زیاد است. اگر در عمل نتوان چنین انگیزه‌هایی را حذف نمود، باید آن را شناسایی نمود و به حداقل رساند.

قانون‌گذاران می‌توانند صندوق‌ها را ملزم به استفاده از پاداش معیار نگر نمایند. احتمال بیشتری وجود دارد که مدیری که پاداش معیارنگر دریافت می‌کند، ریسک پرتفوی را در حد متعادل‌تری نگه دارد. زیرا عملکرد ضعیف صندوق منجر به کاهش کارمزد مدیر می‌شود. علاوه بر این، استفاده از روش‌هایی که در آن زیان‌های تجمعی با سودهای تجمعی پوشش داده می‌شود نیز می‌تواند سودمند باشد. استفاده از این روش‌ها مانع از تحمیل ریسک بالا به پرتفوی صندوق می‌شود؛ زیرا چنین ریسک‌هایی می‌تواند منجر به زیان‌هایی شود که پاداش‌های گذشته را خنثی می‌کند و باید ابتدا عملکرد این زیان‌ها را پوشش دهد و پس از آن، کارمزد مبتنی بر عملکرد به مدیر پرداخت شود.

اگر هیچ اقدامی برای کاهش این انگیزه‌ها صورت نگرفته، باید به سرمایه‌گذاران در مورد ریسک‌های احتمالی هشدار داد.

۳. کارمزد مبتنی بر عملکرد باید با اهداف سرمایه‌گذاری صندوق سازگار باشد و نباید انگیزه‌ای برای ریسک‌پذیری بسیار بالا در مدیر ایجاد کند و نباید مانع از کسب صرف ریسک مناسب برای سرمایه‌گذاران با توجه به ریسک‌های پذیرفته شده توسط آنها گردد. اجرای این اصل، متکی به قوانین زیر در مورد روش محاسبه است:

* دوره پرداخت باید منطقی باشد. یکسال به عنوان یک دوره منطقی تلقی می‌شود. دوره پرداخت کارمزد مبتنی بر عملکرد، فاصله بین دوره‌های محاسبه کارمزد براساس خالص ارزش دارایی هاست.

* عملکرد صندوق باید پس از کسر کلیه هزینه‌های صندوق از دارایی‌های صندوق، ارزیابی و مبنای محاسبه کارمزد مبتنی بر عملکرد گردد.

* اگر صندوق برای ارزیابی میزان تحقق اهداف سرمایه‌گذاری‌اش از یک شاخص استفاده کند، مبنای داشتن عملکرد بالا نیز مقایسه عملکرد با این شاخص خواهد بود.

کارمزد مبتنی بر عملکرد باید پاداشی برای متصدی صندوق به خاطر نقش وی در کسب عملکرد فراهم کند. اما این کارمزد نباید بیش از اندازه باشد و باید به نحوی تعیین شود که ارتباطی منطقی بین کارمزد تعیین شده و خدمات ارائه شده توسط متصدی برقرار باشد.

* بخش قابل قبولی از عایدی ناشی از عملکرد بالای صندوق باید به سرمایه‌گذار برسد. عملکرد بالا باید در مقایسه با یک شاخص محاسبه شود. این شاخص باید با اهداف سرمایه‌گذاری و ویژگی‌های ریسک صندوق متناسب باشد.

۴. اگر هیچ قانونی برای حصول اطمینان در مورد انطباق با دو الزام آخر تعیین نشده باشد، باید الزامات مربوط به افشاء این موضوع به سرمایه‌گذاران مشخص گردد. هدف از این کار فراهم کردن اطلاعات لازم برای سرمایه‌گذاران به منظور ارزیابی تناسب میان کارمزد متصدیان صندوق با ریسک تحمیل شده به صندوق است.

نحوه محاسبه کارمزد مبتنی بر عملکرد باید قابل بررسی باشد و امکان دستکاری در آن وجود نداشته باشد.

- موارد زیر باید به روشنی مشخص شوند:

- نحوه ارزیابی عملکرد صندوق (در چه دوره‌های زمانی است؟ کارمزدهای صدور و ابطال را شامل می‌شود یا خیر و غیره)
 - از چه شاخص مبنایی برای مقایسه عملکرد استفاده می‌شود. این شاخص باید قابل بررسی باشد و توسط یک شخص مستقل تعیین شود.
 - از چه فرمول محاسباتی استفاده خواهد شد (تشریح روش‌های مورد استفاده برای جبران زیان‌های گذشته با استفاده از سودهای حاصله، در صورتی که از این روش استفاده شود).
۵. کارمزد مبتنی بر عملکرد نباید منجر به نقض اصل برابری سرمایه‌گذاران شود. چنین موضوعی از این حقیقت ناشی می‌شود که برای یک سرمایه‌گذار معین، عملکرد سرمایه‌گذاری‌اش در یک صندوق بستگی به تاریخ ورود وی به صندوق و تاریخ خروج او از صندوق خواهد داشت. بنابراین، کارمزد مبتنی بر عملکرد باید به صورت تئوریک برای هر یک از سرمایه‌گذاران به صورت مجزا و براساس تاریخ ورود وی به صندوق محاسبه شود.
- اگر چه به دلیل مشکلات اجرایی کردن آن، هیچ قانون‌گذاری تا کنون از این روش استفاده نکرده است. بنابراین ممکن است قانون‌گذار به یک یا هر دو راه حل زیر متوسل شود. الزامات افشا در این حالت نیز باید مشخص شود تا اطمینان حاصل گردد که سرمایه‌گذاران نسبت به ناقص بودن این راه حل‌ها آگاهی کافی دارند.
- استفاده از طبقات فرضی سهام با توجه به تاریخ ورود سرمایه‌گذار به صندوق (از آنجایی که نمی‌توان به ازاء هر تاریخ ورود یک طبقه سهام تعریف کرد).
- تعلق گرفتن کارمزد مبتنی بر عملکرد در زمان‌های محاسبه NAV، این راه حل، رضایت بخش است اما منجر به برابری کامل بین سرمایه‌گذاران نمی‌شود. در این راه حل به این حقیقت که سرمایه‌گذارانی که وارد صندوق می‌شوند ممکن است از پرداخت کارمزد مبتنی بر عملکرد منتفع گردند، توجه نمی‌شود. (اگر NAV صندوق کاهش یابد، پیش از ورود سرمایه‌گذار به صندوق بخشی از این کاهش با کاهش در کارمزد مبتنی بر عملکرد پرداختی که از دارایی‌ها کسر می‌شود، جبران می‌شود).
۶. سرمایه‌گذاران باید در مورد کارمزد مبتنی بر عملکرد و تأثیر بالقوه آن بر روی بازدهی آنها اطلاعات کافی داشته باشند.

۳-۳) شیوه‌های خوب در کارمزد مدیریتی صندوق‌ها^۱

در سیستمی که کارمزدهای عملیاتی مجاز است باید استانداردهای زیر وضع شود:

- روش محاسبه آن؛
- اطلاعاتی که مدیر و بهره‌بردار صندوق باید در اختیار سرمایه‌گذار قرار دهد؛
- وسیله افشاء اطلاعات؛

در هر رویداد، یک کارمزد عملیاتی باید بر اساس انصاف با سرمایه‌گذار باشد.

محاسبه کارمزد عملیاتی باید تأیید شده باشد و احتمال دستکاری در آن نباشد، به خصوص موارد ذیل باید بصورت ابهام مشخص شده باشد:

- چگونه عملکرد سرمایه‌گذاری ارزیابی شود (به عنوان مثال، شمول و عدم شمول کارمزدهای صدور و ابطال)

¹ www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD543.pdf

- مرجع و معیاری که مورد استفاده قرار می‌گیرد
- محاسبه فرمول (در صورت امکان ، شامل یک توضیح روش جبران زیان‌ها در مقابل عواید)
- دفعات محاسبه کارمزد عملیاتی و انتقال میزان ایجاد شده این کارمزد به بهره‌بردار صندوق نباید بیش از یکبار در سال باشد مگر زمانی که بهره‌بردار صندوق از مدل کارمزد اهرمی^۱ استفاده می‌کند.
- هر معیاری که عملکرد صندوق با آن مقایسه می‌شود باید قابل بازبینی و بوسیله یک طرف مستقل ایجاد شده باشد.
- بهره‌بردار صندوق باید روش‌های محاسبه‌ای را طراحی کند که ارزش کارمزد عملکردی صندوق متناسب با عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق باشد.
- روش‌های محاسبه نباید سرمایه‌گذاران را در مورد بازده و ریسکی که پذیرفته‌اند به اشتباه بیاندازد.

زمانی که روش محاسبه کارمزد عملکردی بر اساس مدل کارمزد اهرمی است:

- محاسبه کارمزد با یک معیار متناسب مقایسه می‌شود و این بر اساس معیار مشابهی است که برای عملکرد مازاد محاسبه می‌شود.
 - افزایش‌ها و کاهش‌های کارمزد متناسب با عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق در خلال یک دوره زمانی است
 - عملکرد سرمایه‌گذاری صندوق باید بر اساس خالص ارزش دارایی صندوق (خالص از هزینه‌ها) محاسبه شود.
- در جایی که عملکرد صندوق بر اساس مدل کارمزد اهرمی نیست ولی بر اساس یک معیار خاص سنجش می‌شود:
- برای عملکرد مازاد، محاسبه کارمزد بر اساس معیار مشابه است.
 - عملکرد مازاد بر اساس خالص هزینه‌ها محاسبه می‌شود.
- اطلاعات تاریخی در مورد هزینه‌ها و مخارج دریافتی در خلال دوره زمانی باید حداقل بصورت سالانه افشاء شود.
- چون ساماندهی کارمزد نرم ممکن است موجب ایجاد تضاد منافع برای بهره‌برداران صندوق شود، این تضاد منافع باید حذف شده یا به بهترین منافع سرمایه‌گذاران مدیریت شود.

۴) نمونه کارمزدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری

۴-۱) صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ایران

چارچوب کلی تعیین کارمزدهای ارکان در صندوق‌های سرمایه‌گذاری در امید نامه نمونه منتشره توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تعیین شده است. لیکن تعیین درصدها و وضع تخفیفات توسط هر صندوق و با توجه به سیاست‌های آن صندوق اعمال خواهد شد.

چارچوب کلی مندرج در نمونه امیدنامه منتشره توسط سازمان بورس و اوراق بهادار به شرح ذیل است:

¹ Fulcrum Fee Model

هزینه‌های سرمایه‌گذاری در صندوق

هزینه‌های سرمایه‌گذاری در صندوق به دو بخش تقسیم می‌شود. بخشی از این هزینه‌ها از محل دارایی‌های صندوق پرداخت می‌شود و بدین علت، ارزش خالص دارایی‌های صندوق کاهش می‌یابد. بخش دیگر از این هزینه‌ها، مستقیماً از سرمایه‌گذار اخذ می‌شود. مبالغی که صندوق برای دریافت کالا یا خدمات پرداخت می‌کند (نظیر مبالغ پرداختی بابت کارمزد ارکان صندوق)، مشمول مالیات بر ارزش افزوده بوده که مالیات مذکور حسب مورد در حساب هزینه یا دارایی صندوق منظور می‌شوند. طبق قوانین موجود خرید اوراق بهادار و کارمزدهایی که ارکان صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بابت ارائه خدمات یا تضامین از صندوق مربوطه دریافت می‌کنند، مشمول مالیات بر ارزش افزوده نمی‌شود.

فهرست هزینه‌های قابل پرداخت از محل دارایی‌های صندوق، در اساسنامه قید شده است. برخی از این هزینه‌ها، نظیر هزینه‌های طرح دعاوی به نفع صندوق یا علیه ارکان صندوق، به طور کلی غیرقابل‌پیش‌بینی بوده و به موضوع دعاوی و مراحل و سرعت پیشرفت آنها بستگی دارد. برخی از هزینه‌ها نظیر هزینه‌های تأسیس و هزینه‌های تشکیل مجامع صندوق، با تصویب مجمع صندوق از محل دارایی‌های صندوق پرداخت می‌شود. برخی دیگر از هزینه‌ها نظیر کارمزد معاملات، هزینه سود تسهیلات بانکی، هزینه نگهداری اوراق بهادار بی‌نام صندوق یا هزینه نقل و انتقال وجوه صندوق، از طریق مذاکره مدیر صندوق با ارائه‌دهندگان این خدمات یا تسهیلات تعیین می‌شود. برخی دیگر از هزینه‌ها، مبلغ از پیش تعیین شده‌ای است که در بند ۸-۳ امیدنامه صندوق‌ها آمده است. هزینه‌های مذکور در بند ۸-۳ روزانه محاسبه و در حساب‌های صندوق منظور می‌شود.

آن قسمت از هزینه‌های قابل پرداخت از محل دارایی‌های صندوق که از قبل قابل پیش‌بینی است، به شرح جدول زیر است:

عنوان هزینه	شرح نحوه محاسبه هزینه
هزینه‌های تأسیس	معادل درصد از وجوه جذب‌شده در پذیرهنویسی اولیه حداکثر تا مبلغ میلیون ریال با ارائه مدارک مثبت به تایید متولی صندوق
هزینه‌های برگزاری مجامع صندوق	حداکثر تا مبلغ ریال برای برگزاری مجامع در طول یک سال مالی با ارائه مدارک مثبت به تایید متولی صندوق
کارمزد مدیر سرمایه‌گذاری در سهام	سالانه درصد از ارزش روزانه سهام و حق تقدم تحت تملک صندوق به علاوه درصد از ارزش روزانه اوراق بهادار با درآمد ثابت تحت تملک صندوق موضوع بند ۲-۲-۳ و درصد از مابه‌التفاوت روزانه سود علی‌الحساب دریافتی ناشی از سپرده‌گذاری در بانک‌ها یا مؤسسات مالی و اعتباری نسبت به بالاترین سود علی‌الحساب دریافتی همان نوع سپرده در زمان افتتاح سپرده؛*

سرمایه گذاری با درآمد ثابت	[سالانه از متوسط روزانه ارزش سهام و حق تقدم سهام تحت تملک صندوق بعلاوه درصد از ارزش روزانه اوراق بهادار با درآمد ثابت تحت تملک صندوق و درصد از تفاوت روزانه سود علی الحساب دریافتی ناشی از سپرده گذاری در گواهی سپرده یا حساب های سرمایه گذاری بانک ها یا موسسات مالی و اعتباری ایرانی نسبت به بالاترین سود علی الحساب دریافتی همان نوع سپرده در زمان افتتاح سپرده به علاوه درصد از درآمد حاصل از تعهد پذیرهنویسی یا تعهد خرید اوراق بهادار. *]
کارمزد متولی	سالانه درصد از متوسط روزانه ارزش خالص دارایی های صندوق *
کارمزد ضامن	سالانه درصد از ارزش روزانه سهام و حق تقدم تحت تملک صندوق *
حق الزحمه حسابرس	مبلغ ثابت میلیون ریال به ازای هر سال مالی
حق الزحمه و کارمزد تصفیه صندوق	معادل ۰/۳ درصد ارزش خالص دارایی های صندوق در آغاز دوره اولیه تصفیه می باشد. **
حق پذیرش و عضویت در کانون ها ***	معادل مبلغ تعیین شده توسط کانون های مذکور، مشروط براینکه عضویت در این کانون ها طبق مقررات اجباری باشد یا عضویت به تصویب مجمع صندوق برسد.
هزینه های دسترسی به نرم افزار، تارنما و خدمات پشتیبانی آنها	هزینه های دسترسی به نرم افزار صندوق، نصب و راه اندازی تارنمای آن و هزینه های پشتیبانی آنها سالانه تا سقف میلیون ریال با ارایه مدارک مثبت و با تصویب مجمع صندوق ****

* کارمزد مدیر و ضامن روزانه براساس ارزش سهام، حق تقدم و اوراق بهادار با درآمد ثابت روز کاری قبل و سود علی الحساب دریافتی سپرده های بانکی در روز قبل و کارمزد متولی روزانه براساس ارزش خالص دارایی های روز کاری قبل محاسبه می شود. اشخاص یادشده کارمزدی بابت روز اول فعالیت صندوق دریافت نمی کنند.

*** به منظور توزیع کارمزد تصفیه بین تمام سرمایه گذاران در طول عمر صندوق روزانه برابر $\frac{0/003}{n \times 365}$ ضرب در خالص ارزش دارایی های صندوق در پایان روز قبل، در حساب ها ذخیره می شود. n، برابر است با 5 یا طول عمر صندوق به سال هر کدام کمتر باشد. هر زمان ذخیره صندوق به ۰/۳ درصد ارزش خالص دارایی های صندوق با نرخ های روز قبل رسید، محاسبه ذخیره تصفیه و ثبت آن در حساب های صندوق متوقف می شود. هرگاه در روزهای بعد از توقف محاسبه یاد شده در اثر افزایش قیمت دارایی ها ذخیره ثبت شده کفایت نکند، امر ذخیره سازی به شرح یاد شده ادامه می یابد.

**** مجموع هزینه های حق پذیرش و عضویت در کانون ها حداکثر برابر ریال است.

***** هزینه های دسترسی به نرم افزار، تارنما و خدمات پشتیبانی پس از تصویب مجمع از محل دارایی های صندوق قابل پرداخت است و توسط مدیر در حساب های صندوق ثبت شده و به طور روزانه ذخیره یا مستهلک می شود.

توضیح جدول فوق:

در مورد مخارج مربوط به دریافت خدمات یا خرید کالا که مشمول مالیات بر ارزش افزوده می‌شوند، لازم است مالیات بر ارزش افزوده نیز مطابق قوانین، محاسبه و همزمان با مخارج یادشده، حسب مورد در حساب هزینه یا دارایی مربوطه ثبت شود.

هزینه‌هایی که باید توسط سرمایه‌گذار پرداخت شود عبارتند از:

عنوان هزینه	شرح	دریافت‌کننده
کارمزد صدور	الف) بخش ثابت: مبلغ ریال برای صدور هر گواهی سرمایه‌گذاری (در صورتی که صدور گواهی سرمایه‌گذاری برای باقیمانده واحدهای سرمایه‌گذاری ابطال شده باشد، کارمزد صدور به سرمایه‌گذار تعلق نمی‌گیرد) ب) بخش متغیر: ... در هزار مبلغ سرمایه‌گذاری تا سقف ... ریال برای هر بار سرمایه‌گذاری]	مدیر ثبت مدیر ثبت
کارمزد ابطال	الف) بخش ثابت : مبلغ ۲۰,۰۰۰ ریال برای ابطال هر گواهی سرمایه‌گذاری ب) بخش متغیر: علاوه بر مبلغ بند(الف) مبالغ زیر: ب-۱) ۵٪ از قیمت ابطال در صورتی که تاریخ ابطال هفت روز یا کمتر با تاریخ صدور گواهی سرمایه‌گذاری فاصله داشته باشد. ب-۲) ۴٪ از قیمت ابطال در صورتی که تاریخ ابطال بیش از هفت روز و برابر یا کمتر از ۱۵ روز با تاریخ صدور گواهی سرمایه‌گذاری فاصله داشته باشد. ب-۳) ۳٪ از قیمت ابطال در صورتی که تاریخ ابطال بیش از ۱۵ روز و برابر یا کمتر از ۳۰ روز با تاریخ صدور گواهی سرمایه‌گذاری فاصله داشته باشد. ب-۴) ۲٪ از قیمت ابطال در صورتی که تاریخ ابطال بیش از ۳۰ روز و برابر یا کمتر از ۶۰ روز با تاریخ صدور گواهی سرمایه‌گذاری فاصله داشته باشد. ب-۵) ۱٪ از قیمت ابطال در صورتی که تاریخ ابطال بیش از ۶۰ روز و برابر یا کمتر از ۹۰ روز با تاریخ صدور گواهی سرمایه‌گذاری فاصله داشته باشد. تذکر: ابطال واحدهای سرمایه‌گذاری به ترتیب تاریخ از اولین واحدهای سرمایه‌گذاری صادره صورت می‌پذیرد (روش اولین صادره از اولین وارده)]	مدیر ثبت صندوق

۴-۲) نمونه‌های خارجی

• صندوق سرمایه گذاری تعادلی فرکلین^۱

این صندوق از جمله صندوق‌های سرمایه گذاری در سهام است که در ایالات متحده فعالیت می‌کند. بسیاری از صندوق‌های تحت مدیریت موسسه Franklin از این مدل در تعیین نرخ کارمزدها تبعیت می‌کنند.

۱) کارمزد سهامداران (کارمزدی که بصورت مستقیم از وجه سرمایه‌گذار اخذ می‌شود)

کلاس A	کلاس C	کلاس R	کلاس R6	کلاس مشاور
۵,۷۵٪	۰	۰	۰	۰
۰	۱,۰۰٪	۰	۰	۰

۲) مخارج عملیاتی سالانه صندوق

هزینه‌هایی که سرمایه‌گذار بصورت سالانه به‌صورت درصدی از ارزش سرمایه‌گذاری پرداخت می‌کند.

کلاس A	کلاس C	کلاس R	کلاس R6	کلاس مشاور
۰,۴۸	۰,۴۸	۰,۴۸	۰,۴۸	۰,۴۸
۰,۲۵	۱,۰۰	۰,۵	۰	۰
۰,۲۱	۰,۲۱	۰,۲۱	۰,۰۵	۰,۲۱
۰,۰۲	۰,۰۲	۰,۰۲	۰,۰۲	۰,۰۲
۰,۹۶	۱,۷۱	۱,۲۱	۰,۵۵	۰,۷۱
-۰,۰۳	-۰,۰۳	-۰,۰۳	-۰,۰۳	-۰,۰۳
۰,۹۳	۱,۶۸	۱,۱۸	۰,۵۲	۰,۶۸

¹ Franklin Balance Sheet Investment Fund

• صندوق اوراق قرضه بین المللی T. Rowe Price¹

کلاس مشاور	کلاس ا	کلاس سرمایه گذار	
هزینه سرمایه گذار (هزینه ای که به صورت مستقیم از وجه سرمایه گذاری پرداخت می شود)			
۲۰\$	۲۰\$	۲۰\$	حداکثر حساب هزینه
مخارج عملیاتی سالانه صندوق (هزینه های که بصورت سالانه باید بصورت درصدی از ارزش سرمایه گذاری پرداخت شود)			
۰,۴۹	۰,۴۹	۰,۴۹	کارمزد مدیریت
۰,۲۵	۰	۰	کارمزد توزیع و خدمات
۰,۷۸	۰,۲	۰,۶۷	دیگر مخارج
۱,۵۲	۰,۶۹	۱,۱۶	مجموع هزینه عملیاتی سالانه
۰,۶۲	۰,۱۵	۰,۵۱	تخفیف کارمزد/ بازپرداخت مخارج
۰,۹۰	۰,۵۴	۰,۶۵	مجموع هزینه های عملیاتی سالانه صندوق بعد از تخفیف و بازپرداخت مخارج

• صندوق سرمایه گذاری PHEIM (مالزی)

(۱) هزینه ها و مخارج صندوق

۱. هزینه و کارمزد مستقیمی که در زمان خرید یا ابطال واحد صندوق از سرمایه گذار دریافت می شود

کارمزد فروش	حداکثر کارمزد فروش که توسط کانال توزیعی می تواند دریافت شود عبارتند از: مدیر: $NAV \times 5\%$ هر واحد نمایندگی های حقیقی مدیر: $NAV \times 5\%$ هر واحد مشاور نهادی صندوق: $NAV \times 5\%$ هر واحد مشاور شرکتی صندوق: $NAV \times 5\%$ هر واحد سرمایه گذاران می توانند با عوامل توزیع برای کارمزد کمتر مذاکره کنند. برای PIF کارمزدی دریافت نمی شود.
کارمزد باز خرید	ندارد

صندوق سرمایه گذاری EPF- MIS

اعضای EPF ممکن است در Pheim Income Fund, Dana Makmur Pheim, Pheim Asia Ex Japan Islamic Fund سرمایه گذاری کنند.

حداکثر کارمزد فروش مجاز برای سرمایه گذاری در EPF- MIS، ۳ درصد از NAV هر واحد است. کارمزد باز خرید دریافت نخواهد شد.

¹ Dynamic Global Bond Fund (Formerly T. Rowe Price Global Unconstrained Bond Fund)

۲) دیگر هزینه‌ها

کارمزد دیگری بصورت مستقیم در زمان خرید یا بازخرید واحدها از دارندگان واحد اخذ نمی گردد.

۳) کارمزد تعویض

شما ممکن است تمام یا بخشی از واحدهای صندوق ها را به واحدهای دیگر صندوق های تحت مدیریت ما تعویض کنید. تعویض واحدهای یک صندوق به واحدهای دیگر صندوق به عنوان خروج از سرمایه گذاری در یک صندوق و سرمایه گذاری در صندوق دیگر است.

۴) کارمزدها و هزینه‌های مستقیم برای خرید و بازخرید واحدهای صندوق

محدودیتی برای تعدد در تعویض ها وجود ندارد. در هر حساب، در هر سال یک تعویض رایگان وجود دارد. برای هر درخواست تعویض در طول سال، باید تا حداکثر ۱۰۰ میلیون رینگت کارمزد ۱ درصد پرداخت شود که از بازپرداخت درآمدها کسر می شود. حداقل واحد برای تعویض ۵۰۰ واحد است یا به صلاحدید ما حداقل مشخص می شود. تعویض از صندوق مطابق با شریعت به صندوق متعارف، مخصوصاً برای سهامداران مسلمان، تقبیح می گردد.

۵) کارمزد انتقال

کارمزد انتقال برای هر انتقال ۵۰ رینگت است. در هر حال، مدیر این حق را دارد که با ثبت یک انتقال موافقت کند یا رد کند. شما می توانید تمام یا بخشی از واحدهای خود را به شخص دیگری در همان صندوق انتقال دهید. حداقل واحد برای هر انتقال ۵۰۰ واحد است که یا این که به صلاحدید ما محدودیت دیگری گذاشته می شود.

۶) کارمزد و مخارجی که بصورت غیرمستقیم در زمانی که در صندوق سرمایه گذاری می شود اخذ می گردد.

▪ کارمزد سالانه مدیریت

مدیر مستحق دریافت کارمزد سالانه مدیریت به منظور پوشش مخارج جاری مدیریتی صندوق و مدیریت سرمایه گذاری است. کارمزد سالانه مدیریت مطابق جدول زیر محاسبه می شود:

صندوق	کارمزد سالانه مدیریت
صندوق های سرمایه گذاری PECBF DMP, PAXJ & PAXJI	۱,۵ درصد NAV صندوق کارمزد بصورت روزانه محاسبه می شود و به صورت ماهانه به مدیر پرداخت می شود.
صندوق سرمایه گذاری PIF	۱,۰۰ درصد NAV صندوق کارمزد بصورت روزانه محاسبه می شود و به صورت ماهانه به مدیر پرداخت می شود.

کارمزد مدیریت بر اساس فرمول زیر محاسبه می شود:

$$\text{نرخ کارمزد مدیریت} * NAV$$

365 روز

۷) کارمزدها و مخارج غیر مستقیم که در زمان سرمایه گذاری در صندوق دریافت می شود:

تبیین چگونگی محاسبه کارمزد (مثال)	
NAV در یک روز فرضی	۴۵۹۱۴۳۴۵
کارمزد مدیریت	۱,۵ * مقدار واحد
کارمزد مدیریت برای یک روز	$\frac{45914345 * 1.5\%}{365}$ ۱۸۸۶,۸۹=
۶٪ مالیات بر کارمزد مدیریت	۱۱۳,۲۱
مجموع کارمزد مدیریت + مالیات	۲۰۰۰,۱

▪ کارمزد سالانه متولی

متولی مستحق دریافت کارمزد سالانه به دلیل ایفای نقش امین برای دارایی های صندوق است. کارمزد متولی برای این صندوق به شرح ذیل است:

صندوق	کارمزد سالانه متولی
صندوق های سرمایه گذاری , PECBF DMP, PIF, PAXJ & PAXJI	NAV * ۰,۰۷٪ صندوق با شرط اینکه حداقل کارمزد ۱۸۰۰۰ رینگت مالزی باشد. کارمزد بصورت روزانه محاسبه می شود و به صورت ماهانه به مدیر پرداخت می شود.

کارمزد متولی بر اساس فرمول زیر محاسبه می شود:

$$\frac{\text{نرخ کارمزد متولی} * NAV}{365 \text{ روز}}$$

۸) دیگر مخارج صندوق

- ۱) مدیر و متولی ممکن است خارج از صندوق برای هزینه های معقول خود بصورت مستقیم هزینه دریافت کنند اینها شامل موارد ذیل است ولی به آنها محدود نیستند:
- ۲) حسابر و دیگر کارمزدهای حرفه ای
- ۳) مالیات و مقرری که بوسیله نهادهای ناظر تحمیل می شود
- ۴) کارمزد مشاور شرعی
- ۵) کارمزد اعضاء کمیته سرمایه گذاری
- ۶) هزینه تشکیل جلسه برای دارندگان واحدها به غیر از مخارجی که توسط مدیر و یا متولی تقبل می گردد.
- ۷) هزینه اصلاح و تغییرات حیاتی
- ۸) هزینه تولید و توزیع اخبار صندوق، کوپن مالیات، سود تقسیمی و آگهی برای دارندگان واحدها

۹) دیگر کارمزدها و هزینه‌ها مجاز

۱۰) سیاست تخفیفی و کمیسیون‌های نرم

دستورالعمل به مدیر این اجازه را می‌دهد که یک کمیسیون نرخ از کارگزاران دریافت کند که به نفع دارندگان واحدهای صندوق خواهد بود.

۱۱) مالیات خدمات و کالاها

مدیر، متولی و دیگر خدمات ایجاد شده مشمول مالیات است مضافاً اینکه مالیات کارمزدها و حق الزحمه متناسب با هر واحد باید توسط دارندگان واحدها یا صندوق باید پرداخت شوند.

۵) روش پیشنهادی ۱

در این دو مورد ذیل لحاظ می‌شود:

ملاک محاسبه کارمزد صندوق در هر زمان خالص ارزش دارایی‌های صندوق در همان زمان است. کارمزد افراد سرمایه‌گذار بر اساس مدت زمان سرمایه‌گذاریشان در صندوق محاسبه می‌شود و در نهایت کارمزدها با یکدیگر جمع تا کارمزد کل صندوق حاصل گردد. کارمزد پرداختی توسط هر سرمایه‌گذار از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$\frac{\text{تعداد واحد سرمایه‌گذار در تملک فرد}}{\text{کل واحدهای صندوق}} \times \text{خالص ارزش دارایی‌های صندوق} \times \text{کارمزد سالانه} \times \frac{\text{تعداد روز سرمایه‌گذاری فرد در صندوق}}{۳۶۵} = \text{کارمزد هر سرمایه‌گذار}$

خالص ارزش دارایی صندوق از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$\text{جمع کارمزد مربوط به سرمایه‌گذاران} - \text{خالص ارزش دارایی‌ها قبل از کسر کارمزد} = \text{NAV هر واحد سرمایه‌گذاری}$ تعداد کل واحدها
--

در زمان ابطال دقیقاً مطابق NAV محاسبه شده به سرمایه‌گذار پرداخت می‌گردد و مبلغ کارمزد مربوط به آن فرد نیز به حساب ارکان صندوق منظور می‌گردد.

نقد مدل

۱. در این روش میان دارایی‌های مختلف صندوق تفکیک وجود ندارد و همه دارایی‌ها با یک نرخ مشمول دریافت کارمزد خواهد بود، این در حالی است که ریسک دارایی‌ها مختلف، متفاوت از یکدیگر است و لذا کارمزد آنها نیز باید متفاوت باشد.

۲. در این روش عامل انگیزش برای مدیریت بهینه پرتفوی توسط مدیر صندوق وجود ندارد و در همه شرایط یک نرخ ثابت متناسب با زمان را دریافت می‌کند.

۶) مدل پیشنهادی ۲

در این مدل ویژگی‌های زیر وجود دارد:

از آنجا که صندوق‌های با درآمد ثابت، مختلط و سهامی می‌توانند در ابزارهای با درآمد ثابت، مشتقات و سهام سرمایه‌گذاری کنند لذا دسته بندی کارمزدها بر اساس دارایی‌های پرتفوی انجام می‌شود.

کارمزد ثابت به صورت درصدی از دارایی نگهداری شده توسط صندوق:

- در این مدل نرخ کارمزد متناسب با طبقه بندی دارایی انجام می‌شود. نرخ کارمزد متناسب با نوع دارایی مالی و ریسک قیمتی آن متفاوت خواهد بود. به عنوان مثال، نرخ کارمزد سهام موجود در پرتفوی، بیشتر از نرخ کارمزد اوراق اجاره یا مرابحه خواهد بود.
- وجه نقد نگهداری شده در پرتفوی صندوق دارای سقف است و در صورتی که وجه نقد از این سقف بیشتر شود کارمزدی به آن تعلق نمی‌گیرد.

کارمزد متغیر یا عملکردی:

- این کارمزد دارای نرخ سقف و کف است.
- نرخ کارمزد عملکردی برای سهام و اوراق بدون ضامن محاسبه می‌شود:
 - برای سهام به صورت معیار رکورد نسبی (rHWM) محاسبه می‌شود و معیار مبنا برای سهام، شاخص آن گروه از سهام است.
 - برای اوراق مشتقه مانند اختیار معامله و آتی در صورتی که در دوره زمانی معین، اختیار معامله و آتی در سود باشند، درصدی از سود حاصله به عنوان کارمزد مدیریت لحاظ می‌گردد. البته به منظور جلوگیری از افزایش ریسک پرتفوی صندوق و ورود صندوق به فعالیت‌های سفته بازی و سود سازی از این طریق، موقعیت‌های اتخاذ شده در مشتقات باید پوشش داده شده باشند.
- برای اوراق با درآمد ثابت و دارای ضامن، کارمزد عملکردی در نظر گرفته نمی‌شود و صرفاً مشمول کارمزد با نرخ ثابت است.

❖ کارمزدها می‌تواند بصورت روزانه محاسبه شوند و بصورت ماهانه به مدیر صندوق پرداخت شود.

۷) نتیجه‌گیری

۱. در اکثر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، کارمزد مدیریت بصورت سالانه و درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری و یا درصدی از خالص ارزش دارایی‌ها است.
۲. استفاده از کارمزد عملیاتی بیشتر در مورد صندوق‌های پوششی کاربرد دارد؛ چون این صندوق‌ها در ابزارهای با ریسک بالا سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ لذا ایجاد بازدهی بالا با توجه به مدیریت ریسک پرتفوی از اهمیت بالایی برخوردار است، لذا کارمزد عملیاتی برای کنترل ریسک و افزایش بازدهی این صندوق‌ها مؤثر و انگیزشی خواهد بود.

۳. از آنجا که پرتفوی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با درآمد ثابت، ابزار با درآمد ثابت است و پرتفوی این صندوق‌ها تغییرات کوتاه مدت کمتری دارد، لذا تعیین کارمزد عملکردی برای این نوع صندوق‌ها عامل انگیزشی قوی برای افزایش بازدهی این نوع صندوق‌ها نخواهد بود، مضافاً اینکه این نوع صندوق‌ها دارای سقف ۵٪ برای سرمایه‌گذاری در سهام هستند و تعیین کارمزد عملکردی منجر به بازدهی بالایی برای صندوق نخواهد شد و ممکن است صرفاً افزایش ریسک پرتفوی را به همراه داشته باشد.

۴. در ایران صندوق‌های پوششی به شکل مرسوم آن راه‌اندازی نشده‌اند و از آنجا که بازار مشتقات و سایر ابزارهای نوین مالی با اهرم بالا، رونق و گسترش ندارد؛ و همچنین به دلیل محدودیت‌های وضع شده برای سرمایه‌گذاری صندوق‌ها عملاً نوع سرمایه‌گذاری و اهداف صندوق‌های پوششی محقق نخواهد شد. در حال حاضر قراردادهای آتی تک سهم، رونق زیادی ندارد و تعداد محدودی مورد معامله قرار می‌گیرند، همچنین قراردادهای اختیار معامله فروش تبعی سهام برای برخی از سهام‌ها موجود می‌باشد. قراردادهای آتی و اختیار معامله قابل معامله بر روی سکه بهار آزادی انجام می‌شود که برای صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا مناسب می‌باشد. بنابراین می‌توان گفت در حال حاضر، به لحاظ کارکردی، تنها صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا بیشترین شباهت را با صندوق‌های پوششی دارند. بنابراین می‌توان برای این نوع صندوق‌ها جهت مدیریت ریسک و افزایش بازدهی سهامداران آن، از کارمزدهای انگیزشی و عملیاتی استفاده نمود.

۵. در مورد اخذ کارمزدهای عملیاتی برای مدیریت صندوق‌ها پیشنهاد می‌گردد، روش‌ها و قواعد پیشنهاد شده توسط سازمان بین‌المللی کمیسیون بورس‌ها (IOSCO) در تدوین و بکارگیری کارمزدهای صندوق‌ها لحاظ گردد.

(۸) منابع

- پناهی، طاهره، شیوه‌های مختلف پرداخت کارمزد به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۷.

- Good Practice for Fees and Expenses of Collective Investment Schemes, The Board Of The International Organization Of Securities Commissions, AUGUST 2016
- www.seo.ir
- www.sec.gov
- www.franklintempleton.com
- www.rdis.ir
- www.finaquant.com/simple-performance-fee-calculation-for-investment-funds/760