



بیانیه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی منتخب

۹۷

مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا

۱۳۹۹

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

بیانیه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی منتخب

ترجمه و تدوین:

نیلوفر جهانفر

گروه مطالعاتی سرمایه‌گذاری و بازارهای مالی

موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا

«نهاد پژوهشی صندوق بازنشستگی کشوری»

۱۳۹۹



مؤسسه راهبردهای
بازنشستگی صبا

بیانیه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی منتخب

ترجمه و تدوین: نیلوفر جهانفر

نوبت چاپ: اول ۱۳۹۹

شماره مسلسل: ۹۷

کد گزارش: ۹۹۳۰۳۰۰۱۱

تاریخ انتشار: ۱۳۹۹/۱۱/۲۰

نشانی مؤسسه: تهران، خیابان شریعتی، نرسیده به میدان قدس، کوچه محوی، پلاک ۴، واحد

۱۰۱ کدپستی: ۱۹۳۴۶۱۳۷۸۱ تلفن: ۰۲۱-۲۲۷۰۳۴۶۵-۲۲۷۰۳۴۶۵-۲۱

تارنما: www.saba-psi.ir پست الکترونیک: info@saba-psi.ir

کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر برای مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا محفوظ است.

فهرست

۱.....	مقدمه
۲.....	۱- صندوق بازنشستگی استرالیا (Future Fund)
۱۴.....	۲- صندوق بازنشستگی کانادا
۲۸.....	۳- صندوق بازنشستگی هلند (ABP)
۳۴.....	۴- صندوق بازنشستگی شیلی
۴۱.....	۵- خلاصه مطالب و نتیجه‌گیری
۴۲.....	مفهوم برخی اصطلاحات
۴۴.....	منابع

مقدمه

هدف از بررسی بیانیه سرمایه‌گذاری در صندوق‌های بازنشستگی، دستیابی به قوانین، مقررات و محدودیت‌های قابل اجرا در انواع سرمایه‌گذاری‌ها و همچنین تعیین حدود و ثغور سرمایه‌گذاری در هر یک از انواع دارایی‌ها با توجه به ملاحظات ریسک/بازده و شاخص‌های معیار سرمایه‌گذاری است. صندوق‌های بازنشستگی غالباً یک سیاست جامع مدیریت ریسک مبتنی بر قاعده فرد محتاط را دنبال می‌کنند. سرمایه‌گذاری‌ها در انواع دارایی‌ها، نگهداری وجه نقد، استفاده از ابزار مشتقه، سرمایه‌گذاری مسئولانه و... صرفاً با استناد به سیاست و بیانیه سرمایه‌گذاری مختص هر صندوق امکان‌پذیر است و بیانیه سرمایه‌گذاری در هر صندوق با توجه به شرایط خاص اقتصادی و سیاسی تبیین شده و قابلیت اجرای جزئی در صندوق دیگر با شرایط متفاوت را نخواهد داشت. اما بررسی کلیت بیانیه‌ها منجر به دستیابی به چارچوب کلی قوانین و مقررات سرمایه‌گذاری محتاطانه خواهد شد. در این راستا گزارش حاضر به بررسی بیانیه سرمایه‌گذاری در چهار کشور استرالیا، کانادا، هلند و شیلی پرداخته است. در بخش آخر نیز خلاصه مطالب ارائه خواهد شد.

۱- صندوق بازنشستگی استرالیا (Future Fund)

۱-۱- دستورالعمل سرمایه‌گذاری Future Fund سندی کلیدی است که دستورالعمل‌های دولت به هیئت‌مدیره را مشخص می‌کند. به‌طور خلاصه دستورالعمل مذکور مشتمل بر بندهای زیر است:

- وجود مدیریتی که بازده صندوق را در بلندمدت به حداکثر برساند.
- هدف‌گذاری بازده صندوق در بلندمدت به میزان ۴ تا ۵ درصد بیشتر از CPI^1 (شاخص قیمت مصرف‌کننده)
- موردتوجه قرار دادن «میزان ریسک قابل قبول و نه بیش از حد» در بازدهی مورد نظر توسط هیئت‌مدیره
- هیئت‌مدیره ملزم است به گونه عمل کند که:
 - با بهترین روش‌های بین‌المللی سرمایه‌گذاری نهادی سازگاری داشته باشد.
 - باعث کاهش تأثیرگذاری در بازارهای مالی استرالیا شود.
 - باعث کاهش اعتبار دولت استرالیا در بازارهای مالی نشود.

۱-۲- بازده حداقل تعیین شده به این معناست که صندوق باید حداقل در جایگاهی باشد که با احتمال زیاد حداقل بازده را ایجاد کند. این مسئله ریسک‌پذیری بالای صندوق در دوره‌های متفاوت بازار را خاطر نشان می‌کند.

۱-۳- به‌منظور مشاهده درآمد و دستیابی یا عدم دستیابی به اهداف صندوق، هیئت‌مدیره بازه بلندمدت را ۱۰ سال در نظر گرفته است.

۱-۴- هیئت‌مدیره معتقد است که باید همیشه بر اهداف تعیین شده متمرکز باشد. در نتیجه، چیدمان و مدیریت پرتفوی سرمایه‌گذاری صراحتاً دو نوع ریسک سرمایه‌گذاری که ریسک قابل توجهی برای صندوق هم هست (صراحتاً بر صندوق تأثیرگذار نیست و به‌طور ضمنی می‌تواند اثرگذار باشد) را در نظر نمی‌گیرد:

1. Consumer Price Index

- امکان عملکرد ضعیف در صندوق‌های مشابه
 - عدم توانایی در پرداخت تعهدات بازنشستگی به دلیل کاهش نرخ بهره واقعی.
- ۱-۵- درحالی که ممکن است تمرکز برخی از سهامداران بر بازگشت تاریخی به عقب (تحلیل تکنیکال) باشد، تمرکز هیئت‌مدیره در زمینه مدیریت پرتفو دستیابی به بازده هدف به صورت آینده‌نگر است. نکته مهم این است که مدیریت پرتفو در راستای دستیابی به بازدهی هدف در یک دوره (میان‌مدت یا بلندمدت) بازدهی کل تاریخ را اصلاح نمی‌کند. چنین اقدامی به معنای «قفل کردن» عملکرد پس از یک دوره با بازدهی بالا با کاهش ریسک و یا دنبال ریسک رفتن پس از یک دوره عملکرد ضعیف صندوق است.
- ۱-۶- طبق قوانین Future Fund از جولای سال ۲۰۲۰، دولت استرالیا اختیار برداشت از دارایی‌های صندوق برای پرداخت تعهدات معوقه بازنشستگی سالانه را خواهد داشت. با این حال دولت اعلام کرده که قصد چنین برداشت‌هایی را حداقل تا سال ۲۰۲۶ ندارد. بر این اساس هیئت‌مدیره تصمیم گرفته تا پرتفو را بر اساس این تعهد مدیریت نماید. برآوردها حاکی از آن است که تعویق برداشت از منابع صندوق، احتمال دستیابی صندوق به یک مجموعه بزرگ سرمایه حاکمیت را در بلندمدت افزایش می‌دهد. لذا هیئت‌مدیره همچنان باور دارد که دوره ۱۰ ساله تفسیر مناسبی از دوره بلندمدت است.

ملاحظات سرمایه‌گذاری بلندمدت

- ۱-۷- بر اساس قوانین صندوق Future Fund هیئت‌مدیره باید به دنبال حداکثرسازی سود صندوق در بلندمدت باشد. سرمایه‌گذاری بلندمدت سه نوع مزیت نسبی دارد:
- توانایی پذیرش سطح بالاتری از ریسک: سرمایه‌گذار با هدف بلندمدت با این فرض که در بلندمدت سرمایه‌گذاری سود ده خواهد بود، به راحتی توانایی پذیرش ریسک‌های کوتاه‌مدت را دارد.
 - توانایی پذیرش دارایی‌هایی که در یک بازه مشخص امکان نقدشوندگی و یا تبدیل آن‌ها غیرممکن و یا همراه با زیان است.

- **توانایی عملکرد ضد دوره‌ای، فرصت‌طلبی و صبور بودن:** سرمایه‌گذار با دیدگاه بلندمدت می‌تواند برای کاهش ریسک در زمانی که بازدهی دلخواه وجود ندارد منتظر فرصت‌های جذاب‌تری برای خرید (یا فروش) باشد. در مواقع استرس بازار که سایر سرمایه‌گذاران در حال فروش هستند، سرمایه‌گذار بلندمدت می‌تواند وارد عمل شود و در ازای بازدهی بیشتر، نقدینگی بازارها را تأمین کند. این مسئله تحت عنوان نگهداری «پودر خشک» شناخته می‌شود.

۸-۱- برقراری تعادل میان این سه مزیت قابل کنترل است. بسیاری از صندوق‌ها مانند صندوق‌های بازنشستگی با نگهداری مقدار زیاد و ثابتی از سهام نوع اول را انتخاب می‌کنند. برخی از صندوق‌ها برای دستیابی به مزیت دوم از رشد اوراق بهادار در بازارهای خصوصی (مانند املاک و زیرساخت) کمک می‌گیرند. این در حالی است که کارکرد مزیت سوم کمتر است و اغلب به یک استراتژی متعادل در رابطه با تخصیص بهینه دارایی‌های ثابت محدود می‌شود.

اساساً قرارگیری در معرض بازار با ریسک زیاد (مزیت اول) توانایی بازی در رویکرد سرمایه‌گذاری فرصت‌طلبانه (مزیت سوم) را از بین می‌برد. به این دلیل که سرمایه اضافی برای سرمایه‌گذاری در زمان استرس بازار (صف‌های فروش و قیمت‌های پایین) وجود ندارد (از قبل سرمایه‌گذاری شده است).

۹-۱- رویکرد منتخب هیئت‌مدیره به دنبال بهره‌برداری از هر سه مزیت زیر است:

- قرارگیری در معرض دارایی‌ها با ریسک بالاتر با سود بلندمدت بالاتر (البته تضمین نشده) برای این ریسک
- به دنبال فرصت به دست آوردن بازدهی بالا در راستای قفل کردن سرمایه در دارایی‌های با نقدشوندگی کم
- به دنبال مدیریت ریسک پویای پرتفوی سرمایه‌گذاری با تغییرات اساسی در شرایط متفاوت: باوجوداینکه استراتژی پرتفو به‌طور منظم موردبررسی قرار می‌گیرد و با تغییر میزان جذابیت بخش‌های مختلف تنظیم می‌شود، اما همواره با تغییر اساسی

شرایط خارجی، انتظار تغییرات قابل توجه در وضعیت ریسک صندوق وجود دارد.

مشخصات ریسک

۱-۱۰- هیئت‌مدیره «ریسک ساختاری» را در راستای دستیابی به بازده معیار در بلندمدت (دوره ۱۰ ساله) در نظر می‌گیرد. در این راستا هیئت‌مدیره از شاخص در معرض برابری سهام (EEE^۱) که پرتفو را به سطح برابری با ریسک بازارهای بزرگ سهام می‌رساند، به‌عنوان مقداری برای این نوع ریسک استفاده می‌کند.

۱-۱۱- درحالی‌که هدف اصلی هیئت‌مدیره دستیابی به بازده معیار در بلندمدت است، «کیفیت مسیر^۲» در میان‌مدت (روند میان‌مدت) را نیز در نظر می‌گیرد تا اطمینان حاصل کند که صندوق در طول مسیر در معرض ریسک بیش از حد قرار ندارد. هیئت‌مدیره، مدیریت ریسک را درک و مدیریت بروز احتمالی بازده پایین می‌داند که در بهترین حالت در دوره‌های سه‌ساله مورد بررسی قرار می‌گیرد.

۱-۱۲- بنابراین هیئت‌مدیره میزان ریسک کوتاه‌مدت خود را بازده «ارزش در ریسک شرطی یا CVaR3^۳» طی ۳ سال تعریف می‌کند. این معیاری از میانگین بازده است که عمدتاً توصیفی از بدترین حالت بازدهی در طول دوره را به تصویر می‌کشد. هیئت‌مدیره نگاهی کلی‌نگر به ریسک دارد و انواع ریسک که در بند ۱۷ به آن اشاره شده است را در نظر می‌گیرد.

۱-۱۳- بیان مشخصات ریسک سرمایه‌گذاری با توجه به بازده کلی مورد انتظار در راستای کسب اطمینان از اینکه موقعیت چندان «محافظه‌کارانه^۴» نیست و همچنین بررسی حد ریسک^۵ (حد ضرر) برای اطمینان از اینکه ریسک کلی پذیرفته‌شده بیش از حد نیست، الزامی است.

-
1. Equivalent Equity Exposure
 2. Quality of Journey
 3. Conditional Value-at-Risk Over 3 Years
 4. Conservative
 5. Tolerance for Risk

۱۴-۱- بندهای زیر مشخصات کلی ریسک موردنظر هیئت‌مدیره را بیان می‌کند. هیئت‌مدیره معتقد است این اظهارات با الزامات تعیین‌شده برای پذیرش ریسک «قابل قبول اما نه بیش از حد» سازگار است و هدف آن به حداکثر رساندن بازده است:

- هیئت‌مدیره صندوق را طوری مدیریت می‌کند که دستیابی به بازده معیار با احتمال بالایی قابل حصول باشد. هیئت‌مدیره معتقد است که باوجود ریسک ساختاری در صندوق اگر $EEE=55$ باشد، با احتمال بالایی منجر به دستیابی به بازده معیار 4% CPI (حداقل بازده ممکن) خواهد شد.

- سطح در معرض ریسک قرار گرفتن پرتفو در راستای دستیابی به سود بیشتر با تغییرات ریسک به‌صورت پویا مدیریت می‌شود. هیئت‌مدیره انتظار دارد که با شرایط عادی اقتصاد کلان و موقعیت بازار، EEE بین $45-65$ نوسان کند.

- هیئت‌مدیره صندوق را به نحوی مدیریت می‌کند که از بازده منفی در هر دوره ۳ ساله جلوگیری نماید. به‌طور ویژه هیئت‌مدیره انتظار دارد که در سطح ریسک ساختاری مورد نظر خود از $EEE=55$ ، $CVaR3$ (حد ضرر در بدترین شرایط) صندوق به‌طورمعمول حدود 5% در سال باشد.

۱۵-۱- درحالی‌که عبارات فوق در شرایط عادی با هم قابل دستیابی هستند، اما گاهی شرایط به‌گونه‌ای خواهد بود که انتظار برآورد همه آن‌ها به‌صورت هم‌زمان وجود ندارد. در چنین مواقعی هیئت‌مدیره تعدیلات متناسب با آن موقعیت (یعنی کاهش بازده یا افزایش ریسک) را انجام خواهد داد.

۱۶-۱- به همین ترتیب گاهی ممکن است هیئت‌مدیره تشخیص دهد که باید از ریسک کاسته شود. به‌عنوان مثال اگر بازده تعدیل‌شده توسط ریسک با توجه به شرایط کنونی بازار بیش از میزان ممکن ارزیابی شود و ادامه روند منجر به قرارگیری سطوح بیشتری از دارایی‌ها در معرض خطر باشد و بالعکس (در شرایطی که یک رخداد منجر به کاهش فزاینده و مستمر قیمت‌ها در بازار می‌شود).

ریسک سرمایه‌گذاری

۱-۱۷- هیئت‌مدیره ریسک‌های سرمایه‌گذاری را به شکل زیر تفکیک می‌کند:

۱-۱۷-۱- ریسک‌های کلان^۱: شامل تغییر متغیرهای اقتصاد کلان به‌جز انتظارات

عمومی بازار و تأثیری که بر پرتفوی سرمایه‌گذاری و دستیابی به اهداف می‌گذارد.

● به‌طور کلی ۴ عامل کلان سطح بالا در نظر گرفته می‌شود: نرخ رشد، نرخ تورم، نرخ بهره حقیقی و ریسک حق بیمه. ارتباط میان متغیرهای فوق بر ریسک سرمایه‌گذاری بسیار تأثیرگذار است. اگرچه از نظر تئوری ایجاد تعادل با تغییرات پیش‌بینی‌نشده در عوامل کلان در پرتفو امکان‌پذیر است، اما ممکن است در عمل غیرممکن باشد.

● ریسک‌های کلان هم‌چنین شامل ریسک‌های ژئوپلیتیکی و نظارتی هم هست که می‌تواند بر پرتفو اثر بگذارد. این موارد عموماً در متغیرهای ریسک کلان و بازار نمایان می‌شوند. اما به‌عنوان مثال می‌توانند بر دامنه‌داری‌های پرتفو و یا هزینه مدیریت پرتفو اثرگذار باشند.

۱-۱۷-۲- ریسک بازار^۲: ریسک‌های قرارگرفتن در معرض تمامی بازارهای سرمایه‌ای

است و شامل ریسک سهام، ریسک اعتباری، ریسک ارز، ریسک نرخ بهره و افزایش قیمت در منابع محدود (مانند زمین و کالای اولیه) است. هیئت‌مدیره برای مدیریت ریسک‌های بازار و تأثیرگذاری بر بازده هدف، مراحل زیر را انجام می‌دهد:

الف- با توجه به بازدهی مورد انتظار و بازده معیار مندرج در دستورالعمل سرمایه‌گذاری، آنچه را که معیار اصلی ارزیابی ریسک بازار است و «مناسب اما نه بیش از حد» باشد را در نظر می‌گیرد که در بندهای قبل مورد بررسی قرار گرفت.

ب- با توجه به ریسک بازار، تخصیص بهینه‌داری را طراحی می‌کند تا بازده معیار بلندمدت را به حداکثر برساند.

● از آنجاکه ریسک بازارها و بازده هدف با توجه به شرایط و در گذر زمان تغییر می‌کند

1. Macro Risk

2. Market Risk

و زمانی طولانی صرف ایجاد پرتفوی دارایی‌های صندوق می‌شود لذا هیئت‌مدیره مدیریت پویای تخصیص بهینه دارایی‌ها را پیشنهاد می‌دهد.

- یک اصل کلیدی در تخصیص بهینه دارایی‌های صندوق، تنوع دارایی‌ها است. ترکیب دارایی‌هایی که با یکدیگر وابستگی مستقیم ندارند منجر به کاهش ریسک پرتفوی سرمایه‌گذاری می‌شود.

۱-۱۷-۳- ریسک نقدینگی^۱: این ریسک از دو طریق می‌تواند بر پرتفو اثر بگذارد: ۱- عدم توانایی در تحقق تعهدات نقدینگی کوتاه‌مدت و ۲- از دست دادن کنترل ترکیب استراتژیک پرتفو.

الف- در شرایط بحرانی مانند کاهش شدید ارزش دلار استرالیا این خطر اساسی وجود دارد که هنگام سررسید تعهدات نقدی به دلیل نقدینگی منفی صندوق، قوانین صندوق نقض شود (سرمایه صندوق قابل نقد کردن نیست). زمانی که به سال مالی ۲۷-۲۰۲۶ نزدیک می‌شویم و هیئت‌مدیره متوجه تمایل دولت به بازپس‌گیری دارایی‌ها می‌شود، نیاز جریان نقدی بالقوه صندوق باید مدیریت شود.

ب- چارچوب مدیریت ریسک نقدینگی شامل یک تست کوتاه‌مدت است که بر پرتفوی سرمایه‌گذاری اعمال می‌شود تا مشخص گردد که صندوق توانایی انجام تعهدات نقدی خود در شرایط سخت اما محتمل بازار را نیز دارد.

۱-۱۷-۴- ریسک انعطاف‌ناپذیری^۲:

الف- نگهداری نقدینگی (بدون انعطاف‌پذیری در تبدیل نقدینگی به سایر انواع دارایی‌ها) در پرتفو توانایی هیئت‌مدیره را در تخصیص بهینه وجوه میان انواع دارایی‌ها کاهش می‌دهد. حرکات اساسی بازار می‌تواند منجر به ایجاد انفصال میان پرتفوی سرمایه‌گذاری و استراتژی بهینه تخصیص دارایی‌ها شود. چنین رخدادی منجر به فروش اجباری

1. Liquidity Risk
2. Inflexibility Risk

دارایی‌ها در قیمت‌های بسیار پایین و ایجاد ضرر و از دست دادن ارزش خواهد شد.
ب- هیئت‌مدیره با توجه به زمان واگذاری، ریسک‌پذیری و معادل ارزی دارایی‌ها و تعهدات برداشت‌نشده، میزان نقدینگی موجود در پرتفو را ارزیابی می‌کند. هدف هیئت‌مدیره انعطاف‌پذیری پرتفو در افق برنامه‌های پیش رو به روشی فعال و جلوگیری از ایجاد خلل و یا از بین رفتن ارزش ذاتی در سرمایه‌گذاری‌ها است.

۱-۱۷-۵- ریسک خاص^۱: این ریسک ناشی از ریسک سرمایه‌گذاری‌های فردی یا گروه‌های سرمایه‌گذاری است.

الف- رویکرد هیئت‌مدیره برای کنترل چنین ریسکی به‌جای تنظیم صریح و یا محدودیت قرارگیری در چنین موقعیت‌هایی، ایجاد یک نظام نظارت و گزارشگری منظم و متمرکز است.

ب- این رویکرد، به‌ویژه در رابطه با صندوق آینده (Future Fund) و صندوق تحقیقات پزشکی آینده، در چارچوب مأموریت و ساختار هیئت‌مدیره به‌عنوان یک رویکرد سرمایه‌گذاری بلندمدت اتخاذ شده است و به دنبال کاهش ریسک برای ایجاد بیشترین بازدهی در افق زمانی ده‌ساله است. لذا همواره شاخص‌های کلان بازار و اقتصاد به‌طور قابل توجهی هر فرد واقع‌بین را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

ج- با این وجود هیئت‌مدیره در مدیریت محتاطانه پرتفوی متنوع، باید اطمینان حاصل کند که انتخاب هر دارایی منحصر به فرد باید با توجه به ویژگی‌های ریسک و بازده و سهم آن در کیفیت پرتفو صورت بگیرد.

د- بنابراین در راستای دستیابی به ترکیب بهینه دارایی‌ها این رویکرد مبتنی بر یک چارچوب شفاف گزارشگری در راستای حصول اطمینان مدیریت و هیئت‌مدیره از تمامی رخدادهای بازار و متغیرهای کلان است. این آگاهی می‌تواند در فرایند ساخت پرتفو و در روند پاسخگویی آژانس به استراتژی‌های هیئت‌مدیره مورد استفاده قرار گیرد.

۱-۱۷-۶- ریسک مدیریت سرمایه‌گذاری^۱: این ریسک به مدیران سرمایه‌گذاری خارجی (واگذاری مدیریت سرمایه‌گذاری به مدیران هلدینگ‌های دیگر) مرتبط است و زمانی تحقق می‌یابد که بازدهی کار آن‌ها به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای کمتر از انتظارات باشد. هیئت‌مدیره در راستای حصول اطمینان از تنوع مدیران، انتخاب مدیر، مراحل نظارت و انجام کار با بالاترین کیفیت، فرایندهایی را اتخاذ می‌کند. این روش همچنین اهمیت مشارکت با شرکت‌های خارجی و ایجاد ارزش توسط آن‌ها در بلندمدت را مشخص می‌کند.

۱-۱۷-۷- ریسک طرف مقابل^۲: این ریسک مربوط به زمانی است که طرف مقابل نتواند تعهدات خود را انجام دهد و منجر به ایجاد ضرر برای صندوق شود (ریسک خارجی). هیئت‌مدیره چارچوبی در راستای مدیریت و کنترل این نوع ریسک را نیز فراهم کرده است.

۱-۱۷-۸- ریسک بهره‌وری عملیاتی^۳: هیئت‌مدیره مجموعه‌ای از اختیارات و کنترل‌های مناسب نمایندگان را برای تسهیل کارایی عملیاتی مدیریت پرتفو ایجاد و نگهداری می‌کند.

۱-۱۷-۹- ریسک گروه مشابه^۴: هنگامی که صندوق در میان گروهی از صندوق‌های مشابه متفاوت باشد، صندوق به‌نوعی در معرض ریسک قرار می‌گیرد. محتمل‌ترین صندوق قابل‌مقایسه با این صندوق، صندوق بازنشستگی صنعت در استرالیا است. هیئت‌مدیره معتقد است که باید فقط بر اهداف صندوق که در دستورالعمل سرمایه‌گذاری تعیین شده است تمرکز کند و به دنبال مدیریت مستقیم ریسک گروه‌های همکار نیست. با این کار مشخص می‌شود:

الف- هرگونه انحراف از مسیر استراتژی منجر به عملکرد پایین در یک دوره میان مدت یا کوتاه‌مدت خواهد شد. با اتخاذ استراتژی خصوصی با شدت بیشتر مانند سهام خصوصی، دارایی‌های مشهود، بدهی خصوصی و استراتژی‌های مختلف صندوق‌های تأمینی (و در نتیجه کاهش دارایی سهام پذیرفته‌شده در بورس) هیئت‌مدیره انتظار دارد که صندوق‌های سهام عملکرد کمتری را ایجاد نمایند و بالعکس. این کاهش عملکرد در یک بازار قدرتمند

-
1. Investment Manager Risk
 2. Counterparty Risk
 3. Operational Efficiency Risk
 4. Peer Group Risk

سهام می‌تواند ۳-۵٪ در هر دوره ۲-۳ ساله باشد.

ب- موقعیت‌های سرمایه‌گذاری مشابه منجر به ایجاد ساختارهای هزینه‌ای بالاتر نیز می‌شود. در شرایط عادی و در یک نگاه اجمالی کارمزد صندوق ۱ تا ۲٪ از کل سفارش است. اما باتوجه به وجود ساختار عملکرد کارمزدهای گسترده برای صندوق در سال‌هایی که عملکرد صندوق بسیار خوب است به‌عنوان مثال بازدهی صندوق بیش از ۲۰٪ باشد، امکان برقراری کارمزد بیشتر از ۳٪ نیز وجود دارد.

ج- همچنین این احتمال وجود دارد که دوره‌ای از کمبود اعتبار صندوق‌های بازپرداخت با سطوح کارمزد تحقق یافته ویژه برای صندوق هم‌زمان شود، زیرا هر دو توسط بازارهای سرمایه‌گذاری بزرگ و قوی هدایت می‌شوند.

هدف تخصیص منابع

۱-۱۸- در قالب تخصیص بهینه دارایی‌ها، هیئت‌مدیره بر مجموعه دارایی‌ها به شرح زیر تمرکز دارد:

۱-۱۸-۱- سهام: این گروه نماینده ریسک ذاتی سیستماتیک در شرکت‌های بزرگ است و شامل سهام پذیرفته‌شده در بورس استرالیا، سهام پذیرفته‌شده در بورس جهانی و سهام خصوصی است.

۱-۱۸-۲- دارایی‌های مشهود: این دسته از دارایی‌ها شامل املاک، زیرساخت، جنگل و زمین‌های کشاورزی و خدمات عمومی است. بازده این دارایی‌ها اغلب با تورم گره خورده است. همچنین این دارایی‌ها می‌توانند به‌صورت پذیرفته‌شده یا نشده در بورس نگهداری شوند.

۱-۱۸-۳- ابزار بدهی: این دسته شامل اعتبار اختصاص یافته به ابزار بدهی (مانند اوراق بدهی) می‌شود. ریسک نرخ بهره برای این دسته موضوعیت ندارد و با پرتفو همپوشانی دارد.

۱-۱۸-۴- دارایی‌های جایگزین: این گروه شامل طیف گسترده‌ای از دارایی‌های پرخطر می‌شود و شامل استراتژی‌های پرخطر بازگشت مطلق مبتنی بر مهارت و ریسک سرمایه‌گذاری

حق بیمه مانند سرمایه‌گذاری در کالایی‌ها (Comodities) و سرمایه‌گذاری مبتنی بر بیمه است. نقش اصلی این دسته دارایی‌ها تأمین بازدهی متناسب با اهداف بلندمدت صندوق و هم‌زمان کاهش ریسک از سایر دارایی‌ها به‌ویژه ریسک سیستماتیک از دارایی سهام می‌باشد. ۱-۱۸-۵- همپوشانی پرتفو: صندوق به‌طور ضمنی در معرض انواعی از دارایی‌ها قرار می‌گیرد که صراحتاً در انواع سرمایه‌گذاری‌های صندوق قید نمی‌شود. سه نوع از آن‌ها در تخصیص بهینه دارایی‌ها عبارت‌اند از: قرارگیری در معرض ارز خارجی، اثرات نرخ بهره و استراتژی‌های اختیاری.

تفکیک جغرافیایی سرمایه‌گذاری

۱-۱۹-۱- هیئت‌مدیره اهداف خاصی را برای تخصیص منابع به مناطق جغرافیایی مختلف مد نظر قرار نداده است. بلکه مجموعه‌ای از اصول را تبیین می‌کند که بر نحوه تخصیص جغرافیایی دارایی‌ها اثرگذار خواهد بود:

۱-۱۹-۱- تفکیک جغرافیایی سرمایه‌گذاری منجر به کاهش ریسک کلی پرتفو می‌شود. اما اولویت کلی با جستجوی بهترین فرصت سرمایه‌گذاری (بر اساس ریسک، مالیات و سایر عوامل) است خواه این فرصت در یک و یا چندین منطقه متمرکز شده باشد. لذا هیئت‌مدیره معتقد است که ریسک تفکیک جغرافیایی در مرحله چیدمان پرتفو و در تفکیک انواع دارایی‌های سرمایه‌ای (سهام، املاک و... که سرجمع سرمایه‌گذاری در هریک از این دارایی‌ها را در نقاط مختلف جهان نشان می‌دهد) مد نظر قرار گرفته است.

۱-۱۹-۲- ارز پایه تخصیص یافته دلار استرالیا است. این ارز می‌تواند مزایای خاصی را از منظر کاهش خطرات نقدینگی و کاهش خطرات و هزینه‌های مدیریت ارز ایجاد نماید. لذا ترجیح هیئت‌مدیره سرمایه‌گذاری‌های داخلی علی‌الخصوص بازار غیرنقدی خصوصی با توجه به بازده و ریسک هر یک از آن‌ها است.

چارچوب کنترل

هیئت‌مدیره استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و اهداف را به‌طور سالانه و در صورت لزوم در دوره‌های کوتاه‌تر بررسی می‌کند. در راستای تسهیل مدیریت کارآمد پرتفو که در آن به مدیریت اجازه می‌دهد تا افشاگری‌ها را انجام دهد.

۲- صندوق بازنشستگی کانادا

۱-۲- اهداف

- بیانیه مذکور اهداف سرمایه‌گذاری‌ها، سیاست‌ها، بازدهی‌های انتظاری و مدیریت ریسک برای پرتفوی سرمایه‌گذاری برنامه بازنشستگی کانادا را مورد بررسی قرار می‌دهد.
- بیانیه سرمایه‌گذاری مطابق با قانون هیئت سرمایه‌گذاری برنامه بازنشستگی کانادا (قانون CPPIB) و آیین‌نامه هیئت سرمایه‌گذاری برنامه بازنشستگی کانادا (مقررات CPPIB) تهیه شده است.
- بیانیه سرمایه‌گذاری با توجه به منافع ذینفعان تهیه شده است که عبارت‌اند از: بیمه پردازان و ذینفعان CPP، مباشران استانی CPP، هیئت سرمایه‌گذاری CPP، مدیران و کارکنان CPP، نمایندگانی که توسط CPP برای مدیریت دارایی‌های این صندوق برگزیده می‌شوند و مدیر اکچوئری کانادا.
- بیانیه سرمایه‌گذاری بر مبنای اسناد اختصاصی CPP Investments که مدیریت روزمره فعالیت‌های سرمایه‌گذاری از جمله مراجع تصمیم‌گیری، سیاست‌ها و استانداردهای مدیریت ریسک، استانداردهای محاسبه عملکرد و پروتکل‌های گزارش از جمله انطباق را کنترل می‌کند، پشتیبانی می‌شود.
- هیئت‌مدیره بیانیه سرمایه‌گذاری را حداقل در هر سال مالی بررسی کرده و تأیید یا رد می‌کند.

۲-۲- اهداف سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی کانادا

- قوانین CPPIB سه هدف را برای سرمایه‌گذاری CPP مشخص می‌کند:
الف- کمک به CPP در رابطه با تعهدات در مقابل ذینفعان و کسور پردازان.

ب- مدیریت تمامی منابع منتقل شده به CPPI از aCPP و bCPP^۱
ج- دستیابی به حداکثر بازده و حداقل ریسک با توجه به عواملی که بر بودجه و تعهدات مالی روزانه صندوق تأثیرگذار است.

- دستورهای سیاستی در بیانیه سرمایه‌گذاری و همچنین بیانیه افق کوتاه‌مدت صندوق در راستای دستیابی به سه هدف فوق طراحی شده است.

۲-۳- عوامل تأثیرگذار بر توانایی CPP در تحقق تعهدات

- CPP به‌گونه‌ای طراحی شده تا صرفاً با کسورات دریافتی و سرمایه‌گذاری منابع خود، مقرری بازنشستگی را پرداخت نموده و به پایداری دست یابد. بررسی‌های دوره‌ای توسط مدیر اکچوئری حداقل به‌صورت سه‌ساله انجام می‌شود تا پایداری طولانی‌مدت (پیش‌بینی ۷۵ ساله) مزایای CPP را با نرخ فعلی مشارکت قانونی، به‌طور جداگانه برای aCPP و bCPP ارزیابی کند. اگر مدیر اکچوئری تشخیص دهد که ترکیب نرخ حق بیمه و درآمد سرمایه‌گذاری در آینده برای تأمین مزایای بازنشستگی هر دو صندوق aCPP و bCPP کافی نیست، با اصلاح قانون CPP نرخ حق بیمه را افزایش و یا مزایای بازنشستگی را کاهش خواهد داد. در صورت عدم توافق میان فدرال و استان، تغییرات مذکور به‌طور خودکار و با توجه به قوانین CPP اعمال خواهند شد. این مفاد در راستای حفظ پایداری صندوق برای نسل‌های آینده (رویکرد بین‌نسلی) است.

- bCPP در سال ۱۹۹۷ در راستای ایجاد هرگونه پیشرفت اصلاح شد و به Partial-Funded ly تغییر یافت.

- پایداری هر دو بخش CPP در گزارش‌های اکچوئری و بر مبنای رویکرد تعادل دارایی/بدهی صورت می‌گیرد. نرخ حداقل حق بیمه (کسورات) در هر دو صندوق به

1. Additional Canada Pension Plan

2. Base Canada Pension Plan

نحوی تعیین می‌شود تا دارایی‌ها و بدهی‌ها در تعادل قرار گیرند.

- در ۳۰امین گزارش اکچوئری پیش‌بینی شده است که حق بیمه و دریافتی‌های bCPP در سال‌های آینده و از جمله سال ۲۰۲۱ از هزینه‌های آن بیشتر خواهد بود. در این راستا این صندوق امکان سرمایه‌گذاری مجدد درآمدهای به‌دست‌آمده از سرمایه‌گذاری‌های قبلی را برای پرداخت مزایا در سال‌های آینده خواهد داشت. انتظار می‌رود در سال ۲۰۲۲ درصد کمی از درآمدهای حاصل از سرمایه‌گذاری برای پرداخت مزایا مورد نیاز باشد. مدیر اکچوئری تخمین می‌زند که حدود ۱۸ درصد از درآمدهای حاصل از پرتفوی سرمایه‌گذاری برای تأمین هزینه‌های bCPP تا سال ۲۰۲۸ کافی باشد. همچنین در این گزارش، تأمین مالی این صندوق تا سال ۲۰۷۰ تضمین شده و شامل ۶۰ درصد حق بیمه‌ها و ۴۰ درصد سود حاصل از سرمایه‌گذاری است.
- بند فوق برای صندوق aCPP نیز برقرار است. در این راستا دریافتی‌های این صندوق تا سال ۲۰۵۵ از هزینه‌های آن بیشتر خواهد بود. همچنین تأمین مالی این صندوق تا سال ۲۰۸۰ تضمین شده و شامل ۳۰ درصد حق بیمه‌ها و ۷۰ درصد سود حاصل از سرمایه‌گذاری است.
- مزایا و حق بیمه‌های آینده CPP با توجه به تجربه برنامه و پرتفوی سرمایه‌گذاری و در رابطه با ترکیبی از عوامل جمعیتی، اقتصادی و سرمایه‌گذاری صورت خواهد گرفت. اگر هر یک از عوامل مذکور تغییر کند، نرخ حق بیمه و مزایای آینده صندوق نسبت به مقادیر مفروض در گزارش اکچوئری تغییر خواهد کرد. مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده نرخ حق بیمه و مزایا در میان عوامل فوق، بازده حاصل از سرمایه‌گذاری است.
- نرخ بهره بلندمدت و ریسک حق بیمه برای انواع دارایی‌ها بیشترین تأثیر را در بازده حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها دارند. در راستای حفظ ثبات CPP اگر بازدهی واقعی

سرمایه‌گذاری کمتر از میزان مورد انتظار باشد منجر به افزایش حداقل نرخ حق بیمه می‌شود. همان‌طور که مدیر اکچوئری می‌تواند نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری در آینده را در گزارش اکچوئری تغییر دهد.

- میان عوامل جمعیتی دو عامل نرخ زاد و ولد و امید به زندگی از عوامل کلیدی محسوب می‌شوند. زاد و ولد کمتر از میزان مورد انتظار باعث افزایش حداقل حق بیمه در bCPP و افزایش امید به زندگی منجر به افزایش حداقل حق بیمه در aCPP و bCPP می‌شود.

- میان عوامل اقتصادی، رشد دستمزد واقعی بیشترین تأثیر را در نرخ حق بیمه‌های آینده دارد. رشد دستمزد واقعی کمتر از میزان مورد انتظار منجر به افزایش حداقل نرخ حق بیمه bCPP و کاهش حداقل نرخ حق بیمه aCPP می‌شود. با فرض ثبات سایر شرایط، افزایش تورم در بلندمدت منجر به کاهش حداقل نرخ حق بیمه bCPP می‌شود. زیرا مزایا نسبت به حق بیمه‌ها و درآمد حاصل از سود حساسیت کمتری به تورم و افزایش قیمت‌ها دارد. تغییر در تورم آینده تأثیر بسیار کمی بر حداقل نرخ حق بیمه در aCPP دارد.

- تصمیمات سرمایه‌گذاری CPP در رابطه با تنوع بخشیدن به انواع دارایی‌های و تعادل بازده-ریسک به‌طور قابل‌توجهی بر درآمدهای حاصل از پرتفوی سرمایه‌گذاری هر دو صندوق aCPP و bCPP تأثیرگذار خواهد بود. بازده سرمایه‌گذاری هر یک از دو پرتفوی سرمایه‌گذاری بر اساس بازده کل بازار سرمایه تعیین می‌شود. تصمیمات سرمایه‌گذاری CPP در مورد انتخاب‌های سرمایه‌گذاری و موقعیت استراتژیک نیز بر بازده سرمایه‌گذاری تأثیر اساسی می‌گذارد.

۴-۲- پرتفوی مرجع و ریسک کلی مورد هدف

- CPP Investment برای هر یک از انواع سرمایه‌گذاری‌های خود یک پرتفوی مرجع ایجاد می‌کند. هر پرتفو شامل اوراق بهاداری است که با استفاده از یک برنامه

- سرمایه‌گذاری منفعل کم‌هزینه اجرا می‌شود. در هر پرتفو، تعادل میان سهام/بدهی با توجه به سطح ریسک در بلندمدت تنظیم شده است تا:
- الف- در راستای دستیابی به بازده بلندمدت باشد.
- ب- با هدف متناسب باشد.
- ج- با توجه به عوامل مؤثر بر بودجه هر دو صندوق زیرمجموعه باشد.

- سه هدف فوق منعکس کننده اهداف سرمایه‌گذاری CPP در قانون CPPIB هستند.
- ارزیابی سالانه ریسک‌های ناگهانی و غیرقابل پیش‌بینی مانند ضررهای ناگهانی، نیازهای نقدینگی و عوامل مربوط به پایداری CPP به‌صراحت توسط هیئت‌مدیره پیشنهاد شده است.
- به دلیل تفاوت‌ها و حساسیت‌های دو صندوق aCPP و bCPP نسبت به اهداف سرمایه‌گذاری، برای هر یک از آن‌ها پرتفوی مرجع جداگانه ایجاد می‌شود.
 - ریسک قطعی برای هر پرتفوی سرمایه‌گذاری در شرایط تعادل میان سهام/بدهی با توجه به حدود و ثغور مورد تأیید هیئت‌مدیره در پرتفوی مرجع تعیین می‌شود. انتظار می‌رود که هر پرتفوی مرجع در راستای دستیابی به بیشترین بازده بلندمدت در بازار سرمایه و ثبات هر یک از دو صندوق زیرمجموعه با توجه به نرخ حق بیمه در اکچوئری و کاهش ریسک تخمین زده شده برای دو صندوق گام بردارد.
 - پرتفوی مرجع زیر برای سال‌های مالی ۲۰۱۹ تا ۲۰۲۱ توسط هیئت‌مدیره تأیید شده است:

پرتفوی مرجع		
	bCPP	aCPP
سهام		
سهام دولتی جهانی (شامل اقتصادهای نوظهور)	٪۸۵	٪۵۰
اوراق بدهی		
اوراق با درآمد ثابت فدرال و دولت‌های استانی کانادا	٪۱۵	٪۵۰

- ترکیب دارایی‌ها با توجه به گزارش مدیر اکچوئری در پرتفوی مرجع حداقل هر سه سال توسط CPP Investment بررسی می‌شود.

۲-۵- تنوع و ترکیب دارایی‌ها

- تنوع محتاطانه^۱ جهانی در هر پرتفوی سرمایه‌گذاری با وجود انواع دارایی‌ها و با توجه به رابطه ریسک/بازده، مواجهه جغرافیایی، انواع ارزها و استراتژی مدیریت فعال به‌طور هم‌زمان منجر به کاهش ریسک پرتفو در بلندمدت و افزایش بازده بلندمدت پرتفو از طریق سرمایه‌گذاری جهانی می‌شود. این خصوصیات را برای هر پرتفو می‌توان در دو دسته مجزا دسته‌بندی کرد:

۱. حداکثر سازی بازده و تفکیک جغرافیایی در دسته مرکزی و اصلی

۲. سنجش ریسک و درآمد ثابت در دسته مکمل

CPP با تخصیص مناسب دارایی‌ها در هر یک از دو دسته فوق، به سطح ریسک مورد قبول و نسبت متعادل ریسک/بازده هر حساب دست می‌یابد. بر این اساس پیش‌بینی می‌شود که بیشترین سهم سرمایه‌گذاری با درآمد غیرثابت در خارج از کانادا صورت گیرد. این مسئله منجر به کاهش وابستگی پرتفو به بازدهی اقتصاد کانادا می‌شود و خطر قرارگیری در معرض شرایط نامطلوب اقتصادی کانادا و تأثیر آن بر CPP را کاهش می‌دهد.

- قرارگیری در معرض ارزهای متنوع ریسک بلندمدت را کاهش می‌دهد. این سیاست صندوق را از مضرات قرارگیری در معرض یک ارز واحد (دلار کانادا) با وابستگی شدید آن به قیمت نفت و سایر کالاها محافظت می‌کند.
- هر پرتفوی سرمایه‌گذاری از دارایی‌های زیر تشکیل شده است:

○ سهام عمومی

○ سهام خصوصی

○ درآمد ثابت (اوراق درآمد ثابت با کیفیت بالا)

- سرمایه‌گذاری اعتباری (اوراق بدهی خصوصی شامل رهن املاک و درآمد ثابت اوراق غیر از اوراق دولتی با کیفیت بالا)
- دارایی‌ها حقیقی (دولتی و خصوصی دارایی‌های املاک و مستغلات، زیرساخت‌ها، منابع طبیعی، انرژی و انرژی تجدیدپذیر)
- وجه نقد و استراتژی بازدهی کل.
- اهداف فعلی برای ترکیب استراتژیک ۵ سال آینده هر پرتفوی سرمایه‌گذاری در جدول زیر نشان داده شده است:

جدول (۱): ترکیب استراتژیک پرتفوی سرمایه‌گذاری CPP

aCPP	bCPP	ترکیب استراتژیک
درصد از کل	درصد از کل	انواع دارایی
۱۴	۲۶	سهام عمومی
۱۱	۲۰	سهام خصوصی
۶۰	۲۷	درآمد ثابت
۷	۱۳	سرمایه‌گذاری اعتباری
۱۹	۳۴	دارایی‌های حقیقی
(۱۱)	(۲۰)	وجه نقد و استراتژی بازدهی کل
مناطق جغرافیایی		
۵۱	۱۱	کانادا
۳۱	۵۶	اقتصادهای پیشرفته جز کانادا
۱۸	۳۳	اقتصادهای نوظهور

با نوسان بازارها و بررسی‌های سالانه اهداف پرتفو و همچنین بررسی‌های استراتژیک سه‌ساله توسط CPP Investment، ترکیب حقیقی پرتفوی سرمایه‌گذاری با وزن‌های بالا تفاوت خواهد داشت. این به معنای وجود انعطاف‌پذیری در راستای دستیابی به بازده هدف در پرتفوی سرمایه‌گذاری است.

۲-۶- بازدهی انتظاری

- بر اساس تجربه تاریخی و انتظارات معقول از بازدهی در آینده، هر پرتفوی مرجع یک بازدهی بلندمدت دارد که بیش از حداقل نرخ بازدهی مورد نیاز برای ثبات هر یک از دو صندوق aCPP و bCPP در آخرین گزارش اکچوئری (گزارش ۲۰۱۳م) است.
- مقایسه بازده انتظاری و واقعی هر پرتفو معیاری برای ارزیابی عملکرد پرتفو است و با استناد به آن، CPP Investment راجع به تغییرات پرتفو و تصمیمات مدیریت ریسک در دوره ۵ ساله پاسخگو خواهد بود.
- امکان انحراف بازدهی کوتاه‌مدت و میان‌مدت پرتفوی سرمایه‌گذاری از بازدهی بلندمدت (هم به صورت مثبت و هم منفی) وجود دارد و هیئت‌مدیره این مورد را در ریسک احتمالی در هر پرتفوی مرجع و بیانیه‌های ریسک در نظر می‌گیرد.

۲-۷- طبقه‌بندی سرمایه‌گذاری

- CPP Investment می‌تواند در اوراق بهادار و یا سایر انواع دارایی‌ها که توسط قوانین و مقررات CPPIB منع نشده باشد، سرمایه‌گذاری کند. جدول زیر طیف وسیعی از گروه‌هایی که CPP Investment در آن‌ها می‌تواند سرمایه‌گذاری کند را نشان می‌دهد:

جدول (۲): انواع سرمایه‌گذاری‌های CPP

محدوده قابل توصیف گروه‌های سرمایه‌گذاری			
سرمایه‌گذاری اعتباری (به صورت مستقیم، پرتفو و صندوق‌های مجزا) ● اوراق مشارکت و بدهی شرکت‌های خصوصی و دولتی ● حق امتیاز مالکیت معنوی	سرمایه‌گذاری در سهام خصوصی (به صورت مستقیم، مشارکت در مالکیت، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سایر صندوق‌ها) ● منافع حاصل از مالکیت سهام خصوصی به طور مستقیم ● منافع حاصل از صندوق‌های سهام خصوصی ● منافع حاصل از مشارکت ثانویه	دارایی‌های حقیقی (به صورت مستقیم، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سایر صندوق‌ها) ● دارایی‌های زیرساخت ● املاک و مستغلات تجاری (هم درآمدزا و هم در حال ساخت و توسعه) ● انرژی و منابع ● برق و انرژی‌های تجدیدپذیر	سرمایه‌گذاری در بازار عمومی (سرمایه‌گذاری مستقیم در هلدینگ‌ها، پرتفوها و صندوق‌های دیگر، سهام و اوراق دولتی) ● سهام و اوراق بدهی در بازارهای نوظهور و پیشرفته ● اوراق بهادار تضمینی ● اوراق بهادار بیمه‌ای ● ارزشها ● معاملات آتی کالا ● مشتقات معاملات بورس و فرابورس

۲-۸- صدور بدهی

- به منظور افزایش و یا اطمینان از نقدینگی و تنوع دارایی‌ها ضمن دستیابی به ریسک مورد انتظار در هر پرتفوی سرمایه‌گذاری، CPP Investment ممکن است به صورت محتاطانه اشکال مختلف بدهی را به طور مستقیم یا از طریق یک شرکت تابعه اختصاصی صدور و تحویل دهد.
- CPP Investment یا شرکت‌های تابعه می‌توانند بدهی‌های مربوط به سرمایه‌گذاری‌های خاص را نیز به عهده بگیرند.
- CPP Investment می‌تواند ضامن هرگونه بدهی صادر شده توسط شرکت‌های تابعه نیز باشد.

۹-۲- مدیریت ریسک بازار، اعتباری و سایر ریسک‌های مالی

- هیئت‌مدیره ریسک کل مربوط به میزان خسارات بالقوه، ادغام ریسک بازار و اعتباری و ریسک طرف مقابل (شریک مقابل) را تعیین می‌کند. در بخش ۲-۴ نیز نحوه محاسبه ریسک و هدف‌گذاری ریسک توضیح داده شده است.
- هیئت‌مدیره حداقل هر ۳ سال یک‌بار حداقل و حداکثر ریسک را برای هر پرتفو بررسی و تصویب می‌کند. زمانی میزان ریسک در سطح حداقل در نظر گرفته می‌شود که با توجه به مفروضات آخرین گزارش اکچوئری و نرخ فعلی حق بیمه، سرمایه‌گذاری در هر پرتفو حداقل بازده مورد انتظار برای ثبات دو صندوق زیرمجموعه در بلندمدت را ایجاد نماید. CPP Investment به نحوی پرتفو را مدیریت می‌کند که تمامی معاملات در محدوده حداقل و حداکثر ریسک صورت پذیرد.
- هیئت‌مدیره سالانه محدوده ریسک عملیاتی را با توجه به رابطه بازده/ریسک برای هر پرتفو تعیین می‌کند. مدیریت CPP Investment با توجه به نسبت سهام/بدهی و در نظر داشتن ریسک عملیاتی هر پرتفو در محدوده مشخص با اهداف دوگانه بازده بلندمدت حداکثری و دستیابی به بازده بالاتر از بازده متناظر با پرتفوی مرجع، تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کند.
- محدوده ریسک عملیاتی کل به اندازه‌ای گسترده است تا تأثیر تغییرات روزانه بازار بر ریسک پرتفوی سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرد. همچنین به هیئت‌مدیره انعطاف‌پذیری لازم را در راستای دستیابی به بازده کل و ارزش افزوده مورد انتظار اعطا می‌کند. به طوری که اگر CPP Investment متوجه شود که شرایط بازار یا فرصت‌های سرمایه‌گذاری دلالت بر سطح ریسک خارج از محدوده تعیین شده برای هر یک از پرتفوها دارد، باید با ارائه به هیئت‌مدیره تأیید آن‌ها را برای محدوده جدید کسب نماید.

- CPP Investment روزانه ریسک بازار، ریسک اعتباری و سایر موارد را رصد و مدیریت می‌کند و منابع سرمایه‌گذاری قابل معامله را متعادل می‌کند تا به هدف کلی ریسک/بازده نزدیک شده و در محدوده ریسک تعیین شده باقی بماند.
- ریسک بازار در انواع دارایی‌ها، ارزها، عوامل و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مدیریت شده و کاهش می‌یابد. به‌علاوه از روش‌های مدیریت ریسک و ابزارهای تحلیلی از جمله روش «ارزش در ریسک شرطی» برای محاسبه، نظارت و ارزیابی هر پرتفو در شرایط مختلف بازار استفاده می‌شود.
- سرمایه‌گذاری اعتباری و طرف مقابل (شریک مقابل) نیز با رعایت سیاست‌ها و محدودیت‌های اجرایی سالانه هیئت‌مدیره، مدیریت می‌شود. موارد استثنا مانند محدودیت‌هایی از جانب مدیرعامل و ریاست جمهوری قابل اجرا است. ریسک اعتباری با استفاده از روش‌های پذیرفته شده مدیریت ریسک و ابزارهای تحلیلی از جمله قرارگیری در معرض احتمالی و روش‌های ارزش در ریسک شرطی اندازه‌گیری، نظارت و ارزیابی می‌شود.
- معاملات سرمایه‌گذاری فردی و انتصاب مدیران خارجی که هزینه فراتر از محدودیت‌های دلاری تعیین شده داشته باشد، پیش از اجرا باید توسط هیئت‌مدیره تأیید شود.
- مدیریت CPP Investment مواجهه با ریسک کل را مشابه با ریسک مواجهه با بازار، اعتبارات و سایر ریسک‌های مالی حداقل به‌صورت فصلی و در صورت لزوم در بازه زمانی کوتاه‌تری گزارش می‌کند.

۲-۱۰- ارزش‌گذاری دارایی‌ها

- ارزش تضعیف‌شده (ارزش منصفانه) اوراق نقد دولتی از طریق قیمت‌های عمومی اعلام می‌شود.
- ارزش منصفانه دارایی‌های غیرنقد با استفاده از قیمت‌های عمومی که در دسترس است، تعیین می‌شود. در مواردی که قیمت‌های عمومی در دسترس نیستند، برآورد

ارزش منصفانه با استفاده از مدل‌های داخلی صورت گرفته و سپس با ارزش منصفانه مدیران خارجی مقایسه می‌شود.

- برآورد ارزش دارایی‌های خصوصی غیرقابل معامله هر ۳ ماه صورت گرفته و در صورت وجود تغییرات قابل توجه، ارزش منصفانه تعدیل خواهد شد.
- CPP Investment تصدیق می‌کند که ارزش دارایی‌های که به‌طور منظم معامله نمی‌شوند بر اساس قضاوت افراد و لذا ذاتاً نامطمئن هستند. در صورت موجود نبودن قیمت‌های بازار، ارزیابی دارایی‌های خصوصی غیر معامله شده اساساً بر اساس برآورد ارزش منصفانه گزارش شده توسط مدیران دارایی خارجی یا ارزیابی‌های ارائه شده توسط اشخاص خارجی است.
- تمامی برآوردهای ارزش منصفانه با استفاده از روش پذیرفته شده بین‌المللی IFRS¹ تعیین می‌شود و برای تمامی طبقات دارایی‌ها در گزارش سالانه CPP منتشر می‌شود.

۲-۱۱- سرمایه‌گذاری مسئولانه

- CPP متعهد شده است تا شرکت‌ها و سازمان‌ها را به اتخاذ سیاست‌ها و شیوه‌هایی (به‌ویژه رفتارهای سازمانی و سازمانی مسئولانه در رابطه با مسائل محیط‌زیست، اجتماعی و حاکمیت (ESG)²) که منجر به ارتقاء عملکرد مالی بلندمدت آن‌ها می‌شود، تشویق کند.
- سرمایه‌گذاری CPP رفتار مسئولانه را در نهادهای زیربنایی سرمایه‌گذاری تشویق می‌کند. به‌طور کلی باور CPP بر این است که ادغام عوامل ESG در ارزیابی و مدیریت سرمایه‌گذاری شرکت‌های دولتی و خصوصی روش مناسب‌تری خواهد بود تا اینکه برخی شرکت‌ها از طریق غربالگری و عدم رعایت عوامل فوق حذف شوند.

1. International Financial Reporting Standards

2. Environmental, Social and Governance

۱۲-۲- مشتقات

- CPP Investments ممکن است از مشتقات برای دستیابی به اهداف مدیریت سبد سهام مانند استراتژی‌هایی برای دستیابی به بازار مورد نظر، اعتبار، نرخ بهره و قرار گرفتن در معرض ارز، کاهش و مدیریت ریسک‌ها، کاهش هزینه‌ها، افزایش بازده مورد انتظار، افزایش نقدینگی نقدی یا متنوع سازی منابع مالی و گزینه‌های سرمایه‌گذاری موجود در پرتفو استفاده کند.

۱۳-۲- نقدینگی

- نقدینگی در CPP Investments باید به اندازه‌ای باشد که هر حساب توان پرداخت تعهدات مالی فعلی CPP را داشته باشد.
- CPP نقدینگی ماهانه مورد نیاز را به CPP Investment ارائه می‌دهد تا با انجام محاسبات، میزان نقدینگی مورد نیاز برای انجام تعهدات در هر روز کاری مشخص شود.
- CPP همچنین نقدینگی پرتفوی سرمایه‌گذاری در راستای دستیابی به اهداف و ایجاد سود بیشتر (نقدینگی در پرتفو برای خرید و فروش‌های هوشمندانه در زمان‌های حساس بازار سرمایه) برای پرتفو برآورد می‌کند.

۱۴-۲- وام اوراق بهادار

- CPP Investment در مواردی با رعایت الزامات وثیقه و برای ایجاد درآمد اضافی یا حمایت از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری سهام و اوراق خود را واگذار کرده و یا می‌فروشد.

۲-۱۵- معاملات با شرکای کاری فعلی^۱

- به‌جز مواردی که در بند بعدی ذکر شده است، CPP نباید به‌طور مستقیم یا غیرمستقیم با شرکای کاری وابسته^۲ خود معامله کند چون این مسئله منجر به ایجاد تضاد منافع خواهد شد.
 - CPP ممکن است وارد معامله با شرکا کاری شود اگر:
 - الف- معامله برای مدیریت لازم‌الاجراست و مطلوبیت شرایط و ضوابط معامله کمتر از معاملات در بازار نیست.
 - ب- معامله در اوراق بهادار شرکا کاری است و از طریق مبادلات عمومی خریداری می‌شوند.
 - ج- ارزش معامله اسمی باشد.
- در ارزیابی اسمی بودن ارزش معامله، باید به اصول حسابداری پذیرفته شده عمومی اشاره شود. دو یا چند معامله با یک طرف مرتبط در هر دوره دوازده ماهه یک معامله واحد تلقی می‌شود.

1. Related Party Transactions

۲. طبقه‌بندی شرکای کاری از منظر CPPIB عبارت است از: الف- مدیر، صاحب منصب و یا کارمندان CPP. ب- شخصی که مسئول نگهداری و یا سرمایه‌گذاری دارایی‌های CPP و یا کارمند آن شخص است. ج- همسر و یا فرزندان اشخاصی که در بندهای الف و ب ذکر شده است.

۳- صندوق بازنشستگی هلند (ABP)

۳-۱- فرایند سرمایه‌گذاری

ABP فرایند سرمایه‌گذاری را در سیاست‌گذاری خود متمرکز می‌کند. فرایند سرمایه‌گذاری قوانین مربوط به تهیه و اجرای سیاست سرمایه‌گذاری و مدیریت سرمایه‌گذاری‌ها تعریف می‌شود. رعایت فرایند سرمایه‌گذاری منجر به عملکردهای منطقی سرمایه‌گذاری می‌شود.

۳-۲- کمیته سیاست سرمایه‌گذاری

هر دپارتمان در ABP وظایف مشخصی دارد. هیئت‌امنا که غالباً در زمینه بازارهای مالی تخصص دارند، مسئول کل فرایند سرمایه‌گذاری بوده و تصمیمات و تصمیمات سیاسی را از نوع استراتژیک اتخاذ می‌کنند.

۳-۳- توصیه هیئت پاسخگویی

هیئت پاسخگویی وظیفه دارد در مواردی که هیئت‌امنا درخواست مشاوره می‌کند و همچنین در مورد هرگونه خطمشی به هیئت‌امنا مشاوره دهد. هیئت‌امنا از هیئت پاسخگویی می‌خواهد تا در مورد تصویب یا اصلاح سایر موارد نیز مشاوره دهد مانند:

الف- گزارش تجاری فنی و اکچوئری

ب- برنامه سرمایه‌گذاری استراتژیک.

۳-۴- گزارش و پاسخگویی

سازمان اداری از نحوه اجرای برنامه سرمایه‌گذاری و نتایج حاصل از سرمایه‌گذاری در هر دوره به هیئت‌امنا ABP گزارش می‌دهد.

هیئت‌امنا ABP هر ساله در صورت‌های مالی و گزارش سالانه از وضعیت مدیریت دارایی‌های بازنشستگی و اوضاع مالی صندوق اطلاعاتی را ارائه می‌دهد.

۳-۵- سیاست جامع مالی و ریسک

صندوق سه نوع کنترل کلی را انجام می‌دهد که عبارت‌اند از: ۱- کنترل (مدیریت پیشین ریسک)، ۲- کنترل ریسک و ۳- نظارت (داخلی). در چارچوب کنترل‌های فوق‌الذکر، سیاست‌های مالی و مدیریت ریسک هر سه سال یک‌بار تجزیه و تحلیل می‌شود و هر ساله همراه با سایر ابزارهای کنترل مالی در برابر شرایط مختلف اقتصادی به روز می‌شود.

۳-۶- برنامه‌های سرمایه‌گذاری

دو نوع برنامه سرمایه‌گذاری در صندوق وجود دارد: الف- برنامه استراتژیک بلندمدت و ب- برنامه سرمایه‌گذاری سالانه.

هر دو برنامه سرمایه‌گذاری توسط هیئت امانت‌تهدیه می‌شوند و همواره برنامه سرمایه‌گذاری سالانه در راستای برنامه استراتژیک گام برمی‌دارد.

۳-۷- برنامه سرمایه‌گذاری استراتژیک

نقطه شروع برنامه استراتژیک تعهدات صندوق است که عبارت‌اند از:

الف- ترکیب مطلوب دارایی از منظر انواع دارایی‌ها (تخصیص استراتژیک دارایی‌ها) و مشخصات ریسک تخصیص استراتژیک با توجه به کلیه تعهدات صندوق در دو بازه کوتاه‌مدت و بلندمدت تجزیه و تحلیل می‌شود.

ب- بازدهی هدف در هر نوع دارایی و مقایسه آن با یک یا چند شاخص معیار.

ج- در بازه کوتاه‌مدت صندوق تا چه حدی مایل است اجازه دهد پرتفوی سرمایه‌گذاری واقعی (به‌طور موقت) از پرتفوی مورد نظر استراتژیک منحرف شود.

د- توزین و ارزیابی ریسک‌های ترانزنامه شامل مدیریت ریسک نرخ بهره و ارزش‌های خارجی.

۳-۸- برنامه سرمایه‌گذاری سالانه

برنامه سرمایه‌گذاری سالانه نشان می‌دهد که برنامه‌ریزی استراتژیک بلندمدت چگونه باید در طی یک سال خاص اجرا و پیاده‌سازی شود. به این معنا که برنامه‌های سالانه باید در راستای برنامه بلندمدت باشند.

۳-۹- تجربه و تخصص

صندوق همواره در تمامی مراحل سرمایه‌گذاری باید تجربه و تخصص کافی برای دستیابی به موارد زیر داشته باشد:

الف- نتیجه مطلوب سرمایه‌گذاری‌ها

ب- مدیریت حرفه‌ای سرمایه‌گذاری‌ها

ج- مدیریت ریسک حرفه‌ای برای سرمایه‌گذاری‌ها.

۳-۱۰- تضاد منافع

در اجرای طرح سرمایه‌گذاری به تضاد احتمالی منافع توجه می‌شود. هیئت امنای و کارمندان ABP و سازمان اداری آن ملزم به پذیرش قوانین رفتاری با هدف جلوگیری از تضاد منافع هستند.

۳-۱۱- مدیریت ریسک مربوط به مدیریت دارایی‌ها

ABP یک سیاست جامع مدیریت ریسک را دنبال می‌کند. مدیریت ریسک شامل اندازه‌گیری ریسک و کنترل ریسک‌های مالی و عملیاتی است. ریسک مالی نیز شامل ریسک بازار، اعتبار یا نقدینگی است که به صورت دوره‌ای به کمیته سیاست‌گذاری سرمایه‌گذاری و هیئت امنای گزارش می‌شود.

نحوه تخصیص دارایی‌های استراتژیک در پرتفوی سرمایه‌گذاری برای مدیریت ریسک نرخ بهره اهمیت زیادی دارد. ریسک بازار نیز با استفاده از روش‌های انحراف معیار، خطای

ردیابی و ارزش در معرض ریسک (VAR)^۱، به‌طور خاص مدیریت می‌شوند. از روش‌هایی مانند رتبه‌بندی اعتباری و محدودیت قرارگیری در معرض اعتبار نیز در مدیریت ریسک اعتباری استفاده می‌شود. ریسک نقدینگی از طریق معیارهای دقیق اعتبار برای طرفین و الزامات وثیقه مدیریت می‌شود. همچنین برای مدیریت انواع ریسک، تست‌های حساسیت سنجی انجام می‌شود و در کنار مدل‌های کمی از رویکرد کیفی نیز استفاده می‌شود.

فاز پیاده‌سازی و اجرای قوانین

۳-۱۲- فرد محتاط

قوانین فرد محتاط در اجرای برنامه‌های سرمایه‌گذاری شامل بندهای زیر است:

- مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها
- دارایی‌های با توجه به منافع ذینفعان فعلی (کارکنان) و ذینفعان سابق (بازنشستگان) سرمایه‌گذاری شوند.
- دارایی‌ها به‌گونه‌ای سرمایه‌گذاری شوند که امنیت، کیفیت، نقدینگی و بازده سبد سهام تضمین شود. این بدان معنی است که مشخصات ریسک و بازده پرتفو باید دائماً با ساختار تعهدات صندوق هماهنگ شود و سرمایه‌گذاری‌ها به‌اندازه کافی متنوع باشند.

۳-۱۳- آزادی سرمایه‌گذاری

ABP هر سرمایه‌گذاری را صرفاً بر اساس ملاحظات ریسک و بازده ارزیابی می‌کند. مطابق با قاعده فرد محتاط، تأثیر سرمایه‌گذاری بر روی سبد سهام در مواجهه با ساختار بدهی‌ها بررسی می‌شود و هیچ یک از انواع دارایی‌ها، ابزار سرمایه‌گذاری یا تکنیک سرمایه‌گذاری پیش از بررسی ملاحظات نفی نخواهد شد. اما هرگز مسئولیت فعالیت تجاری که تعهدی غیرقابل پیش‌بینی برای صندوق ایجاد خواهد کرد را نمی‌پذیرد. به معنای کلی ABP با هر

1. Value at Risk

نوع اجبار یا محدودیت سرمایه‌گذاری که در تضاد با قوانین و مقررات باشد، مخالفت خواهد کرد.

۳-۱۴- برون‌سپاری

اجرای برنامه‌های سرمایه‌گذاری به اشخاص ثالث (شرکت‌های سرمایه‌گذاری) برون‌سپاری می‌شود. برون‌سپاری نیز بر اساس مؤلفه‌هایی نظیر تخصص‌های موجود، فرهنگ سازمان، صرفه‌های ناشی از مقیاس و انعطاف‌پذیری انجام می‌شود. انتخاب اشخاص ثالث و ارزیابی آن‌ها برای مدیریت سرمایه‌گذاری‌های صندوق نیز توسط معیارهای عینی و دقیق و با در نظر گرفتن تمامی ریسک‌های برون‌سپاری صورت خواهد گرفت.

۳-۱۵- هزینه‌ها

صندوق در اجرای برنامه‌های سرمایه‌گذاری تنها هزینه‌های متناسب با اندازه دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده و اهداف مالی را می‌پذیرد و هیچ هزینه‌ای خارج از چارچوب فوق برای صندوق مورد قبول نیست.

۳-۱۶- سرمایه‌گذاری مسئولانه

سیاست سرمایه‌گذاری مسئولانه بخشی مهم از سیاست سرمایه‌گذاری ABP است و بر پرتفوی سرمایه‌گذاری و انتخاب انواع سرمایه‌گذاری‌ها بر مبنای توضیحات بندهای بعدی تأثیر می‌گذارد.

- **سیاست کلی:** بخش عمده سرمایه‌گذاری‌های این صندوق در سهام و اوراق مشارکت است. ABP معتقد است که در بلندمدت، شرکت‌هایی که به مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و اقتصاد پایدار (توسعه پایدار) در فعالیتهای تجاری خود توجه می‌کنند، بیشترین ارزش را برای سهامداران، جامعه و لذا برای ذینفعان ما ایجاد می‌کنند. چنین شرکت‌هایی هسته اصلی سرمایه‌گذاری‌های صندوق را تشکیل داده‌اند. همچنین سرمایه‌گذاری‌ها در صندوق باید منطبق با:

- استانداردهای مندرج در سازمان ملل متحد
- دستورالعمل‌های OECD برای شرکت‌های چندملیتی
- و اصول حاکمیت شرکتی OECD باشد.
- سرمایه‌گذاری موردی مسئولانه: صندوق علاوه بر سیاست کلی، تعدادی اهداف موضوعی در رابطه با سرمایه‌گذاری مسئولانه از طریق انتخاب سرمایه‌گذاری‌ها و در درجه اول در گروه‌های دارایی‌های نقدی دارد.
- حذف سرمایه‌گذاری‌ها بر اساس قوانین: صندوق هرگز در شرکت‌هایی که در تولید سلاح هسته‌ای، مهمات، مین‌های ضد نفر یا سلاح‌های بیولوژیکی و شیمیایی مشارکت دارند، سرمایه‌گذاری نمی‌کند. شرکت‌هایی که مظنون به نقض یک یا چند اصل از معاهده سازمان هستند در لیست سیاه سرمایه‌گذاری خارجی قرار می‌گیرند. ABP همچنین از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه دولتی کشورهایی که مشمول تحریم تسلیحاتی سازمان ملل متحد می‌شوند، اجتناب می‌کند.
- فعالیت‌های حاشیه‌ای: صندوق فعالیت‌هایی را که در راستای ارتقاء عملکرد اقتصادی و اجتماعی خود مانند تأمین مالی برای معلولیت، مرگ و میر و یا بازنشستگی باشد را گسترش می‌دهد و سایر فعالیت‌هایی که خارج از وظایف اصلی باشد را نادیده می‌گیرد.
- پاسخگویی: ABP از نقش سرمایه‌گذاری خودآگاه است و این مسئله صندوق را ملزم به رفتار بسیار محتاطانه کرده است. در این راستا این نهاد همواره تأثیر انواع سرمایه‌گذاری‌های خود بر جامعه را مورد سنجش قرار می‌دهد.

۴- صندوق بازنشستگی شیلی

۴-۱- اهداف سرمایه‌گذاری

هدف صندوق بازنشستگی شیلی از سرمایه‌گذاری، مشابه سایر صندوق‌های بازنشستگی، ایجاد منابع برای تأمین بخشی از تعهدات بازنشستگی است. برای نیل به این هدف انتظار می‌رود تا پس از یک دوره ۱۰ ساله بازدهی سرمایه‌گذاری‌های صندوق با احتمال حداقل ۶۰ درصد حدوداً ۲ درصد بیش از تورم شیلی در دوره مذکور باشد. همچنین تاب‌آوری ریسک نشان می‌دهد در بدترین حالت، بازده حقیقی صندوق با احتمال ۵ درصد کمتر از ۱۲- درصد در سال خواهد بود.

۴-۲- دستورالعمل‌ها و پارامترها

انواع دارایی‌ها و معیار

منابع مالی باید در چهار نوع دارایی سرمایه‌گذاری شود: ۱- اوراق قرضه دولتی ۲- اوراق قرضه تورمی ۳- اوراق مشارکت و ۴- سهام. معیارهای هر یک از دارایی‌های مذکور در جدول زیر مشخص شده است:

جدول (۳): انواع دارایی و شاخص‌های معیار

انواع دارایی	سهم از پرتفوی سرمایه‌گذاری	معیار
اوراق قرضه دولتی	٪۴۸	بازار سرمایه جهانی Barclay شاخص اوراق خزانه‌داری و دولتی Barclay
اوراق قرضه تورمی	٪۱۷	شاخص اوراق قرضه تورمی Barclay
اوراق مشارکت	٪۲۰	شاخص اوراق مشارکت Barclay
سهام	٪۱۵	شاخص جهانی MSCI

۴-۲-۱- اسناد واجد شرایط اوراق قرضه دولتی

الف- اسناد و اوراقی که منطبق بر شرایط مندرج در جدول باشند واجد شرایط خرید و نگهداری هستند و در غیر این صورت نماینده مالی ۷ روز کاری فرصت دارد تا اسناد را بفروشد.

ب- اگر شرایط و استانداردهای زیر برای اسناد غیرمنطبق با معیارها صدق کند، این اسناد نیز واجد شرایط خواهند بود:

صادرکننده، کوپن، سر رسید، رتبه‌بندی اعتباری در Fitch، استانداردها، واحد پول، اولویت پرداخت (تابع، تضمین نشده و غیره) و انواع سررسید.

ج- اسناد خارج شده از استاندارد که صادرکننده آنها هنوز منطبق با استانداردها است و یا حداقل استانداردها را رعایت می‌کند، واجد شرایط خواهد بود. اسناد مذکور در بند ب نیز شامل این قانون می‌شوند.

۴-۲-۲- اسناد واجد شرایط اوراق قرضه تورمی

تمامی اوراق منطبق با معیارهای جدول (۳) واجد شرایط هستند. اگر به هر دلیلی این اوراق تا پایان ماه در محدوده استاندارد قرار نگیرد نماینده مالی طی ۷ روز کاری فرصت دارد تا اسناد را به فروش برساند. همچنین اسنادی که به‌خودی‌خود واجد شرایط نیستند ولی صادرکننده آنها حداقل معیارها را رعایت می‌کند همچنان واجد شرایط خواهند بود.

۴-۳- اسناد واجد شرایط برای ارزهای خارجی نقد

نماینده مالی ممکن است ارز نقد خارجی را تا حد ۵ درصد از ارزش متغیر پرتفو در ۲۰ روز کاری گذشته برای حفظ ذخیره در هنگام تعطیلات بانکی نگهداری کند. وجه نقد شامل: مانده حساب جاری، سپرده‌های یک‌شبه (بسیار کوتاه‌مدت)، سپرده‌های مدت‌دار حداکثر با سررسید ۱۵ روز تقویمی در آژانس‌های بین‌المللی مانند: Moody's, Fitch و Standard and Poor's and با رتبه ریسک A- و بیشتر.

سرمایه‌گذاری در یک صادرکننده بانکی با محدودیت زیر مجاز است:

الف- حداکثر ۱٪ از پرتفوی سرمایه‌گذاری برای صادرکنندگان با میانگین امتیاز حداقل AA

ب- حداکثر ۰.۵٪ از پرتفوی سرمایه‌گذاری برای صادرکنندگان با میانگین امتیاز بین +A و -A

۴-۴- محدودیت در قراردادهای Forward یا Swap

قوانین زیر در مورد معاملات Forward و Swap برقرار خواهد بود:

الف- معاملات باید با ارزش‌های واجد شرایط انجام شود و مدت قراردادهای نباید بیش از ۹۵ روز تقویمی باشد.

ب- پیمان ارزی آتی^۱ و یا قرارداد سوآپ^۲ صرفاً باید با طرفین واجد شرایط که دارای ریسک اسنادی معادل دو آژانس بین‌المللی Moody's, Fitch و Standard and Poor's هستند صورت گیرد.

ج- این نوع قراردادهای ممکن است به صورت قرارداد تحویل نقدی و یا جبرانی باشند.

د- مقادیر اسمی^۳ هر دو قرارداد نباید بیش از ۴٪ ارزش پرتفوی سرمایه‌گذاری باشد.

ه- ریسک طرف مقابل مربوط به هر قرارداد باید ۱۰۰٪ ارزش فرضی^۴ قرارداد به دلار باشد. برای دستیابی به اهداف سرمایه‌گذاری، ارزش فرضی باید ارزش بلندمدت این قراردادها باشد. برای محاسبه ریسک طرف مقابل ارزش معاملات مذکور روزانه بر مبنای دلار ارزیابی می‌شود و در راستای رعایت محدودیت‌های بند ۴-۳ است.

و- با وجود موارد فوق و ریسک طرف مقابل، قراردادهای مذکور شامل یک بند تسویه حساب با الزام پرداخت ۱۵٪ ارزش اسمی قرارداد آتی (Forward) و ۳۰٪ ارزش

-
1. Currency Forward
 2. Swap Contract
 3. Nominal
 4. Notional Value

فرضی سوآپ در هنگام ورشکستگی هستند.

ی- ارزش فرضی قراردادهای با طرفین واجد شرایط نباید بیش از محدودیت‌های الف و ب در بند ۴-۳ باشد.

۴-۵- اسناد واجد شرایط اوراق مشارکت

- معاملات آتی در ابزارهای درآمد ثابت که صرفاً با هدف پوششی (Hedging) هستند و تا حد امکان منطبق بر معیارهای مندرج در جدول (۳) می‌باشند.
- ابزارها و اوراقی که دیگر واجد شرایط نیستند اما صادرکننده همچنان منطبق با معیار است.
- اوراق قرضه شرکت‌هایی که تا حدی منطبق بر معیار هستند و یا تا پایان ماه کاری کاملاً منطبق بر معیار خواهند بود. اگر اوراق تا پایان ماه کاری منطبق بر معیار نشوند، مدیر خارجی یک ماه فرصت فروش آن‌ها را دارد.

۴-۶- اسناد واجد شرایط سهام

علاوه بر اسناد مذکور در معیار جدول (۳)، ابزارهای زیر نیز واجد شرایط هستند:

- وزارت دارایی فهرستی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری متقابل واجد شرایط و صندوق‌های معاملاتی مبادله‌ای (ETF) را تهیه و نگهداری می‌کند و به نماینده مالی ابلاغ می‌کند.
- رسید سپرده آمریکایی (ADRs)^۱ و رسید سپرده جهانی (GDRs)^۲ مورد معامله در بورس اوراق بهادار تازمانی که تقاضای استفاده از نمایندگان مالیاتی در کشور صادرکننده شرکت اصلی را نداشته باشند.
- معاملات آتی در بورس اوراق بهادار که برای مقاصد پوششی استفاده می‌شوند و باعث کاهش اختلاف با معیار می‌شوند.

1. American depositary receipt

2. Globaldepository receipt

۴-۷- محدودیت‌های ویژه سرمایه‌گذاری

- سرمایه‌گذاری در اسناد صادره توسط ناشران شیلی و یا ابزارهای مختص پزوی شیلی (واحد پول شیلی) ممنوع است.
- نمایندگان و مدیران خارجی ترجیحاً نباید از ابزار مشتقه برای افزایش قرارگیری در معرض انواع ابزارهای مالی در پرتفوی سرمایه‌گذاری استفاده کنند.
- در مورد خاص مدیریت خارجی پرتفو، مدیران خارجی ممکن است قراردادهای آتی و یا سوآپ‌های ارزی^۱ منعقد کنند که ارزش اسمی آن‌ها نباید بیش از ۱۰ درصد از کل ارزش پرتفو باشد.
- در مورد خاص مدیریت خارجی پرتفوی سهام:
 - الف- صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و صندوق‌های معاملاتی مبادله‌ای (ETF)^۲ ممکن است به‌عنوان یک کل حدود ۲٪ بیش از مشارکت کل مصر، فیلیپین، هند، لهستان، روسیه، تایلند، تایوان و ترکیه در شاخص معیار پرتفوی سهام باشد که در جدول (۳) آورده شده است.
 - ب- مدیران خارجی نباید در بازارهای محلی شیلی، مصر، فیلیپین، هند، پرو، لهستان، روسیه، تایلند، تایوان و ترکیه سرمایه‌گذاری کنند.
 - ج- سرمایه‌گذاری در چین فقط از طریق بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ انجام می‌شود.
- مدیران خارجی نباید در سهام یا اوراق قرضه شرکتی یا شرکت‌های وابسته خود سرمایه‌گذاری کنند (برای جلوگیری از ایجاد تضاد منافع).

۴-۸- سیاست‌های برقراری تعادل

در صورتی که سهم هر دارایی از معیارهای جدول (۳) عدول کند، در راستای برقراری تعادل

-
1. futures, forwards or swaps of currencies
 2. External Traded Funds

مجدد در پرتفو ممکن است پول نقد به یکی از دارایی‌ها تزریق و یا سهمی از دارایی دیگر کسر شود. در این راستا وزارت دارایی شیلی با توجه به تمامی قوانین و محدودیت‌ها سرمایه‌گذاری و بازه مجاز نوسان سهم هر دارایی (جدول (۴))، دستور انتقال وجه نقد در راستای برقراری تراز مجدد میان انواع دارایی‌ها (تا دستیابی به سهم‌های جدول (۳) را صادر می‌کند.

جدول (۴): باز مجاز نوسان سهم هر دارایی از پرتفوی سرمایه‌گذاری

انواع دارایی	سهم از پرتفو	بازه نوسان (سهم از پرتفو)
اوراق قرضه دولتی	٪۴۸	٪۴۵-٪۵۱
اوراق قرضه تورمی	٪۱۷	٪۱۴-٪۲۰
اوراق مشارکت	٪۲۰	٪۱۷-٪۲۳
سهام	٪۱۵	٪۱۲-٪۱۸

۹-۴- معیارهای ارزیابی

ارزیابی پرتفوی سرمایه‌گذاری که به اطلاع وزارت دارایی می‌رسد باید بر مبنای معیارهای مشخص‌شده برای بازار تهیه شود. لازم به ذکر است بانک مرکزی شیلی نیز برای اهداف داخلی مرتبط با پرتفوی خود از همان روشی که مورد استفاده معاملات ذخیره بین‌المللی است، بهره خواهد جست.

۱۰-۴- سایر موارد

- اگر زمانی هر یک از دستورالعمل‌های فوق به دلیل نوسانات قیمت بازار، شرایط غیرعادی بازار یا هر دلیل دیگری خارج از کنترل نماینده مالی یا مدیران خارجی یا نماینده مالی شود و آن‌ها طی ۷ روز کاری پس از تشخیص چنین وضعیتی اقدامات لازم را برای تعدیل شرایط انجام دهند، این مسئله به معنای سرپیچی دستورالعمل‌ها نخواهد بود. این دوره برای مدیریت خارجی پرتفوی اوراق مشارکت

تا یک ماه تقویمی قابل تمدید است.

- مدت‌زمان مذکور با توجه به درخواست مدیران با دلایل منطقی از وزارت دارایی نیز قابل تمدید است.

۵- خلاصه مطالب و نتیجه‌گیری

هدف گزارش حاضر بررسی بیانیه‌های سرمایه‌گذاری در چهار صندوق بازنشستگی استرالیا، کانادا، هلند و شیلی است. هدف اصلی بیانیه‌های سرمایه‌گذاری تدوین قوانین و محدودیت‌ها در راستای نیل به بازده معیار با توجه به منافع ذینفعان آن‌ها می‌باشد. سرمایه‌گذاری‌ها در انواع دارایی‌ها، نگهداری وجه نقد، استفاده از ابزار مشتقه، سرمایه‌گذاری مسئولانه و... همه در راستای هدف فوق طراحی می‌شوند

در چهار صندوق مذکور بازدهی معیار در زمان ۱۰ سال (بلندمدت) در نظر گرفته شده است، اما برای جلوگیری از ایجاد بازدهی منفی در بلندمدت، ارزیابی‌ها هر سه سال و سالانه (با انتشار هر گزارش سالانه) نیز صورت می‌گیرد. همچنین در بازه میان‌مدت اگر هر یک از عوامل تأثیرگذار بر بازدهی معیار تغییر کند، نرخ حق بیمه و یا مزایای بازنشستگی مندرج در گزارش اکچوئری تغییر خواهد کرد. در غالب صندوق‌های مذکور، بازده معیار تابعی از شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و یا تورم است. به‌عنوان مثال بازده معیار بلندمدت (۱۰ ساله) صندوق بازنشستگی استرالیا و شیلی به ترتیب $CPI+4\%$ و تورم $+2\%$ تعیین شده است. همچنین اصول و محدودیت‌های مشترک در سرمایه‌گذاری صندوق‌های مذکور عبارت‌اند از:

- ارزیابی و بررسی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت سرمایه‌گذاری‌ها توسط هیئت‌مدیره و یا هیئت‌امنای صندوق
- تغییر نرخ حق بیمه و مزایای بازنشستگی با تغییر عوامل تأثیرگذار بر بازدهی معیار
- سرمایه‌گذاری مسئولانه در رابطه با مسائل محیط زیستی، اجتماعی و حاکمیت (ESG)
- عدم سرمایه‌گذاری در شرکت‌های تولیدکننده سلاح جنگی
- عدم سرمایه‌گذاری در کشورهایی که مشمول تحریم تسلیحاتی سازمان ملل هستند.

مفهوم برخی اصطلاحات

سواپ (SWAP): معمولاً قراردادهای سواپ شامل یک مجموعه از جریان‌های نقدی است. در واقع، سواپ حالت کلی‌تر پیمان‌های آتی است که در آن به‌جای یک پرداخت با مجموعه‌ای از پرداخت‌ها مواجه هستیم. بنابراین، می‌توان سواپ را به‌عنوان مجموعه‌ای از پیمان‌های آتی در نظر گرفت. در هنگام انعقاد سواپ هیچ پولی بین طرفین معامله ردوبدل نمی‌شود. بنابراین، ارزش سواپ در زمان شروع آن معادل صفر است. البته سواپ‌های ارزی از این قاعده مستثنی هستند. در سواپ‌های ارزی طرفین معامله در هنگام انعقاد سواپ، مبلغ فرضی قرارداد (No-tional Value) را برحسب ارزش‌های مختلف با یکدیگر ردوبدل می‌کنند. همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، در سواپ طرفین معامله مجموعه‌ای از جریان‌های نقدی را معاوضه می‌کنند، بنابراین ما با تاریخ‌های پرداخت یا تاریخ‌های تسویه (Settlement Date) متعدد سروکار داریم. به دوره زمانی بین دو تاریخ تسویه، دوره تسویه (Settlement Period) می‌گویند. قراردادهای سواپ همیشه دارای یک تاریخ خاتمه (Termination Date) مشخص هست. در تاریخ خاتمه آخرین پرداخت توسط طرفین سواپ صورت می‌گیرد. تاریخ خاتمه را می‌توان مشابه تاریخ انقضاء در سایر انواع قراردادهای مشتقه در نظر گرفت. قراردادهای سواپ در بازار خارج از بورس و برحسب نیازهای خاص طرفین قرارداد معامله می‌شود. مشابه سایر قراردادهای مشتقه خارج بورس، قراردادهای سواپ نیز در معرض ریسک نکول قرار دارد. هر بار که یکی از طرفین سواپ نسبت به انجام تعهد خود مبنی بر پرداخت مبلغی که بر عهده اوست به‌طرف مقابل قصور کند، این ریسک عینیت می‌یابد. در واقع می‌توان گفت، قراردادهایی همچون سواپ در معرض ریسک اعتباری هستند.

پیمان آتی (Forward Contract): یک قرارداد استاندارد نشده و الزام‌آور بین دو طرف (فروشنده و خریدار) است که مبتنی بر خرید یا فروش یک کالا یا دارایی مالی معین، برای زمان مشخص در آینده با قیمت توافقی معین در روز انعقاد قرارداد است. این نوع قرارداد در مقابل قرارداد نقدی است که در آن طرفین به خرید و فروش دارایی در زمان امروز توافق

می‌کنند. قیمتی که روی آن توافق حاصل می‌شود قیمت تحویل نامیده می‌شود. در این قرارداد، نحوه و شرایط انجام معامله به صورت کامل و دقیق مشخص می‌شود و مواردی نظیر زمان و مکان تحویل دارایی موضوع قرارداد و کیفیت آن به طور روشن قید می‌شود. بر این اساس، می‌توان گفت پیمان‌های آتی بر مبنای نیازهای خاص طرفین پیمان تنظیم کرد (این موضوع یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های این ابزار مالی محسوب می‌شود).

بازار پیمان آتی بازاری اختصاصی است که فاقد مقررات خاصی است. هر معامله که موجب ایجاد تعهد بین طرفین معامله برای خرید یا فروش یک دارایی در آینده شود، نوعی پیمان آتی محسوب می‌شود. به دلیل شرایط اختصاصی این معاملات و استاندارد نبودن آن‌ها، معمولاً در گزارش‌های اقتصادی، آمار دقیقی (در مقایسه با سایر ابزارهای مالی استاندارد) از این قراردادها ذکر نمی‌گردد.

رسید سپرده آمریکایی (American depository receipt): یا رسید سپرده‌های آمریکایی (به اختصار: ADR) یک سپرده قانونی از سهام اوراق بهادار یک شرکت غیر آمریکایی است، که در بازارهای مالی ایالات متحده معامله می‌شود. سهام بسیاری از شرکت‌های غیر آمریکایی فعال در بازارهای بورس اوراق بهادار ایالات متحده، از طریق رسیدهای سپرده‌ای که در اختیار دارند، معامله می‌شود، که سود حاصل از این معاملات نیز به صورت سود سهام، به دلار آمریکا پرداخت می‌گردد و گاهی نیز ممکن است دقیقاً مانند برگه‌های سهام در بازارهای مالی معامله شوند. رسیدهای سپرده نیز همچون سایر اوراق بهادار در طول روزهای کاری در بازارهای تجاری ایالات متحده و از طریق نمایندگی‌های کارگزاری در این کشور معامله می‌شوند.

منابع

- Future Fund Board of Guardians of Australia, Statement of Investment Policies, September (2020).
- Investment Guidelines Pension Reserve Fund of Chile, Ministry of Finance, (2015).
- Statement of Investment Objectives, Policies, Return Expectations and Risk Management for the Investment Portfolios of the Base Canada Pension Plan and the Additional Canada Pension Plan, February, (2020).
- Statement on the Investment Principles of Pension Fund of Netherland (ABP), (2016).



تهران، خیابان شریعتی، نرسیده به میدان قدس، کوچه محوی، پلاک ۴، واحد ۱۰۱

تلفن: ۰۲۱-۲۲۷۰۳۴۶۵	دورنگار: ۰۲۱-۲۲۷۰۲۹۰۳
info@saba-psi.ir	www.saba-psi.ir