



قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی

۱۱۳

مؤسسه راهبردهای بازنشستگی صبا

۱۴۰۰

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

قاعده شخص محتاط در صندوق های بازنشستگی

تهیه کننده:

نسرین ابراهیمی

گروه مطالعات سرمایه گذاری و بازارهای مالی

موسسه راهبردهای بازنشستگی صبا

«نهاد پژوهشی صندوق بازنشستگی کشوری»

۱۴۰۰



مؤسسه راهبردهای
بازنشستگی صبا

قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی

تهیه‌کننده: نسرين ابراهيمی

نوبت چاپ: اول ۱۴۰۰

صفحه‌آرایی و چاپ: سروش آفتاب فردا

شماره مسلسل: ۱۱۳

کد گزارش: ۰۰۳۰۲۰۰۱۴

تاریخ انتشار: ۱۴۰۰/۰۷/۰۶

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

۱۰۱ کدپستی: ۱۹۳۴۶۱۳۷۸۱ تلفن: ۰۲۱-۲۲۷۰۳۴۶۵-۰۲۱ دورنگار: ۰۲۱-۲۲۷۰۲۹۰۳

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 ۱
- ۲- تعریف و ویژگی‌های قاعده شخص محتاط ۲
- ۳- پیشینه تاریخی قاعده شخص محتاط ۸
- ۴- کاربرد قاعده شخص محتاط ۱۱
- ۵- رهنمودهای نهادهای سازمان‌های بین‌المللی در خصوص قاعده شخص محتاط ۱۹
- ۶- نمونه‌های موردی قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی ۲۳
- ۷- عوامل اجرای موفق قاعده شخص محتاط ۲۵
- ۸- قاعده شخص محتاط یا محدودیت‌های کمی؟ ۲۷
- ۹- جمع‌بندی ۲۸
- ۳۰- منابع و مأخذ ۳۰

۱- مقدمه

اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی (ISSA) رهنمودهایی را برای نهادهای تأمین اجتماعی ارائه می‌دهد. در این بین، «الزام به رعایت اصل شخص محتاط در سرمایه‌گذاری» یکی از موضوعات مهمی است که این اتحادیه در رهنمودهای خود به ویژه در رهنمودهای سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی و همچنین در رهنمودهای حکمرانی خوب نهادهای تأمین اجتماعی، صراحتاً به آن اشاره می‌کند.^۱ در این رهنمودها تأکید می‌شود که هیئت مدیره و مدیریت در خصوص مدیریت دارایی‌های نهاد تأمین اجتماعی وظیفه امانت‌داری بر عهده دارند و باید در انجام این وظیفه همان مراقبت، تلاش و مهارتی را داشته باشند که یک فرد محتاط منطقی در شرایط مشابه دارد.

دلیل تأکید ISSA روی رعایت اصل شخص محتاط را می‌توان در مقررات تنظیمی نهادهای تأمین اجتماعی در مورد نحوه مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های آن‌ها جست‌وجو کرد. در این خصوص باید گفت، تنظیم‌گری و نظارت بر دارایی‌های این نهادها دو هدف اصلی را به دنبال دارد: اول، اطمینان از ایمنی و امنیت آن دارایی‌ها و دوم، ایجاد محیطی که در آن مدیریت دارایی بتواند بهترین بازدهی را در سطح قابل قبولی از ریسک به دست آورد. برای دستیابی به این اهداف ممکن است مدیریت دارایی‌ها با معیارهای کمی تنظیم شود؛ یعنی تعیین محدودیت‌های کمی مشخص بر روی انواع دارایی‌هایی که این نهادها در آن‌ها سرمایه‌گذاری

۱. «اصل شخص محتاط» در رهنمودهای سرمایه‌گذاری و حکمرانی خوب ایسا (نسخه ۲۰۱۹)، به ترتیب در رهنمودهای شماره ۲۵ و شماره ۴۴ آورده شده است.

می‌کنند. همچنین، ممکن است این اهداف بر اساس قاعده‌ای که یک استاندارد رفتاری است و اصطلاحاً قاعده شخص محتاط نامیده می‌شود، به دست آیند. زیرا به کارگیری این قاعده، به‌طور قابل توجهی مدیریت ماجراجویانه دارایی‌ها را محدود می‌کند. این امکان نیز وجود دارد که ترکیبی از این دو رویکرد برای رسیدن به اهداف مورد نظر به کار گرفته شود.

در بین دو رویکرد مطرح شده، رویکرد محدودیت‌های کمی به آسانی قابل درک است. زیرا در این رویکرد، آن دسته از دارایی‌ها که نگهداری آن‌ها محدود یا ممنوع است، معمولاً دارایی‌هایی با نوسان قیمت بالا و/یا نقدشوندگی کم و/یا ریسک اعتباری بالا (مانند سهام، مستغلات و دارایی‌های خارجی) هستند. در این رویکرد، تمرکز روی خود گزینه‌های سرمایه‌گذاری است. اما در تعریف قاعده شخص محتاط گفته می‌شود که سرمایه‌گذاری باید طوری انجام شود که به نظر می‌رسد «با احتیاط» است. واضح است که قاعده شخص محتاط بر رفتار شخص تصمیم‌گیرنده تمرکز دارد. به همین دلیل درک کافی از پارامترهای دقیق این قاعده وجود ندارد. در واقع، به دلیل جهت‌گیری رفتاری قاعده شخص محتاط، این قاعده به آسانی محدودیت‌های کمی قابل درک نیست. به همین دلیل، گزارش پیش‌رو به نحوی تنظیم شده است که از طریق بیان ویژگی‌های قاعده شخص محتاط، پیشینه و کاربرد آن، آشنایی مقدماتی با این قاعده در حوزه مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های بازنشستگی حاصل شود.

۲- تعریف و ویژگی‌های قاعده شخص محتاط

قاعده شخص محتاط را می‌توان به‌طور کلی بر اساس اصل گسترده زیر بیان کرد: «شخص امانت‌دار باید وظایف خود را با مراقبت، مهارت، احتیاط و تلاش کافی، مانند یک شخص محتاط هنگام انجام فعالیت‌هایی مشابه، انجام دهد.» به منظور ارائه یک تعریف از قاعده شخص محتاط در خصوص مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های بازنشستگی، باید این اصل متناسب با ماهیت و چارچوب فعالیت صندوق‌های بازنشستگی تبیین شود.

بر اساس اصل فوق، قاعده شخص محتاط ریشه در قانون «امانت» دارد. امانت مفهومی از قانون انگلوساکسون است که در آن گروه مشخصی از دارایی‌ها توسط متولیان (امانت‌داران) به نفع طرف دیگر (ذینفع) مدیریت می‌شود. بر این اساس، اعضای یک طرح یا صندوق بازنشستگی، ذینفع بوده و امانت نیز همان دارایی‌های طرح یا صندوق بازنشستگی است. بنابراین، «قاعده شخص محتاط» در صندوق‌های بازنشستگی، معیاری است که افراد اداره‌کننده این امانت (متولیان یا امانت‌داران) باید بر اساس آن به مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های صندوق بپردازند.

«امانت» از نظر حقوقی، دارایی‌های طرح یا صندوق بازنشستگی را از سایر پول‌ها جدا می‌کند. این تفکیک بدین معنی است که صرفاً وظیفه مدیریت دارایی‌های بازنشستگی به متولیان یا نهادهای مالی سپرده شده است و این دارایی‌ها متعلق به آن‌ها و یا حتی حامیان کارفرمایان نیست. به عبارت دیگر، دارایی‌های بازنشستگی متمایز و متفاوت از دارایی‌های متعلق به متولیان، حامیان کارفرمایان یا نهادهای مالی مدیریت‌کننده است. به علاوه، دارایی‌های بازنشستگی از سایر دارایی‌های دیگر تحت سرپرستی و مدیریت متولیان، حامیان کارفرمایان یا نهادهای مالی مدیریت‌کننده، نیز متفاوت و متمایز است. اهمیت این تفکیک حقوقی دارایی‌های بازنشستگی در این است که تا حد زیادی از آن‌ها در برابر طلبکاران حامیان کارفرمایان، متولیان و نهادهای مالی مرتبط با طرح یا صندوق بازنشستگی محافظت می‌کند.

البته قاعده شخص محتاط را می‌توان با اشکال مختلف حقوقی در کشورهای فاقد قانون امانت نیز وضع و اعمال کرد. برای مثال، قانون قراردادهای می‌تواند به‌عنوان مبنایی برای ایجاد و اجرای این قاعده برای مقامات صندوق بازنشستگی و مدیران سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. مطابق با اصل کلی مطرح شده، یکی از ویژگی‌های قاعده شخص محتاط این است که این قاعده بیشتر یک قاعده رفتار-محور^۲ است تا اینکه یک قاعده متمرکز بر نتیجه^۳ باشد.

1. Trust

2. Behaviourally-oriented

3. Outcome-focused

بنابراین می‌توان گفت قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی بر این موضوع تمرکز دارد که متولیان یا امانت‌داران چگونه تعهدات خود در رابطه با طرح بازنشستگی را انجام می‌دهند. به عبارت دیگر، تمرکز قاعده بر نحوه تصمیم‌گیری آن‌ها در خصوص سرمایه‌گذاری است. به نحوی که متولیان یا امانت‌داران نه با یک ارزیابی گذشته‌نگر در مورد موفقیت تصمیمات سرمایه‌گذاری‌شان، بلکه بر اساس اینکه آیا آن‌ها از فرآیند معقولی در رسیدن به تصمیمات خود پیروی کرده‌اند یا خیر، قضاوت می‌شوند. به زبان ساده‌تر، تمرکز روی این امر است که امانت‌دار در انتخاب سرمایه‌گذاری خود چگونه عمل کرده است، نه اینکه آیا سرمایه‌گذاری‌هایش موفق بوده یا شکست خورده است. لانگسترث^۱ (۱۹۸۶) در مقاله کاری خود در این خصوص توضیح داده است که:

«محتاط بودن باید عمدتاً در فرآیند توسعه، تصویب، اجرا و نظارت استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گیرد. برای نشان دادن احتیاط، به جای تعریف ریسک‌هایی که جوانب احتیاط را رعایت نمی‌کنند، باید فرآیندی را تعریف کرد که از طریق آن ریسک‌ها مدیریت می‌شوند. طبق یک الگوی مدرن، هیچ سرمایه‌گذاری به‌خودی‌خود بی‌احتیاط نیست. محصولات و تکنیک‌های سرمایه‌گذاری اساساً خنثی هستند؛ بدین معنی که به صورت ذاتی ویژگی محتاطانه بودن یا نبودن را ندارند، بلکه باید نحوه استفاده از آن‌ها و نحوه تصمیم‌گیری در مورد استفاده از آن‌ها مورد بررسی قرار گیرد تا مشخص شود که آیا استاندارد احتیاط رعایت شده است یا خیر. بر این اساس حتی ممکن است در غیرمتعارف‌ترین سرمایه‌گذاری‌ها با تعریف یک فرآیند مناسب، استاندارد احتیاط رعایت شود، اما در محافظه‌کارترین سرمایه‌گذاری‌ها به دلیل نبود فرآیند مناسب، جنبه احتیاط رعایت نشود.»

انجام وظیفه به صورت محتاطانه، یک استاندارد را در خصوص نحوه رفتار بر متولیان و امانت‌داران تحمیل می‌کند که بر اساس این استاندارد متولیان و امانت‌داران باید «مراقبت و مهارتی» را هنگام انجام وظیفه خود به کار ببرند که اشخاص محتاط معمولی در برخورد با اموال خود به کار می‌برند. این امر مستلزم آن است که متولیان و امانت‌داران از یک سطح

1. Longstreth

کافی آشنایی با امانت و همچنین یک سطح کافی از مراقبت و مهارت برای انجام مناسب مسئولیت‌های خود برخوردار باشند.

در صندوق‌های بازنشستگی، امانت‌داران برای به‌دست آوردن سطح کافی از مهارت‌های مطابق با استانداردهای اشخاص محتاط، می‌توانند از متخصصان مربوط مشاوره بگیرند و فعالیت‌های مختلف را به اشخاص دارای مهارت لازم واگذار کنند. هنگام استخدام متخصص، امانت‌داران باید سه نکته را در نظر داشته باشند. اول اینکه، آن‌ها موظف به بررسی صحیح صلاحیت متخصص هستند. زیرا حتی در حالتی که امانت‌داران انجام وظایف را به اشخاص متخصص واگذار می‌کنند، کماکان خودشان مسئول رصد و بررسی فعالیت‌های واگذار شده هستند تا اطمینان حاصل شود که این فعالیت‌ها به درستی و با احتیاط انجام می‌شوند. این مسئولیت شامل رصد و نظارت بر مدیران سرمایه‌گذاری بر اساس یک سیاست سرمایه‌گذاری و رویه نظارتی است. دوم اینکه، آن‌ها باید با ارائه کامل، دقیق و کافی اطلاعات در خصوص ماهیت و نیازهای امانت، زمینه آشنایی کافی را برای متخصص فراهم کنند. سوم اینکه، امانت‌داران باید اطمینان حاصل کنند که منافع متخصصان استخدام‌شده به اندازه کافی با منافع صندوق بازنشستگی مطابقت دارد. برای کسب چنین اطمینانی، آن‌ها باید به این ارزیابی بپردازند که آیا متخصصان استخدام‌شده دارای تضاد منافع با صندوق هستند یا خیر. زیرا وجود تضاد منافع می‌تواند انگیزه‌هایی را برای عمل برخلاف منافع صندوق ایجاد کند. علاوه بر آنچه تا کنون گفته شد، قاعده شخص محتاط یک ویژگی مهم دارد مبنی بر این که این قاعده با یک سری قواعد دیگر همراه است. برخی معتقدند این قواعد در خود قاعده شخص محتاط مستتر هستند. قواعد مورد نظر عبارتند از: «وظیفه وفاداری»^۱ و «اصل تنوع»^۲.

در خصوص صندوق‌های بازنشستگی باید گفت وظیفه وفاداری، امانت‌داران یا متولیان را ملزم می‌کند تا امانت، طرح یا صندوق را صرفاً به نفع اعضای آن‌ها اداره کنند. ممنوعیت

1. The Duty of Loyalty

2. The Principle of Diversification

معامله شخصی در خصوص دارایی‌های امانتی و انجام سایر معاملاتی که بر خلاف منافع اعضای طرح بازنشستگی هستند، به یک معنا، تنها نتیجه وظیفه وفاداری است. این ممنوعیت‌ها به نوعی بیان‌کننده تعهداتی است که در قاعده شخص محتاط بیان می‌شود؛ بدین معنی که منافع امانت‌داران و متولیان نباید با منافع اعضای طرح بازنشستگی در تضاد باشد. این ممنوعیت‌ها اغلب به‌طور جداگانه و صریح در قوانین یا مقررات بیان می‌شوند، اما ممکن است به‌طور ضمنی در وظیفه وفاداری نیز گنجانده شوند.

اصل تنوع مستلزم متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی است. بر اساس این اصل، برای جلوگیری از تمرکز بی‌دلیل سرمایه‌گذاری و انباشت ریسک مرتبط در پرتفوی، تنوع هم در بین انواع طبقات دارایی و هم در هر طبقه از دارایی لازم است. اصل تنوع اغلب به عنوان یک قاعده صریح اما عموماً بدون محدودیت‌های کمی مشخص بیان می‌شود. در واقع، مقررات محدودیت‌های کمی، همان اصل تنوع‌بخشی است که به شکل صریح و عددی بیان شده است و نه به شکل یک اصل کلی.

وظایف احتیاط، وفاداری و تنوع در مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های بازنشستگی از اهمیت فوق‌العاده‌ای برخوردار هستند. زیرا بدون تصریح انجام این وظایف، امانت‌داران یا متولیان برای مدیریت دارایی‌های بازنشستگی با اختیارات گسترده، اما محدودیت‌ها و رهنمودهای اندک روبه‌رو هستند. این در حالی است که با اجرای این وظایف، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در چارچوبی از یک رفتار منطقی قرار می‌گیرد و مدیریت ماجراجویانه دارایی‌های بازنشستگی به‌طور قابل توجهی محدود می‌شود.

پس از تبیین ابعاد و ویژگی‌های قاعده کلی شخص محتاط متناسب با حوزه بازنشستگی، اکنون می‌توان تعریفی از این قاعده در خصوص مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی ارائه کرد.

«منظور از قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی این است که دارایی‌های صندوق به عنوان نوعی امانت از سوی ذینفعان صندوق جهت مدیریت به امانت‌داران یا

متولیان سپرده می‌شوند. بنابراین، این دارایی‌ها از نظر حقوقی متمایز از دارایی‌های متعلق به خود امانت‌داران یا متولیان و سایر دارایی‌های تحت مدیریت آن‌ها هستند. در نتیجه، این دارایی‌ها تا حد زیادی در برابر طلبکاران حامیان کارفرمایان، متولیان و نهادهای مالی مرتبط با صندوق بازنشستگی مصون هستند.

امانت‌داران یا متولیان هنگام مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌ها، ملزم به انجام سه وظیفه مهم به شرح زیر هستند:

- **احتیاط:** امانت‌داران یا متولیان باید در فرآیند توسعه، تصویب، اجرا و نظارت استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، جوانب احتیاط را رعایت کنند. برای نشان دادن احتیاط، به جای تعریف ریسک‌هایی که جوانب احتیاط را رعایت نمی‌کنند، باید فرآیندی را تعریف کرد که از طریق آن ریسک‌ها مدیریت می‌شوند. در واقع، امانت‌داران یا متولیان باید نحوه استفاده از محصولات و تکنیک‌های سرمایه‌گذاری و همچنین، نحوه تصمیم‌گیری در مورد استفاده از آن‌ها را مورد بررسی قرار دهند تا مشخص شود که آیا استاندارد احتیاط رعایت شده است یا خیر. این استاندارد رفتاری به نحوی است که امانت‌داران یا متولیان را ملزم می‌کند هنگام انجام وظیفه خود مراقبت و مهارتی را به کار ببرند که افراد محتاط معمولی در برخورد با اموال خود به کار می‌برند. برای انجام این وظیفه، متولیان یا امانت‌داران می‌توانند از متخصصان مربوط مشاوره بگیرند و انجام فعالیت‌های مختلف را به افراد دارای مهارت مطابق با استاندارد افراد محتاط واگذار کنند. در صورت واگذاری، امانت‌داران یا متولیان مسئولیت رصد و نظارت بر این متخصصان بر اساس یک سیاست سرمایه‌گذاری و رویه نظارتی، و همچنین ارزیابی عدم تضاد منافع آن‌ها با منافع صندوق را بر عهده دارند.
- **وفاداری:** بر اساس وظیفه وفاداری، امانت‌داران یا متولیان باید امانت را صرفاً به نفع اعضای صندوق اداره کنند. در نتیجه، انجام معامله شخصی در خصوص دارایی‌های

امانتی و سایر معاملاتی که بر خلاف منافع اعضای صندوق باشد، ممنوع است. این ممنوعیت‌ها اغلب به‌طور جداگانه و صریح در قوانین یا مقررات بیان می‌شوند.

- **تنوع:** به منظور جلوگیری از تمرکز بی‌دلیل سرمایه‌گذاری و انباشت ریسک، باید متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری هم در بین انواع طبقات دارایی و هم در هر طبقه از دارایی در دستور کار قرار گیرد.

الزام به اجرای وظایف احتیاط، وفاداری و تنوع، منجر به انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس یک رفتار منطقی می‌شود و مدیریت ماجراجویانه دارایی‌های بازنشستگی را به‌طور قابل توجهی محدود می‌کند.»

۳- پیشینه تاریخی قاعده شخص محتاط

از نظر تاریخی، قاعده شخص محتاط از طریق رویه‌های قضایی در حوزه‌های قانون عرفی^۱ در انگلستان و ایالات متحده شکل گرفته است. وظیفه امانت‌داری در این دو کشور در قرن نوزدهم به دلیل محدودیت‌های قانونی برای سرمایه‌گذاری‌های امانی یک وظیفه محافظه‌کارانه محسوب می‌شد، زیرا تنها وظیفه امانت‌دار حفظ سرمایه اصلی بود. بر این اساس، امانت‌دار بیشتر به‌عنوان محافظ ثروت تلقی می‌شد. با این حال، با توسعه بازارها و امکانات جدید سرمایه‌گذاری، این درک محدود از امانت‌داری تغییر کرد. شکل اولیه قاعده «شخص محتاط» به نوعی در پرونده معروف کالج هاروارد علیه آموری^۲ که توسط دادگاه عالی قضایی ماساچوست در ایالات متحده در سال ۱۸۳۰ مورد بررسی قرار گرفت، بیان شد. این دادگاه اعلام کرد:

«تنها چیزی که می‌توان از امانت‌دار برای سرمایه‌گذاری خواست این است که او باید رفتار وفادارانه داشته و در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود از صلاح‌دید صحیح استفاده کند. امانت‌دار باید در تصمیمات خود به‌جای استفاده از حدس و گمان (سفته‌بازی) ببیند یک

1. Common law

2. Harvard College v. Amory

شخص محتاط، با بصیرت و هوشمند چگونه امور خود را در زمینه سرمایه‌گذاری مدیریت می‌کند.»

این قاعده که مشتمل بر رویکرد رفتاری یا فرآیند-محور و وظیفه وفاداری است، محدودیت‌های نامناسب در مورد انواع خاصی از سرمایه‌گذاری‌ها را رد کرد و همچنین، کسب بازدهی علاوه بر اصل سرمایه را یک امر قانونی و مشروع اعلام کرد. به علاوه، این قاعده یک مفهوم ابتدایی از ریسک را مطابق با درک معاصر از آن ارائه داد: «تمام تصمیمات سرمایه‌گذاری با ریسک همراه است و بنابراین، حتی یک سرمایه‌گذاری با احتیاط نیز می‌تواند به نتیجه بدی ختم شود.»

بعدها شکل مدرن این قاعده اغلب بر اساس یک زبان قانونی و مقررات مشخص بیان می‌شد که یا با قانون عرفی مطابقت داشت یا آن را به منظور تطبیق بهتر با شیوه‌های صندوق‌های بازنشستگی معاصر و تئوری سرمایه‌گذاری مدرن تغییر می‌داد. برای مثال، اگرچه قاعده شخص محتاط که در مورد بازنشستگی در انگلستان و ایالات متحده اعمال می‌شود مبتنی بر قوانین عرفی است، اما بر اساس شرایط حاکم در فضای بازنشستگی، تعدیل شده است (در انگلستان مطابق با قانون بازنشستگی ۱۹۹۵، و در ایالات متحده مطابق با قانون امنیت درآمد بازنشستگی کارکنان (۱۹۷۴)^۱. با این حال، در این دو کشور همچنان قوه قضائیه نقش مهمی در تعریف، تفسیر و اعمال قاعده ایفا می‌کند.

قبل از اینکه اصل شخص محتاط در سطح اتحادیه اروپا طرح شود، کشورهای عضو به‌طور کلی محدودیت‌های کمی را به کار می‌گرفتند. این محدودیت‌ها به دلایلی مورد انتقاد قرار گرفتند از جمله این که منجر به بازدهی کمتری می‌شوند، در مواقع لزوم برای تعدیل و انطباق با استراتژی‌های سرمایه‌گذاری انعطاف‌ناپذیر هستند و رقابت بین سرمایه‌گذاران را کم‌رنگ می‌کنند. یک بررسی در سال ۱۹۹۸ نشان داد که در بین اعضای OECD، کشورهایی که قاعده شخص محتاط را اعمال کرده‌اند در مقایسه با کشورهایی که محدودیت‌های کمی را

۱. توضیحات بیشتر در خصوص تفاوت‌های شکل اولیه و مدرن قاعده و همچنین، قوانین مورد نظر در دو کشور انگلستان و ایالات متحده، در بخش چهارم گزارش حاضر ارائه می‌شود.

به کارگرفته‌اند، نرخ بالاتری از سرمایه‌گذاری در سهام را داشته و در طول دوره ۱۹۹۰-۱۹۶۷ نرخ بازده بالاتری را به دست آورده‌اند. این امر به تغییر سیاست در اتحادیه اروپا و تصویب اصل شخص محتاط در رهنمود ۲۰۰۳/۴۱ در مورد فعالیت‌ها و نظارت بر نهادهای ارائه‌دهنده بازنشستگی شغلی کمک کرد.

قاعده شخص محتاط در ماده ۱۸ رهنمود ۲۰۰۳/۴۱ برای نهادهای ارائه‌دهنده بازنشستگی شغلی^۱ (IORP) تعریف شده است.^۲ هدف از این قاعده تضمین تنوع کافی است، بنابراین از مزایایگیران (بازنشستگان) در برابر ورشکستگی صندوق‌های بازنشستگی، بازدهی‌های پایین و ناتوانی در پرداخت مستمری بازنشستگی و سایر ریسک‌های ذاتی سرمایه‌گذاری محافظت می‌کند. قاعده شخص محتاط اتحادیه اروپا بر روند و رفتار شخصی که سرمایه‌گذاری می‌کند، متمرکز است. این قاعده، صندوق‌های بازنشستگی را ملزم می‌کند که به جای محدودیت‌های کمی در پرتفوی خود، از یک سیستم کنترل و توازن داخلی قوی و یک سیستم حکمرانی استفاده کنند. با این حال، برخی از قوانین در زمینه سرمایه‌گذاری هنوز در دستورالعمل اتحادیه اروپا وجود دارد و به‌کارگیری اصول کمی سرمایه‌گذاری هنوز تحت شرایط خاصی مجاز است.

پس از رهنمود ۲۰۰۳، رهنمود توانگری مالی II در سال ۲۰۰۹ توسط سازمان بیمه و بازنشستگی شغلی اتحادیه اروپا^۳ (EIOPA) تصویب شد. هدف این رهنمود ارائه یک چارچوب حقوقی برای شرکت‌های بیمه و بیمه‌های اتکایی برای انجام فعالیت‌های بیمه‌ای در سراسر بازار داخلی اتحادیه اروپا بود. توانگری مالی II مشابه رهنمود سال ۲۰۰۳، به دنبال گذار از رویکرد مبتنی بر محدودیت‌های کمی به رویکرد مبتنی بر ریسک و رویه-محور برای سرمایه‌گذاری بود. به همین دلیل، «اصل شخص محتاط» برای سرمایه‌گذاری‌های انجام شده توسط شرکت‌های بیمه و بیمه‌های اتکایی به صورت قانون‌گذاری یکپارچه معرفی شد.

1. Institutions for occupational retirement provision

۲. آخرین نسخه به‌روز رسانی شده این رهنمود مربوط به سال ۲۰۱۶ است و قاعده شخص محتاط در این نسخه در ماده ۱۹ تعریف شده است.

3. European Insurance and Occupational Pensions Authority

اصل شخص محتاط در رکن دوم رهنمود توانگری مالی II که مربوط به الزامات کیفی است، آمده است. الزامات کیفی از طریق الزامی نمودن استانداردهای رفتاری برای سرمایه‌گذار به‌عنوان مکمل الزامات کمی مورد استفاده قرار می‌گیرند. در این رهنمود چنین آمده است:

«شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی باید دارایی‌هایی با کیفیت کافی برای پوشش نیازهای کلی مالی خود را داشته باشند. کلیه سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌های بیمه و بیمه اتکایی باید مطابق اصل «شخص محتاط» مدیریت شود.»

۴- کاربرد قاعده شخص محتاط

در این بخش ابتدا برخی از جزئیات قوانین انگلستان، ایالات متحده و هلند در مورد به کارگیری قاعده شخص محتاط در زمینه بازنشستگی ارائه می‌شود. نکته قابل توجه در این بخش، وجود مواد قانونی در این کشورها برای قاعده شخص محتاط به صورت کلی، و تعدیل آن‌ها متناسب با قوانین حوزه بازنشستگی است. به طوری که در صورت وجود اختلاف بر سر رعایت یا عدم رعایت این قاعده، دادگاه‌ها بر اساس مواد قانونی به بررسی این اختلاف می‌پردازند. به منظور روشن شدن این موضوع، پس از بررسی جزئیات قوانین در کشورهای منتخب، یک نمونه موردی در خصوص رسیدگی دادگاه به اختلاف نظر درباره محتاطانه بودن ترکیب دارایی‌های یک صندوق بازنشستگی در کشور هلند، آورده می‌شود.

در ادامه و در قسمت دوم از بخش حاضر، با اشاره به متفاوت بودن تفسیر، تنظیم و اعمال قاعده شخص محتاط، برخی نکات کلی در مورد قابلیت کاربرد و انعطاف‌پذیری این قاعده مرور می‌شود.

۴-۱- کاربرد قاعده شخص محتاط در کشورهای منتخب

انگلستان

در انگلستان، وظایف و اختیارات نهادهای ارائه‌دهنده بازنشستگی شغلی از سه منبع نشأت می‌گیرد: (۱) سند اعتماد و قوانین طرح بازنشستگی؛ (۲) قانون عمومی و اصول حقوق صاحبان

سهام قابل اجرا برای معتمدین، که ترکیبی از چند قانون از جمله قانون متولیان ۱۹۲۵ و حقوق قضایی است، و ۳) قانون ویژه متولیان طرح‌های بازنشستگی شغلی، که عمدتاً در قانون بازنشستگی ۱۹۹۵ و قانون طرح‌های بازنشستگی ۲۰۱۵ ارائه شده است.

به طور کلی، نهادهای ارائه‌دهنده بازنشستگی شغلی در انگلستان موظف به مراقبت معقول، و به کارگیری احتیاط و تلاشی هستند که یک تاجر در انجام امور خود به کار می‌برد. علاوه بر این، با توجه به بندهای ۳۳-۳۶ قانون بازنشستگی ۱۹۹۵، طبق اصول سرمایه‌گذاری، یک صندوق بازنشستگی باید اطمینان حاصل کند که بیانیه‌ای کتبی از اصول حاکم بر تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری برای اهداف طرح تهیه و نگهداری شده، و گاه‌به‌گاه مورد بازنگری قرار می‌گیرد. این قانون تصریح می‌کند که سیاست سرمایه‌گذاری باید شامل این موارد باشد:

الف) انواع سرمایه‌گذاری‌هایی که باید انجام شود؛

ب) تعادل بین انواع مختلف سرمایه‌گذاری‌ها؛

ج) ریسک‌ها؛

د) بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌ها؛

ه) تحقق سرمایه‌گذاری‌ها؛ و

و) سایر موارد.

قانون در انگلستان همچنین، سرمایه‌گذاری‌های مربوط به کارفرمایان (سرمایه‌گذاری شخصی) را با استفاده از محدودیت کمی و صریح محدود می‌کند. برای مثال، این نوع سرمایه‌گذاری‌ها به ۵ درصد از دارایی‌های طرح بازنشستگی محدود می‌شود. به علاوه، اعطای وام به کارفرما نیز کاملاً ممنوع است.

ایالات متحده

ایالات متحده در سال ۱۹۷۴ قانون امنیت درآمد بازنشستگی کارکنان را تصویب کرد. بخش ۴۰۴ این قانون، استانداردهای کلی رفتار امانت‌داری را ارائه می‌دهد و از متولیان و امانت‌داران

طرح بازنشستگی می‌خواهد که وظایف خود را به نحوی انجام دهند که:

- صرفاً نفع ذی‌نفعان و مزایابگیران را در نظر داشته باشند؛
- هدف صرفاً تأمین مزایا باشد و هزینه‌های اجرای طرح به صورت معقول خرج شود؛
- همانند رفتار یک شخص محتاط هنگام انجام فعالیت‌هایی مشابه، باید مبنای عمل بر مراقبت، مهارت، احتیاط و تلاش کافی باشد؛
- سرمایه‌گذاری‌ها متنوع باشد تا بتوان ریسک وقوع خسارت‌های بزرگ را به حداقل رساند. حالت استثنا در این مورد مربوط به شرایطی است که کاملاً روشن باشد که تصمیم بر عدم تنوع سبد سرمایه‌گذاری بر اساس احتیاط اتخاذ شده است؛ و
- با اسناد طرح بازنشستگی مطابقت داشته باشند.

بر خلاف قوانین انگلستان، قانون بازنشستگی ایالات متحده به‌طور صریح متولیان طرح بازنشستگی را ملزم به ایجاد «سیاست سرمایه‌گذاری» نمی‌کند. با این حال وزارت کار ایالات متحده، تهیه چنین سیاستی و استفاده از آن را تشویق کرده است.

مشابه قوانین انگلستان، در ایالات متحده با ضمیمه کردن یک استاندارد عمومی به قانون بازنشستگی، به‌طور صریح به موضوع سرمایه‌گذاری شخصی پرداخته شده است. این استاندارد، محدودیت‌های کمی قابل توجهی را روی دارایی‌های طرح بازنشستگی اعمال می‌کند. به نحوی که به‌طور کلی ۱۰ درصد از دارایی‌های طرح می‌تواند مربوط به خرید و نگهداری اوراق بهادار کارفرما و مستغلات باشد. همچنین، این استاندارد به‌طور صریح معاملات مشخص متعدد بین امانت‌داران طرح و طرف‌های ذی‌نفع وابسته به طرح را ممنوع می‌کند.

وزارت کار ایالات متحده در خصوص استاندارد مذکور به‌طور خاص تصریح می‌کند که استاندارد قانونی باید به این صورت تفسیر شود که: «رعایت احتیاط در مورد یک تصمیم سرمایه‌گذاری خاص نباید بدون در نظر گرفتن نقشی که این سرمایه‌گذاری پیشنهادی یا شیوه عمل آن به صورت کلی در پرتفوی ایفا می‌کند، مورد قضاوت قرار گیرد.»

در تفسیر قانون موضوعه، هم وزارت کار و هم دادگاه‌های ایالات متحده بر اهمیت «فرآیند» تاکید کرده‌اند. اظهارات نظارتی این وزارتخانه نشان می‌دهد که امانت‌داران باید:

- در ارزیابی سرمایه‌گذاری به همه عوامل مرتبط «توجه مناسب» داشته باشند؛
 - از روش‌های مناسب برای بررسی، ارزیابی و ساختار سرمایه‌گذاری استفاده کنند؛
 - مطابق با نحوه عمل اشخاصی که توانایی و آشنایی با چنین موضوعاتی دارند، رفتار کنند؛ و
 - هنگام تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری باید قضاوت مستقل داشته باشند.
- البته مقام تنظیم‌گر از ایجاد فهرستی از سرمایه‌گذاری‌ها یا تکنیک‌های سرمایه‌گذاری که ممکن است ذاتاً مجاز یا غیرمجاز تلقی شوند، خودداری می‌کند.

هلند

استاندارد شخص محتاط تحت قانون بازنشستگی هلند مصوب سال ۲۰۰۷ به همراه قانون برنامه‌های بازنشستگی اجباری شغلی، به عنوان قوانین تنظیمی نهادهای ارائه‌دهنده بازنشستگی شغلی در هلند مورد استفاده قرار می‌گیرند. بر اساس قانون بازنشستگی هلند، قاعده شخص محتاط یک استاندارد باز است که در بند (۱) ماده ۱۳۵ به شرح زیر بیان شده است:

صندوق بازنشستگی مطابق با قاعده شخص محتاط و به‌طور خاص بر اساس شرایط زیر، سیاست سرمایه‌گذاری را در پیش می‌گیرد:

- دارایی‌ها به نفع مزایاگیران و بازنشستگان سرمایه‌گذاری می‌شوند؛
- سرمایه‌گذاری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر حداکثر می‌تواند معادل ۵ درصد سبد سرمایه‌گذاری صندوق باشد؛

○ در صورتی که شرکت مورد نظر شامل گروهی از شرکت‌ها باشد، حداکثر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مربوط به این گروه می‌تواند معادل ۱۰ درصد سبد سرمایه‌گذاری صندوق باشد.

○ در صورتی که گروهی از شرکت‌ها به صندوق حق بیمه پرداخت کنند، سرمایه‌گذاری صندوق در این شرکت‌ها با در نظر گرفتن نیاز به تنوع مناسب، باید با احتیاط انجام شود.

● ارزش سرمایه‌گذاری‌ها به قیمت بازار تعیین می‌شود.

همان‌طور که ملاحظه می‌شود، قاعده هلندی شخص محتاط ترکیبی از اصل وفاداری و محدودیت‌های کمی مربوط به سرمایه‌گذاری است. در تبصره این ماده قانونی نیز در رابطه با قاعده شخص محتاط چنین آمده است:

«قاعده شخص محتاط به‌عنوان نقطه آغازین برای نظارت بر سرمایه‌گذاری‌ها انتخاب شده است. آنچه در این خصوص حائز اهمیت است این است که سرمایه‌گذاری باید با اصول امنیت، کیفیت و تنوع ریسک مطابقت داشته باشد. بدین منظور، یک انتخاب مهم در سطح اروپا به نفع نظارت کیفی بر سرمایه‌گذاری‌ها به جای محدودیت‌های کمی (که سال‌هاست مبنای نظارت مالی صندوق‌های بازنشستگی در بسیاری از کشورهای عضو اتحادیه اروپا است)، در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها انجام شده است. قوانین کیفی امکان برخورد بهتر و با دقت بیشتر با شرایط فردی (در رابطه با سرمایه‌گذاری) را در مقایسه با معیارهای کمی ثابت ممکن می‌سازد. منافع اعضا و بازنشستگان با این کار بسیار بهتر تامین می‌شود. روی دیگر سکه این است که نظارت بر اساس معیارهای کیفی دشوارتر از نظارت بر اساس معیارهای کمی است.»

به‌طور کلی می‌توان گفت قاعده شخص محتاط در هلند به عنوان یک اصل انعطاف‌پذیر درک می‌شود که مستلزم احتیاط در سرمایه‌گذاری به نام بازنشستگان است. بنابراین، صندوق‌های بازنشستگی نباید سرمایه‌گذاری خود را صرفاً با محدودیت‌های کمی محدود کنند.

نمونه موردی بررسی قاعده شخص محتاط در هلند

در کشور هلند، بانک ملی هلند مسئول نظارت محتاطانه بر صندوق‌های بازنشستگی است. در

یک نمونه موردی، یک صندوق بازنشستگی به دادگاه از این بانک شکایت کرد. پرونده این شکایت به «پرونده طلا» معروف است. دلیل شکایت این بود که دارایی‌های صندوق شامل ۷۸ درصد اوراق قرضه دولتی، ۱۳ درصد طلا، ۸ درصد سرمایه‌گذاری نقدی، و یک درصد مستغلات بوده است. اما بانک ملی هلند به صندوق دستور داده بود برای رعایت جنبه احتیاط، سهم طلا در دارایی‌های خود را از ۱۳ درصد به ۳ درصد کاهش دهد. صندوق بازنشستگی در شکایت خود ادعا کرده بود که به خاطر این دستور بانک، ۹/۵ میلیون یورو از دست داده است. بانک در دادگاه بررسی این شکایت، برای دلیل دستورش ابتدا چنین استدلال کرد که ۲۲ درصد از دارایی‌های صندوق به اوراق بهادار غیر از اوراق قرضه دولتی اختصاص داشته است. سهم ۱۳ درصدی طلا از کل دارایی‌ها، معادل ۵۵ درصد از دارایی‌های غیر از اوراق قرضه دولتی بوده است. به عبارت دیگر، درصد وابستگی دارایی‌های صندوق به طلا زیاد بوده است. اما دادگاه در پاسخ به این استدلال بیان کرد که این فقط یک بحث کمی است و تنوع موجود در مجموعه کلی دارایی‌های صندوق را در نظر نمی‌گیرد. از نظر دادگاه، این استدلال بانک نمی‌توانست ثابت کند چرا اختصاص ۳ درصد از دارایی‌های صندوق به طلا در مقایسه با اختصاص ۱۳ درصد، انطباق بیشتری با قاعده شخص محتاط دارد. سپس، بانک ادعا کرد که سرمایه‌گذاری در طلا به دلیل سقوط قیمت طلا در دهه ۱۹۸۰ و نوسان مداوم آن، یک نوع سرمایه‌گذاری ریسکی و بی‌ثبات است. به نحوی که هیچ صندوق بازنشستگی دیگری در این کشور سیاست سرمایه‌گذاری مشابه با سیاست صندوق مورد نظر نداشته است. این استدلال نیز از طرف دادگاه رد شد، زیرا دادگاه معتقد بود هر صندوق مادامی که قاعده شخص محتاط را رعایت کند، می‌تواند به صورت آزادانه نحوه تخصیص دارایی‌های خود مطابق با ماهیت و مدت بدهی‌هایش را انتخاب کند.

۴-۲- انعطاف‌پذیری قاعده شخص محتاط در عین کاربرد متفاوت آن

توجه به این نکته حائز اهمیت است که در عمل قاعده شخص محتاط به روش‌های مختلفی تفسیر، تنظیم و اعمال می‌شود. این تفاوت‌ها را می‌توان با دو نوع مقایسه نشان داد: مقایسه

شکل اولیه قاعده با شکل معاصر آن، و مقایسه قاعده در خصوص بازنشستگی با قاعده‌ای که در زمینه امانت برای موارد غیر بازنشستگی به کار گرفته می‌شود.

در خصوص مقایسه شکل اولیه قاعده با شکل معاصر آن باید گفت شکل اولیه قاعده شخص محتاط بر حفظ سرمایه و مخالفت شدید با ریسک‌پذیری متمرکز بود؛ ممنوعیت سرمایه‌گذاری در برخی دسته‌های دارایی‌ها را شامل می‌شد و دادگاه‌ها از این قاعده برای تصمیم‌گیری در خصوص موارد مربوط به سرمایه‌گذاری، از یک چارچوب کلی استفاده نمی‌کردند، بلکه به صورت موردی تصمیم می‌گرفتند. این در حالی است که تفاسیر معاصر از قاعده شخص محتاط در برگیرنده ایجاد تعادل بین حفظ سرمایه و ریسک‌پذیری است و بر فرآیند مدیریت سرمایه‌گذاری در سراسر مسیر سرمایه‌گذاری تأکید دارد. دادگاه‌های امروزی نیز هنگام بررسی احتیاط در خصوص هر نوع سرمایه‌گذاری، از چارچوب مدیریت امانی کل پرتفوی استفاده می‌کنند.

قاعده شخص محتاط به‌طور کلی در مورد تعهداتی که ماهیت امانتی دارند، صدق می‌کند. با این حال، پارامترهای این قاعده حتی در داخل یک کشور ممکن است در مورد تعهدات امانتی مختلف، متفاوت باشد. بر این اساس، قواعدی که در خصوص امانت‌های بازنشستگی به کار برده می‌شوند، متفاوت از قواعدی است که در خصوص امانت‌داری برای موارد غیر بازنشستگی به کار گرفته می‌شوند. به همین دلیل، برای مثال هم انگلستان و هم ایالات متحده، قواعد شخص محتاط مختص بازنشستگی را تدوین کرده یا قواعدی را به‌عنوان مکمل قاعده اصلی به آن اضافه کرده‌اند.

به‌صورت کلی‌تر می‌توان گفت، در طراحی یک قاعده شخص محتاط برای مدیریت دارایی‌های بازنشستگی، برخی از حوزه‌های قضایی (مانند حوزه‌های قضایی در کشورهای انگلستان و ایالات متحده) بیشتر به یک شکل «خالص» از قاعده تکیه می‌کنند. این شکل خالص اغلب با اضافه کردن الحاقیه‌هایی به قواعد استاندارد عمومی به دست می‌آید. برخی دیگر از حوزه‌های قضایی (مانند حوزه‌هایی قضایی در کشور کانادا و برخی طرح‌های

بازنشستگی عمومی ایالتی و محلی در ایالت متحده) از رویکرد ترکیبی استفاده می‌کنند که تا حدی به محدودیت‌های کمی نیز متکی است.

نکته قابل توجه این است که علی‌رغم تفاوت‌های ذکر شده، شکل معاصر قاعده شخص محتاط در عمل خود را به‌طور گسترده‌ای کاربردی و انعطاف‌پذیر نشان داده است. این ویژگی ممکن است به این دلیل باشد که شکل معاصر قاعده شخص محتاط به صورت مجموعه‌ای از اصول است که برای تصمیم‌گیری محتاطانه و نه دیکته‌کردن نتیجه در نظر گرفته می‌شود. لازم به ذکر است که ماهیت کاربردی قاعده در عمل، هم نقطه قوت و هم نقطه ضعف اصلی آن محسوب می‌شود.

در توضیح نقطه قوت باید گفت به منظور مطابقت با طیف گسترده‌ای از اهداف و شرایطی که متولیان و سایر امانت‌داران با آن روبه‌رو هستند، کاربردی بودن قاعده لازم است. همچنین، با توجه به سرعت تغییرات در بازارهای مالی امروز (مانند تغییرات چشمگیر مفهوم ریسک و تکنیک‌های مدیریت ریسک)، کاربردی بودن قاعده حائز اهمیت است. به علاوه، امروزه متولیان و امانت‌داران باید جریان مداوم تحولات جدید در بازارهای مالی، محصولات جدید سرمایه‌گذاری و پیشرفت‌های عملی و نظری مورد استفاده توسط مدیران دارایی را ارزیابی کنند. قاعده شخص محتاط به امانت‌داران امکان انعطاف‌پذیری لازم برای تصمیم‌گیری‌های مدیریت سرمایه‌گذاری در این محیط دائماً در حال تغییر را می‌دهد.

با این حال، این حسن قاعده شخص محتاط شاید بزرگترین نقطه ضعف آن باشد، زیرا برای متولیان و امانت‌داران دارایی‌های بازنشستگی و همچنین برای مقام‌های تنظیمی و ناظران چالش‌هایی را ایجاد می‌کند. به زبان ساده این چالش‌ها ناشی از آن است که ممکن است به راحتی نتوان مشخص کرد که قاعده چه زمانی نقض می‌شود. با تغییر شرایط اقتصادی و مشخصات جمعیتی صندوق‌های بازنشستگی و در دسترس قرار گرفتن محصولات، تکنیک‌ها و روش‌های جدید سرمایه‌گذاری، از یک سو متولیان و امانت‌داران بر اساس قاعده شخص محتاط باید به این بررسی بپردازند که آیا شیوه‌های سرمایه‌گذاری و

سبد سرمایه‌گذاری فعلی آن‌ها محتاطانه باقی می‌ماند یا خیر. همچنین، آن‌ها باید مشخص کنند که آیا آنچه که به تازگی در دسترس قرار گرفته است را می‌توان به‌طور مناسب و با احتیاط در صندوق بازنشستگی خاص خود مورد استفاده قرار دهند یا خیر. چنین فرآیند نظارت، بازبینی و ارزیابی مداومی هسته مرکزی قاعده شخص محتاط است. از سوی دیگر مقام‌های تنظیمی و ناظران نیز ممکن است خودشان تصمیم بگیرند که استفاده بیشتر یا کمتر از برخی از این محصولات، تکنیک‌ها و شیوه‌های جدید سرمایه‌گذاری محتاطانه است و بر اساس این تصمیم به متولیان و امانت‌داران رهنمودهایی را ارائه دهند.

۵- رهنمودهای نهادهای سازمان‌های بین‌المللی در خصوص قاعده شخص محتاط

در این بخش برخی از رهنمودهایی که از سوی نهادهای سازمان‌های بین‌المللی در مورد به‌کارگیری قاعده شخص محتاط در مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی مطرح شده است، مرور می‌شوند.

رهنمودهای اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی (ISSA)

اتحادیه بین‌المللی تأمین اجتماعی (ISSA) رهنمودهایی را برای سرمایه‌گذاری صندوق‌های تأمین اجتماعی ارائه داده است. در نسخه ۲۰۱۹ این رهنمودها، در بخش دوم و در قالب رهنمود شماره ۲۵، «اصل شخص محتاط» بیان شده است. در این رهنمود آمده است که هیئت مدیره و مدیریت در خصوص ذخایر نهاد تأمین اجتماعی وظیفه امانت‌داری بر عهده دارند و باید در انجام این وظیفه همان مراقبت، تلاش و مهارتی را داشته باشند که یک فرد محتاط منطقی در شرایط مشابه دارد.

کمیته فنی ISSA اصول شخص محتاط را به صورت زیر تعریف می‌کند:

«قواعد یا اصولی که بر رفتار شخصی حاکم است و شخص را ملزم می‌کند که در انجام

وظایف خود همان مراقبت، تلاش و مهارتی را داشته باشد که یک شخص محتاط

منطقی در شرایط مشابه دارد.»

بر اساس این رهنمود، استفاده از اصول شخص محتاط یا مفهوم متخصص محتاط می‌تواند محدودیت‌های کمی در سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. اگر قرار باشد اصول شخص محتاط در مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌ها به کار گرفته شود، این اصول باید با حداقل مجموعه‌ای از قواعد توسط هیئت مدیره و مدیریت صندوق تعیین شود. البته این اصول یا دست کم تفسیر آن‌ها، ممکن است از کشوری به کشور دیگر بسیار متفاوت باشد.

هر مجموعه اصولی که برای شخص محتاط در صندوق وضع شود، باید مدیران شایسته و صادقی برای به‌کارگیری آن‌ها وجود داشته باشد. بنابراین، کسب اطمینان از شایستگی و صداقت مدیران ضروری است. در این راستا، هیئت مدیره و مدیریت صندوق باید استانداردها و معیارهایی را در مورد تخصص مورد نیاز مدیران سرمایه‌گذاری و سایر مشاوران در زمینه سیاست و استراتژی سرمایه‌گذاری و اجرای آن‌ها، مشخص کنند و بر اساس آن‌ها به ارزیابی عملکرد مدیران و مشاوران بپردازند. لازم به ذکر است که دوره ارزیابی عملکرد باید بر اساس ماهیت دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده در نظر گرفته شود.

با اعمال اصول شخص محتاط محدودیت‌های کمی کاهش می‌یابد؛ بدین معنی که مقامات مسئول سرمایه‌گذاری و اعضای هیئت مدیره صندوق در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود با محدودیت کمتری مواجه بوده و استقلال عمل بیشتری دارند. بنابراین، به منظور حصول اطمینان از مسئولیت‌پذیری آن‌ها در صورت سوء استفاده از این استقلال اعطا شده، باید مسئولیت امانت‌داری بیشتری بر عهده آن‌ها باشد. همچنین، صندوق باید دارای ساختار مناسبی برای کنترل تصمیمات اتخاذ شده بر اساس اصول شخص محتاط باشد؛ به عنوان مثال، از طریق تعیین افراد واجد شرایط در کمیته سرمایه‌گذاری یا از طریق یک سیستم بازبینی بیرونی و مستقل.

رهنمودهای OECD

شورای OECD در سال ۲۰۰۶ رهنمودهایی را در مورد مدیریت دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی تصویب کرد که توسط کمیته بیمه و بازنشستگی خصوصی OECD و کارگروه

بازنشستگی خصوصی تهیه شده بود. آخرین نسخه به‌روزرسانی شده این رهنمودها مربوط به سال ۲۰۲۱ است. در بین رهنمودهای ارائه شده، رهنمود دوم به «استاندارد شخص محتاط» اختصاص دارد.

بر اساس این رهنمود هیئت مدیره و سایر بخش‌های مسئول در صندوق بازنشستگی باید مشمول «استاندارد شخص محتاط» باشند، به نحوی که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های صندوق با مراقبت، مهارت و تخصص، احتیاط و تلاش کافی انجام شود. در مواردی که آن‌ها برای اتخاذ تصمیمات کاملاً آگاهانه و ایفای مسئولیت‌های خود از تخصص کافی برخوردار نیستند، صندوق ملزم به استفاده از متخصصان برون سازمانی است.

همچنین، هیئت مدیره و سایر بخش‌های مسئول در صندوق بازنشستگی باید متعهد به امانت‌داری نسبت به طرح یا صندوق بازنشستگی و اعضا و ذینفعان آن باشند. آن‌ها باید در موضوعات مربوط به سرمایه‌گذاری دارایی‌های طرح بازنشستگی به نفع اعضای طرح و ذینفعان عمل کرده و در فرآیند سرمایه‌گذاری «تلاش کافی» داشته باشند. به علاوه، مقررات قانونی باید از هیئت مدیره صندوق بازنشستگی بخواهد که برای انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری یک فرآیند دقیق شامل کنترل‌ها و رویه‌های داخلی مناسب را برای پیاده‌سازی و نظارت موثر بر فرآیند مدیریت سرمایه‌گذاری ایجاد کند.

رهنمودهای انجمن مقامات نظارتی بازنشستگی کانادا^۱ (CAPSA)

انجمن مقامات نظارتی بازنشستگی کانادا (CAPSA) در سال ۲۰۱۱ به منظور کمک به مدیران صندوق‌های بازنشستگی برای نشان‌دادن کاربرد احتیاط در سرمایه‌گذاری دارایی‌ها، رهنمودی را منتشر کرده است. در این رهنمود اشاره شده که قاعده شخص محتاط یک قاعده اساسی ماهوی است که به جای آنکه نتایج خاصی را دیکته کند، منجر به تصمیم‌گیری متوازن می‌شود. این قاعده یک استاندارد رفتاری عینی است که به اقدامات یک شخص محتاط اشاره می‌کند. یک نوع بیان از قاعده شخص محتاط به صورت زیر است:

1. Canadian Association of Pension Supervisory Authorities

«از امانت‌دار انتظار می‌رود که وظایف خود را بر اساس مراقبت، مهارت، احتیاط و تلاش کافی انجام دهد، همان‌طور که یک شخص محتاط در موقعیتی مشابه انجام می‌دهد».

همان‌طور که اشاره شد، قاعده شخص محتاط بیشتر بر روی رفتارها و فرآیندها تمرکز دارد تا اینکه صرفاً بر نتایج متمرکز شود. استفاده از این قاعده مستلزم این است که افراد دارای مسئولیت مدیریت دارایی‌های صندوق بازنشستگی این کار را با در نظر گرفتن منافع و ذینفعان صندوق به شیوه‌ای معقول و حرفه‌ای انجام دهند. در زمینه سرمایه‌گذاری بازنشستگی، یک عنصر کلیدی قاعده شخص محتاط این است که امانت‌داران باید تلاش کافی داشته باشند. این تلاش شامل تصمیم‌گیری بر اساس اطلاعات کافی، مستندسازی تصمیم نهایی، ثبت دلایل تصمیم و ثبت شرایطی است که برای اتخاذ تصمیم در نظر گرفته شده‌اند. همچنین، با توجه به فرآیندمحور بودن قاعده شخص محتاط، برخورداری از یک ساختار حاکمیتی خوب، تصمیم‌گیری سنجیده، مستندات مناسب و نگهداری اسناد بسیار حائز اهمیت است.

تصمیمات سرمایه‌گذاری در مورد صندوق بازنشستگی باید توسط افراد یا سازمان‌هایی اتخاذ شود که دارای قدرت، مهارت، دانش، تخصص، اطلاعات و منابع برای تصمیم‌گیری موثر هستند. مدیر صندوق باید میزان استفاده از ساختارها، فرآیندها، منابع، مهارت‌ها، دانش و تخصص داخلی را برای انجام موثر وظایف خود در رابطه با سرمایه‌گذاری و اداره صندوق تعیین کند. اگر وی تشخیص دهد که ساختارها، فرآیندها، منابع، مهارت‌ها، دانش و تخصص لازم را ندارد، رفتار محتاطانه حکم می‌کند که این وظایف را واگذار کند. این مهم است که وظایف مربوط به سرمایه‌گذاری به درستی به افراد با مهارت، دانش و تخصص واگذار شود، زیرا فعالیت‌های مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری و اداره صندوق بازنشستگی باید مطابق استانداردهای قاعده شخص محتاط انجام شود.

اگر مدیر صندوق تصمیم بگیرد وظایف خاصی را به ارائه‌دهندگان خدمات به صورت برون‌سازمانی، کمیته‌های داخلی یا کارکنان واگذار کند، باید در اسناد حاکمیتی صندوق

به‌طور واضح صلاحیت تفویض اختیار و الزام نماینده را برای گزارش مجدد به مدیر صندوق ذکر کند. به‌طور مشابه، خود نماینده باید شرایط واگذاری را مشخص کند، از جمله وظایف واگذار شده، تعهد نماینده برای گزارش مجدد به مدیر صندوق و اینکه آیا نماینده دارای اختیار واگذاری فرعی است یا خیر.

مدیر صندوق هنگام واگذاری وظایف باید محتاط باشد، زیرا مدیر صندوق حتی در صورت واگذاری وظایف، همچنان مسئول فعالیت‌های واگذار شده است و باید فعالیت‌های واگذار شده را نظارت و بررسی کند تا مطمئن شود که آن‌ها به‌طور مناسب و با احتیاط انجام می‌شوند.

۶- نمونه‌های موردی قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی

رد پای قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی را می‌توان در بیانیه‌ها یا سیاست‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها پیدا کرد. البته در مواردی نیز این قاعده به‌عنوان یک چارچوب یا دستورالعمل رفتاری برای متولیان صندوق‌ها در گزارش‌های سالانه قابل ردیابی است. با این حال در هر دو حالت این قاعده گاهی به صورت یک بند جداگانه و اغلب در دل اصول رفتاری مورد اشاره قرار گرفته است.

صندوق بازنشستگی هلند (ABP)

بیانیه سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی هلند (ABP)، اساس سیاست سرمایه‌گذاری این صندوق را تشریح می‌کند. این بیانیه شامل ۳ بخش است که «شخص محتاط» به عنوان بند اول از بخش سوم (پایه‌سازی) آورده شده است. در این بند تصریح شده است که قاعده شخص محتاط در پایه‌سازی برنامه سرمایه‌گذاری صندوق نقش کلیدی دارد. ارکان این قاعده عبارتند از:

- مدیریت حرفه‌ای دارایی‌ها؛
- سرمایه‌گذاری دارایی‌ها به نفع ذینفعان فعلی (شاغلان) و ذینفعان سابق (بازنشستگان)؛

- سرمایه‌گذاری دارایی‌ها به نحوی که امنیت، کیفیت، نقدینگی و بازدهی کل پرتفوی تضمین شود. این بدان معنی است که مشخصات ریسک و بازده پرتفوی باید همواره با ساختار تعهدات صندوق هماهنگ شود و سرمایه‌گذاری‌ها به اندازه کافی متنوع باشند.

صندوق بازنشستگی کانادا (SPP)

در صندوق بازنشستگی کانادا (SPP) به منظور اطمینان از سرمایه‌گذاری و مدیریت محتاطانه دارایی‌های صندوق، بیانیه سرمایه‌گذاری بر اساس «رویکرد شخص محتاط» تدوین شده است. در این بیانیه تصریح شده که دارایی‌های صندوق باید محتاطانه مدیریت شود. بدین معنی که مدیر سرمایه‌گذاری باید مانند یک شخص محتاط حرفه‌ای، دارایی‌های صندوق را با مراقبت، مهارت و تلاش مدیریت کند. به علاوه، مدیر سرمایه‌گذاری می‌بایست از همه دانش و مهارت‌های مربوطه که به‌عنوان مدیر سرمایه‌گذاری محتاط در اختیار دارد یا باید داشته باشد، استفاده کند. هیئت امانا نیز به‌عنوان متولی صندوق، دارای مسئولیت امانتی بوده و باید اطمینان حاصل کند که این مدیر سرمایه‌گذاری‌ها را با احتیاط مدیریت می‌کند.

صندوق بازنشستگی نیوزلند (New Zealand Superannuation Fund)

بر اساس دستورالعملی که برگرفته از قانون بازنشستگی نیوزلند مصوب سال ۲۰۰۱ است، گاردینز^۱ باید دارایی‌های صندوق بازنشستگی نیوزلند را بر اساس احتیاط سرمایه‌گذاری کند. برای انجام این کار، گاردینز باید صندوق را به شیوه‌ای مطابق با موارد زیر اداره کند:

- مدیریت پرتفوی بر اساس بهترین تجارب؛
- حداکثر کردن بازدهی سرمایه‌گذاری بدون تحمیل ریسک بی‌مورد به کل صندوق؛ و
- اجتناب از تعصب به شهرت نیوزلند به عنوان عضوی مسئول در جامعه جهانی.

صندوق بازنشستگی انگلستان (PPF)

در بخش دوم (حکمرانی) بیانییه سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی انگلستان (PPF) بیان شده است که صندوق ممکن است برای اهداف مدیریت محتاطانه امور مالی خود سرمایه‌گذاری کند. در این راستا، هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، منافع مزایابگیران فعلی و بالقوه و ذینفعان صندوق در نظر گرفته می‌شود.

صندوق بازنشستگی ژاپن (GPIF)

کمیته مشورتی سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی ژاپن (GPIF)، ۹ مورد را به‌عنوان کد رفتاری توصیه کرده است که باید توسط مدیران، کارکنان و اعضای کمیته رعایت شود. در این بین، کد دوم با عنوان وظیفه امانت‌داری به موضوع احتیاط می‌پردازد:

«ما درک می‌کنیم که دارایی‌های صندوق ابزاری برای پرداخت مزایای بازنشستگی هستند، و بر این اساس صرفاً به نفع دریافت‌کنندگان مزایا عمل می‌کنیم و متعهد می‌شویم که به عنوان متخصصان محتاط در اعمال مسئولیت‌های امانت‌داری خود توجه لازم را داشته باشیم.»

۷- عوامل اجرای موفق قاعده شخص محتاط

بررسی‌های انجام شده در خصوص قاعده شخص محتاط در صندوق‌های بازنشستگی نشان می‌دهد که چارچوب حاکمیتی صندوق‌ها، نقش مقامات تنظیمی در تفسیر قاعده، به همراه رصد، گزارش‌دهی و افشاء، برخی از عوامل کلیدی برای اجرای موفق قاعده شخص محتاط در مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های بازنشستگی هستند.

- چارچوب حاکمیتی صندوق بازنشستگی: قاعده شخص محتاط یک قاعده فرآیند-محور است. بنابراین بسیار مهم است که مقامات تنظیمی و نظارتی مشوق‌ها یا قواعدی را ایجاد کنند که باعث تشویق یا حصول اطمینان از ایجاد چارچوب تصمیم‌گیری قوی و فرآیند-محور در صندوق شود. در چنین چارچوبی می‌توان

فعالیت‌های مدیریت سرمایه‌گذاری را انجام داد. به‌علاوه، در نظر گرفتن الزامات شایستگی و صلاحیت برای متولیان و سایر امانت‌داران صندوق به منظور اطمینان از انجام وظیفه مدیریت فرآیند سرمایه‌گذاری و سایر وظایف مدیریتی مربوط به صندوق، ممکن است مفید واقع شود. همچنین، تهیه و تدوین بیانیه‌ای از اصول سرمایه‌گذاری یا سیاست سرمایه‌گذاری ممکن است راهنمایی برای تصمیم‌گیری متولیان و سایر امانت‌داران صندوق باشد.

- **نقش مقام تنظیمی در تفسیر قاعده:** رویکرد مقامات تنظیمی می‌تواند تأثیر بسزایی در نحوه اجرای قاعده شخص محتاط توسط امانت‌داران و متولیان صندوق داشته باشد. این رویکردها همچنین می‌تواند روی اینکه چقدر یک قاعده کلی فعالیتی خاص را محدود کند، اثرگذار باشد. با این حال، میزان اثرگذاری رویکردهای مقامات تنظیمی با توانایی آن‌ها در ضمانت اجرایی یا اعمال مجازات در صورت بی‌توجهی به رویکردهایشان ارتباط دارد. بنابراین، مقامات تنظیمی، با حمایت و قدرت اجرای کافی، می‌توانند شیوه‌های مختلف سرمایه‌گذاری را کاهش داده یا تشویق کنند. این عملکرد مقامات تنظیمی می‌تواند در کاهش یا تشویق پذیرش محصولات سرمایه‌گذاری جدید و تکنیک‌های مدیریت ریسک بسیار مهم باشد. بنابراین می‌توان گفت به‌طور کلی در صندوق‌های بازنشستگی مقامات تنظیمی و نظارتی ممکن است اهرم قابل توجهی برای شکل دادن و تعریف رفتار تحت قاعده شخص محتاط را داشته باشند.
- **رصد، گزارش‌دهی و افشای:** یکی دیگر از عناصر کلیدی در اجرای موفق قاعده شخص محتاط، توانایی مقامات نظارتی و اعضای طرح بازنشستگی در رصد فعالیت مدیریت سرمایه‌گذاری و سایر فعالیت‌های مربوط به امانت‌داری است. به منظور انجام یک رصد موثر باید اطلاعات مناسب در دسترس مقامات نظارتی و اعضای طرح قرار داشته باشد. این امر مستلزم یک نظام گزارش‌دهی و افشای موثر

است. مقامات نظارتی و اعضای طرح باید بتوانند در صورت کشف موارد نادرست، مراحل قانونی پیگیری را اعم از قضایی یا اداری آغاز کنند (البته حق شروع چنین دادرسی‌هایی باید با هزینه‌های انجام آن متعادل باشد؛ زیرا مداخله قضایی یا اداری می‌تواند برای صندوق بازنشستگی پرهزینه و زمان‌بر باشد).

۸- قاعده شخص محتاط یا محدودیت‌های کمی؟

همان‌طور که در مقدمه گزارش حاضر اشاره شد، در راستای دستیابی به اهداف تنظیم‌گری و نظارت بر دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی، ممکن است از رویکرد محدودیت‌های کمی، قاعده شخص محتاط یا ترکیبی از این دو رویکرد استفاده شود. در خصوص مقایسه این دو رویکرد به لحاظ کاربرد آن در کشورهای مختلف باید گفت محیط تنظیم‌گری و نظارتی کشورها در رابطه با این موضوع چندان واضح نیست. به‌طوری‌که مشاهده شده که برخی از کشورها (مانند انگلستان و ایالات متحده) علی‌رغم اینکه قاعده شخص محتاط را به عنوان قاعده مسلط در تنظیم‌گری مورد استفاده قرار داده‌اند، از محدودیت‌های کمی نیز حتی به میزان محدود استفاده کرده‌اند. برخی دیگر از کشورها (مانند کانادا) علاوه بر قاعده شخص محتاط بیشتر از محدودیت‌های کمی استفاده کرده‌اند. در دسته‌ای دیگر از کشورها (مانند برزیل) که محدودیت‌های کمی در آن‌ها به‌عنوان روش اصلی تنظیم‌گری مورد استفاده قرار گرفته است، قاعده شخص محتاط یا برخی از اشکال راهنمایی‌های رفتاری نیز به‌کار گرفته شده است.

علیرغم واضح نبودن این موضوع که آیا محدودیت‌های کمی یا رویکرد مبتنی بر شخص محتاط و یا ترکیبی از این دو برای تنظیم مقررات در صندوق‌های بازنشستگی مناسب‌تر است، مقایسه اثرات قاعده شخص محتاط و محدودیت‌های کمی بر مدیریت دارایی‌های صندوق‌ها نیز یک کار دشوار است. به‌طوری‌که یافته‌ها نشان می‌دهد به‌طور متوسط در جایی که قاعده شخص محتاط به جای محدودیت‌های کمی اعمال شده است، بازدهی بیشتری برای سرمایه‌گذاری به دست آمده است. این در حالی است که به‌کارگیری قاعده

شخص محتاط علاوه بر اثرگذاری روی میزان بازدهی سرمایه‌گذاری، ممکن است اثرات دیگری را نیز روی پرتفوی صندوق‌ها داشته باشد. به نحوی که این اثرات ممکن است منجر به تقویت اثر افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری شوند، یا این اثر را تضعیف کنند، و یا حتی این اثر را به‌طور کامل خنثی کنند. به همین دلیل، در بررسی میزان اثرگذاری قاعده شخص محتاط در مدیریت سرمایه‌گذاری صندوق‌ها، باید برآیند تمامی اثرات این قاعده روی پرتفوی مورد توجه قرار گیرد.

۹- جمع‌بندی

«قاعده شخص محتاط» یکی از رویکردهای تنظیمی در خصوص مدیریت دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی است که ریشه در قانون امانت دارد. دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی نوعی امانت بوده و اعضای صندوق، ذینفعان این امانت محسوب می‌شوند. به همین دلیل، قاعده شخص محتاط معیاری است که افراد اداره‌کننده این امانت (متولیان یا امانت‌داران) باید بر اساس آن عمل کنند.

با توجه به ویژگی فرآیند-محور بودن قاعده شخص محتاط، تمرکز این قاعده بر فرآیند سرمایه‌گذاری صندوق‌های بازنشستگی است. اینکه در این فرآیند، تصمیم سرمایه‌گذاری چگونه گرفته شده است؟ آیا تصمیم‌گیرندگان (متولیان، هیئت مدیره، مدیران صندوق) در فرآیند مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های صندوق مشابه نحوه رفتار یک شخص محتاط عمل کرده‌اند؟ اگر این‌طور رفتار نکرده‌اند، آیا با در نظر گرفتن دلایل عدم رعایت این شیوه رفتاری (با توجه به شرایط خاص صندوق خود)، با احتیاط پیش رفته‌اند؟ در واقع، تمرکز قاعده روی این نیست که چه تصمیمی گرفته شده است، بلکه تمرکز روی نحوه تصمیم‌گیری و نحوه اجرای تصمیم است.

قاعده شخص محتاط از چند وظیفه و اصل اساسی تشکیل شده است:

- وظیفه مدیریت صندوق بازنشستگی و دارایی‌های آن که باید محتاطانه و با مراقبت و تلاش کافی انجام شود؛

- وظیفه وفاداری به صندوق بازنشستگی و اعضای آن؛ و
- اصل تنوع‌بخشی که مستلزم متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری صندوق بازنشستگی و اجتناب از ریسک غیر قابل ضمانت است.

رهنمودهایی از سوی برخی نهادها و سازمان‌های بین‌المللی برای به‌کارگیری قاعده شخص محتاط در مدیریت سرمایه‌گذاری دارایی‌های صندوق‌های بازنشستگی مطرح شده است. صندوق‌های بازنشستگی نیز با به‌کارگیری این رهنمودها، در بیانیه‌ها یا سیاست‌های سرمایه‌گذاری خود قاعده شخص محتاط را به‌عنوان یک اصل اساسی رفتاری مورد تأکید قرار داده‌اند. البته باید توجه داشت که محیط تنظیم‌گری و نظارتی صندوق‌ها در کشورهای مختلف در رابطه با میزان به‌کارگیری این قاعده چندان واضح نیست.

منابع و مأخذ

- Canadian Association of Pension Supervisory Authorities (CAPSA). (2011). Pension Plan Prudent Investment Practices Guideline
- Galer, R. (2002). Prudent person rule standard for the investment of pension fund assets. Financial market trends, 83, 4175-.
- GPIF Annual Report (2015). https://www.gpif.go.jp/en/performance/pdf/annual_report_fiscal_year_2015.pdf
- Horváthová, A., Feldthusen, R. K., & Ulfbeck, V. G. (2017). Occupational pension funds (IORPs) & sustainability: What does the prudent person principle say. NJCL, 28.
- ISSA. (2004). Guidelines for the investment of social security funds.
- ISSA. (2019). Guidelines for the investment of social security funds.
- Longstreth, B. (1986). Modern investment management and the prudent man rule. Oxford University Press on Demand.
- NZ Super Fund Annual Report (2020). <https://www.nzsuperfund.nz/assets/Uploads/Guardians-Annual-Report-2020.pdf>
- OECD, O. (2006). Guidelines on pension fund asset management: Recommendation of the Council
- Statement of Investment Policies and Goals, Saskatchewan Pension Plan Contribution Fund (2021). https://www.saskpension.com/wp-content/uploads/2019/10/Investment_Policy.pdf
- Statement of Investment Principles, pension protection fund (2020). https://www.ppf.co.uk/sites/default/files/2020-09/PPF_SIP_PPF.PDF
- Statement on the investment principles, ABP (2016). <https://www.abp.nl/images/statement-on-investment-principles.pdf>



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