


Анализ юридического поля регулирования инвестиций пенсионных фондов*

Мелконян Георгий А.

аспирант, Кафедра экономики и финансов,
Российско-Армянский Университет (Ереван, РА)

 <https://orcid.org/0009-0005-1944-9216>

georgi.melkonyan@gmail.com

УДК: 338.222; EDN: UUEQKH; JEL: J26, P45, E22

DOI: 10.58587/18292437-2025.1-163

Ключевые слова и словосочетания: пенсионный фонд, вклады, производные финансовые инструменты, ценные бумаги, инвестиции

Կենսաթոշակային ֆոնդի ներդրումների կարգավորման իրավական դաշտի վերլուծություն

Մելքոնյան Գեորգի Ա.

ասպիրանտ, Երևանի տնտեսագիտության և ֆինանսների ազգային համալսարանի (Երևան, ՀՀ)

Ամփոփագիր. Հայաստանի կենսաթոշակային ապահովման համակարգի արդյունավետության, ինչպես նաև ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման ընկերությունների ներդրումների միջոցով Հայաստանի Հանրապետության ներդրումային միջավայրի զարգացման հնարավորությունների և հեռանկարների ուսումնասիրության համատեքստում հեղինակը ուսումնասիրել է կենսաթոշակային ֆոնդերը կարգավորող օրենսդրական նորմերը և այդ ֆոնդերի ակտիվների ներդրման չափանիշները: Հեղինակը եզրակացնում է, որ շատ կանոններ վերանայման կարիք ունեն, քանի որ դրանք մի կողմից չեն նպաստում ՀՀ բնակչության երկարաժամկետ բարեկեցությանը, իսկ մյուս կողմից՝ լրացուցիչ ռիսկեր են ստեղծում ֆոնդի կառավարման տեսանկյունից:

Հանգուցաբառեր և բառակապակցություններ՝ կենսաթոշակային ֆոնդ, ավանդներ, ածանցյալ ֆինանսական գործիքներ, արժեթղթեր, ներդրումներ

Analysis of the Legal Regulation of Pension Funds Investments

Melkonyan George A.

PhD student, Department of Economics and Finance, Russian-Armenian University (Yerevan, RA)

Abstract. In the context of the study of the effectiveness of the pension insurance system of Armenia, as well as the possibilities and prospects for the development of the investment environment of the Republic of Armenia through investments from the management companies of the pension funds of the Republic of Armenia, the author examined the legislative norms regulating pension funds and the criteria for investing the assets of these funds. The author concludes that many rules need to be revised, since on the one hand they do not contribute to the long-term well-being of the population of the Republic of Armenia, and on the other hand they create additional risks in the context of fund management.

Keywords & phrases: pension fund, deposits, derivative financial instruments, securities, investments

Для того, чтобы понять инвестиционную стратегию, которую проводят управляющие фондами в Армении, необходимо рассмотреть закон о пенсионных фондах РА. Инвестиционная деятельность управляющих компаний как в Армении, так и в других странах, которые имплементировали накопительную пенсионную модель, регулируется нормативными актами для достижения макроцелей, которые поставлены перед институтами. Управляющие компании в Армении, учитывая, что взносы в пенсионный фонд являются обязательным для определенной части населения, являются большими игроками, деятельность которых может отразиться на ряде

экономических показателей как в положительном, так и отрицательном аспекте. Учитывая этот факт, правительства стран, которые провели пенсионные реформы, обязаны юридически, на уровне законов, контролировать процессы, связанные со средствами в пенсионных фондах.

Основным документом, регулирующий инвестиционную политику и стратегию управляющих компаний, касательно инвестиций пенсионных фондов, является Закон «О накопительных пенсиях» [1]. Как отмечалось выше, государственное регулирование является неотъемлемой частью накопительной пенсионной системы. Благодаря законам и нормативным актам,

* The research was supported by the Higher Education and Science Committee of MESCS RA (Research project № 24AA-5B055)

Правительство Армении задает правила игры для управляющих пенсионными фондами.

В данном разделе будет проанализирован Закон «О накопительных пенсиях» на предмет логичности, соответствия рекомендациям ОЭСР.

Данный закон регулирует правоотношения, возникающие в связи с накопительным компонентом и добровольным пенсионным компонентом, определяет понятие социального взноса, круг лиц, обязанных уплачивать социальные взносы, порядок уплаты социальных взносов, условия и порядок перечисления накопительных средств на пенсионные счета, открытые на имя лиц, уплативших социальные взносы от имени Республики Армения, функции реестродержателя участников, управляющих пенсионными фондами, кастодианов пенсионных фондов и операторов счетов, права и обязанности участников накопительного пенсионного компонента, ведение пенсионных счетов, инвестирование активов накопительного пенсионного компонента, виды накопительных пенсий и их выплату, механизмы гарантирования выплаты накопительных пенсий лицам, уплатившим социальные взносы, ответственность за нарушение требований настоящего закона, нормативных правовых актов, принятых на его основе, и других правовых актов, а также регулирует другие отношения, связанные с накопительными пенсиями.

Важно отметить, что в статье 15 определяется круг полномочий ЦБ РА. Таким образом, Центральный банк в этой области является абсолютным мегарегулятором: он, с одной стороны, контролирует и ведет постоянный мониторинг деятельности всех акторов системы пенсионного накопления, в том числе реестродержателя и кастодиана, а с другой стороны, устанавливает правила и границы для деятельности вышеуказанных акторов.

Учитывая, что для нас основной интерес представляет именно деятельность управляющих компаний в Армении в плане управления имеющихся активов, целесообразно рассмотреть именно статей данного закона, относящихся к правилам деятельности управляющих компаний. Данные правила установлены в главах 5 и 8 Закона «О накопительных пенсиях»: в главе 5 представлены основные критерии и обязательства, относящиеся к общей деятельности управляющей компании, а глава 8 устанавливает специфические критерии к инвестиционной деятельности этих компаний.

Согласно статье 26 главы 5, управляющие пенсионными фондами обязаны владеть не менее чем одним процентом собственных активов в каждом управляемом ими обяза-

тельном пенсионном фонде. В случае уменьшения минимальной суммы, управляющий пенсионным фондом обязан в месячный срок увеличить свое участие в соответствующем пенсионном фонде до одного процента. Центральный банк устанавливает порядок конвертации вложений из собственных средств управляющего активами обязательного пенсионного фонда в паи.

Что касается инвестиционной деятельности управляющих фондами, существует несколько принципов для выполнения инвестиционной функции для управляющих фондами в Армении, а именно:

- сохранность и доходность активов,
- диверсификация рисков,
- обеспечение адекватной ликвидности.

Свою инвестиционную деятельность компании должны реализовывать в рамках тех фондов, которые находятся под их управлением. Статьей 37 главы 8 установлено, что в Армении функционируют 3 вида фондов, а именно:

• **Сбалансированный фонд**, по правилам которого удельный вес долевых ценных бумаг и производных инструментов, приобретенных в целях хеджирования, не может превышать 50 процентов активов фонда;

• **Традиционный (консервативный) фонд**, по правилам которого удельный вес долевых ценных бумаг и производных инструментов, приобретенных в целях хеджирования, не может превышать 25 процентов активов фонда;

• **Фонд со стабильным доходом**, по правилам которого активы не могут быть инвестированы в долевые ценные бумаги и производные на их основе инструменты.

Каждый управляющий пенсионным фондом обязан предлагать, как минимум, консервативный фонд.

Центральный банк может принять нормативные правовые акты, устанавливающие дополнительные требования к управляющим пенсионными фондами.

Согласно пункту 4 той же статьи, каждый обязательный пенсионный фонд управляющего пенсионным фондом должен отличаться от других обязательных пенсионных фондов того же управляющего не менее чем на 15 процентов допустимого лимита инвестиций в долевые ценные бумаги. Это довольно логично, поскольку данной формулировкой закон не позволяет иметь три фонда под управлением компании и унифицировать все три портфеля. Такая унификация, фактически, будет противоречить целям и природе вышеуказанных трех видов фондов, так как у вкладчиков, в случае

сбалансированного фонда есть объективное ожидание получения более высоких результатов, чем в случае фонда с фиксированным доходом, а в случае одинаковых портфелей становится неясным механизм вознаграждения за больший риск у этих вкладчиков. Таким образом, пенсионные фонды обязаны инвестировать в рынок акций с разницей долей как минимум в 15%, что полностью снижает вышеописанный риск.

Что касается размещения инвестиций, управляющие имеют право инвестировать как в Армении, так и за ее пределами. Максимальный размер инвестиций в иностранной валюте, осуществляемых за счет активов обязательного пенсионного фонда, не может превышать 40 процентов общей суммы активов данного обязательного пенсионного фонда.

За границей позволено инвестировать в следующие активы:

- на депозитах и банковских счетах финансовых организаций, лицензированных и контролируемых уполномоченным органом по надзору за банковской системой государств-членов Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) или Европейского Союза (ЕС);

- в ценных бумагах, выпущенных или полностью гарантированных государствами-членами ОЭСР или ЕС, центральными банками государств-членов ОЭСР или ЕС;

- в ценных бумагах, допущенных к торгам на регулируемых рынках, зарегистрированных и контролируемых уполномоченным органом по надзору за рынком капитала государств-членов ОЭСР или ЕС;

- в паях (акциях) инвестиционных фондов, зарегистрированных и контролируемых уполномоченным органом, контролирующим рынок капитала государств-членов ОЭСР или ЕС;

- в деривативах только с целью хеджирования.

На территории РА, разрешено инвестировать в следующие активы:

- в банковские счета и вклады, если этот банк не находится в процессе несостоятельности (банкротства),

- в ценные бумаги, выпущенных или полностью гарантированные Республикой Армения или Центральным банком,

- в ценные бумаги, допущенные к торговле на регулируемом рынке, действующих в Республике Армения,

- в ценные бумаги, выпущенных инвестиционными фондами, которые контролируются Центральным банком,

- в деривативы, только с целью хеджирования.

Кроме географических и классовых ограничений, Закон «О накопительных пенсиях» устанавливает ограничения и в контексте доли вложения в конкретные виды инвестиций. Например, пунктом 3 статьи 39 устанавливается, что общий объем вложений в банковские счета и депозиты (в том числе ценные бумаги, удостоверяющие размещение денежных средств в банке) не может превышать 40 процентов активов данного обязательного пенсионного фонда. В то же время, инвестиции в один банк и его дочерние банки не могут превышать 10 процентов активов данного обязательного пенсионного фонда. При этом активы обязательного пенсионного фонда можно инвестировать в качестве депозита только в такой иностранный банк, который имеет как минимум инвестиционный рейтинг Standard and Poor's - «BBB», Moody's - «Вaa3» или Fitch - «BBB». Примечательно, что для иностранных банков определен довольно высокий порог инвестиций, в то время как для армянских банков такой фильтр отсутствует. Можно предположить, что причина кроется в том, что ни один армянский банк не имеет рейтинг, который ожидается от иностранного. В таких условиях, размещение финансовых средств в формате банковских депозитов в Армении становится рисковее, чем тот же инструмент, в случае других стран, но этот добавочный риск никак не регулируется национальным законодательством.

Общий объем инвестиций в ценные бумаги, выпущенные или полностью гарантированные Центральным банком Республики Армения, не может превышать 50 процентов активов данного обязательного пенсионного фонда. В случае ценных бумаг, выпущенных или полностью гарантированных иностранным государством или центральным банком этого государства, их общий объем не может превышать 40 процентов активов данного обязательного пенсионного фонда.

Дополнительно, пунктом 8 установлено, что активы обязательного пенсионного фонда не могут быть инвестированы в:

- 10 и более процентов голосующих эмиссионных ценных бумаг одного эмитента;

- в более чем 10 процентах неголосующих эмиссионных ценных бумаг одного эмитента;

- в более чем 40 процентах долговых ценных бумаг, выпущенных одним эмитентом;

- в более чем 25 процентах паев или акций другого фонда.

Фактически, получается, что максимальный порог инвестирования в государственные облигации РА всего на 10% превышает аналогичный порог в случае иностранных государств, а

инвестирование в иностранные государственные облигации и корпоративные облигации имеют одинаковое значения. В таких условиях, получается, что нормотворец рассматривал на одном и том же уровне риска государственные облигации, например, США и корпоративные облигации армянских локальных компаний, не имеющей формы открытого акционерного общества. Однако, объективная реальность показывает, что данные два финансовых инструмента находятся на достаточно разных уровнях рисковости, так как в случае первого речь идет о долгосрочных обязательствах первой экономики мира, а в случае второго у приобретателя таких корпоративных облигаций не будет возможности даже всесторонне изучить все финансовые и корпоративные документы компании – эмитента этих облигаций. Исходя из вышесказанного, неясно установление таких пороговых значений для инвестирования в заемные ценные бумаги.

Вложения в ценные бумаги, выпущенные инвестиционными фондами, не должны превышать 50 процентов активов данного обязательного пенсионного фонда. При этом, вложения в ценные бумаги, выпущенные инвестиционными фондами, не могут превышать 10 процентов активов обязательного пенсионного фонда:

- В случае фондов, зарегистрированных в Республике Армения, если они не являются открытыми, публичными, стандартными, диверсифицированными инвестиционными фондами.

- В случае фондов, зарегистрированных в иностранном государстве, если они не являются открытыми и государственными инвестиционными фондами, по правилам (уставу) которых не менее 90 процентов активов инвестиционного фонда должны быть инвестированы только в банковские депозиты, государственные облигации, ценные бумаги, допущенные или разрешенные к обращению на регулируемом рынке или в соответствии с Законом Республики Армения «Об инвестиционных фондах», определенные в составе других ликвидных активов.

Получается, что в публичные армянские инвестиционные фонды и публичные иностранные фонды с более чем 90% активов в финансовом рынке можно инвестировать до 50% обязательного пенсионного фонда, а в случае остальных фондов, этот показатель составляет 10%. Однако, во вторую категорию входит достаточно широкий спектр разнообразных инвестиционных фондов: это могут быть публичные иностранными фондами с менее чем

90% инвестиций на финансовых рынках, непубличные армянские фонды, инвестирующие в финансовые инструменты или в реальный сектор, а также аналогичные иностранные непубличные фонды. Очевидно, что эти 5 видов инвестиционных фондов имеют разный уровень риска, исходя не только от фактора публичности, но также от сферы своих инвестиций. Таким образом, государству целесообразно рассмотреть возможность установления более детальных порогов для инвестирования в инвестиционные фонды, с учетом возможных рисков, в случаях, когда управляющая компания пенсионного фонда решится вложить 10% своих активов, например, в непубличный иностранный инвестиционный фонд с активами в реальном секторе за рубежом, что, по сути, является самым рисковым вариантом инвестиции в данном подразделе.

Важно также рассмотреть ограничения по линии инвестирования в производные финансовые инструменты. Пунктом 15 статьи 39 установлено, что инвестиции в деривативы осуществляются только в целях хеджирования, когда рассматриваемый фонд включает в себя базовый актив данного дериватива или данному фонду присущ хеджируемый риск. Сумма производной сделки, заключенной с одним лицом, не может превышать 10 процентов стоимости активов фонда, если стороной сделки является банк, и не может превышать 5 процентов, если стороной сделки является иная финансовая организация. Общая сумма риска, связанного со всеми производными инструментами, входящими в активы обязательного пенсионного фонда, не должна превышать общую стоимость активов данного фонда. Таким образом, получается, что для хеджирования риска, возникшего, в наибольшем случае, в связи с 50% активов пенсионного фонда, вложенных в долевыми ценные бумаги, используются инструменты со стоимостью риска в 100% активов пенсионного фонда. Объективно, требует дополнительного разъяснения мотивация нормотворца, допустившего использование, например, банковского депозита, как «подушки безопасности» для производных финансовых инструментов, которые сами, в свою очередь, нацелены на обеспечение безопасности исключительно тех активов, которые вложены в долевыми ценные бумаги.

Вместе с тем, учитывая, что производные финансовые инструменты должны снижать уровень риска портфеля ниже уровня доли базового актива, которая, в свою очередь, не может превышать 50% активов всего фонда, добавление к текущей стоимости риска

дополнительной стоимости риска дериватива в размере 100% фонда, не может служить вышеуказанной цели.

Важно также подчеркнуть, что, при учете ограничения в 50% активов всего фонда для долевого ценных бумаг и обязательного присутствия в портфеле фонда базового актива выбранных производных инструментов, 100% стоимость риска дериватива может возникнуть только при приобретении производного финансового инструмента с кредитным плечом, что полностью противоречит природе и миссии пенсионного фонда.

Кроме исследования вопроса разрешенных инвестиций и их ограничений, интересно также понять как регулируется вопрос гарантий и страхования вложенных средств в РА на законодательном уровне.

Согласно вышеупомянутому закону, Правительство РА является гарантом возврата участнику совокупных распределений, произведенных в пользу указанного лица, с учетом инфляции.

В Армении есть гарантийный фонд, благодаря которому Правительство должно являться гарантом средств, а при недостаточности средств в гарантийном фонде – должно компенсировать за счет государственного бюджета Республики Армения. Средства гарантийного фонда формируются из сумм гарантийных взносов. Суммы гарантийных выплат управляющих пенсионного фонда аккумулируются на счете гарантийного фонда в Центральном банке. Ежегодные административные расходы и капитальные вложения по управлению гарантийным фондом не могут превышать 0,1 процента взимаемых гарантийных взносов. Управляющие обязательными пенсионными фондами, за исключением неплатежеспособных управляющих пенсионными фондами, обязаны уплачивать в гарантийный фонд разовые и периодические гарантийные взносы. Порядок расчета гарантийных взносов определяется Правительством Республики Армения.

Управляющие пенсионными фондами в течение десяти дней с момента получения обязательного разрешения на управление пенсионным фондом выплачивают на свой счет единовременный гарантийный взнос в размере 15 миллионов драмов. Периодические гарантийные выплаты производятся ежеквартально. Размер периодических гарантийных выплат рассчитывается из 0,02 процента от стоимости чистых активов обязательного пенсионного фонда, управляемого управляющим пенсионным фондом, ежедневно. Кроме того, периодические гарантийные выплаты производятся за счет

активов соответствующего обязательного пенсионного фонда. В случае неуплаты указанных гарантийных платежей, на эти суммы начисляется неустойка в размере трехкратной расчетной ставки банковских процентов, действующей на указанную дату внесения гарантийного платежа, которая уплачивается за счет управляющей пенсионным фондом компании.

Отметим также что решение о компенсации принимает Главная Депозитария РА, так как именно она ведет реестр вкладчиков. На основе этого решения, депозитария передает дело в Министерство финансов и Центральный банк. Последний же, в свою очередь, при подтверждении компенсационного случая, из гарантийного фонда выделяет сумму компенсации, которую направляет в реестр.

Средства гарантийного фонда могут быть инвестированы в финансовые активы, исключительно с высокой надежностью доходности, а именно:

- В ценных бумагах, выпущенных или полностью гарантированных Республикой Армения;
- В коммерческих банках, действующих на территории Республики Армения, или ведущих иностранных банках, имеющих высокий рейтинг по банковскому вкладу и (или) банковскому счету;
- В ценных бумагах, выпущенных или полностью гарантированных Центральным банком;
- В стандартизированных золотых слитках;
- В ценных бумагах, выпущенных или полностью гарантированных странами с высоким рейтингом и/или центральными банками этих стран;
- В ценных бумагах, выпущенных или полностью гарантированных ведущими организациями с высоким рейтингом;

По решению попечительского совета лица, управляющего гарантийным фондом, в другие финансовые активы по согласованию с уполномоченным государственным органом финансовой сферы Правительства Республики Армения.

Допустимые пределы рейтингов и перечень допустимых рейтинговых организаций определяются попечительским советом ЦБ РА, по согласованию с Министерством Финансов РА. В случае же ликвидации или банкротства лица, управляющего гарантийным фондом, управление фондом переходит к другому временному управляющему, определяемому решением Правительства Республики Армения,

до тех пор, пока решением Правительства не будет определен главный управляющий фондом.

Подобный институт создания гарантий имеет место быть, однако в конкретно данном случае существуют определенные моменты, которые в критической ситуации могут привести к негативным последствиям. Во-первых, это малый процент нормы резервирования, который в объемах инвестиций пенсионных фондов не является даже близко достаточным для покрытия рисков. Другим важным вопросом является характер и нормативы управления резервным фондом. Согласно законодательству, если в случае основных пенсионных фондов хотя бы для вкладов установлены четкие уровни кредитных рейтингов для банков, в случае резервного фонда отсутствует даже это регулирование, оставляя определение допустимого уровня риска инвестиций в руках Центрального банка и Министерства финансов. Вместе с тем, структура допустимых активов, в которые можно производить инвестиции из резервного фонда, в большей части совпадает со структурой, установленной для основных пенсионных фондов. В таких условиях, при возникновении экстерналий негативных эффектах, связанных с активами основных пенсионных фондов, резервный фонд не сможет выполнить функцию минимизации риска, так как инвестиции из резервного фонда будут произведены в схожие активы и будут подпадать под те же негативные эффекты.

Как видно в обзоре нормативного документа OECD о рекомендациях по управлению пенсионными фондами [2], правительство должно брать на себя регулирующую функцию и в законодательной форме определять рамки инвестиционной политики управляющих фондов. В части анализа законодательной базы накопительной пенсионной системы Армении, автором были сделаны выводы как по линии вышеуказанного определения рамок инвестиционной политики для управляющей компании, так и по линии

гарантирования вложений населения в пенсионные фонды. По части определения рамок, автор пришел к выводу, что существующее законодательство имеет необходимость совершенствования сразу по нескольким направлениям: это касается как вопроса определения возможной доли инвестирования за границей, которая значительно ограничивает гибкость действий инвестиционных фондов, так и отдельных критериев структуры портфелей пенсионных фондов, которые, в одних случаях, приводят к несбалансированным требованиям по отношению к инвестициям в иностранные организации, по сравнению с инвестициями внутри Армении, а с другой стороны – создают дополнительные риски управления пенсионными фондами за счет диспропорции в допустимых долях инвестирования в различные типы вложений. В контексте гарантирования долгосрочного благосостояния населения со стороны государства, законодательные нормы тоже требуют проработки с целью усовершенствования, так как в текущем формате, при условии малого объема резервного фонда и одинаковых условий как для основных, так и для резервного фондов, правовые механизмы, направленные на минимизацию возможных негативных эффектов в будущем, не приведут к соответствующим результатам.

Список использованной литературы

1. Закон «О накопительных пенсиях»
<https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=194995>
2. Рекомендации OECD по управлению пенсионными фондами,
https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/103/103_en.pdf

Сдана/Հանձնվել է՝ 27.02.2025

Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 03.02.2025

Принята/Ընդունվել է՝ 10.02.2025