Оценка соответствия инвестиционной деятельности управляющих компаний пенсионными фондами РА нормам правового регулирования

Мелконян Георгий А.
к.э.н, преподаватель, Кафедра экономики и финансов,
Российско-Армянский Университет (Ереван, РА)
https://orcid.org/0009-0005-1944-9216
georgi.melkonyan@gmail.com

УДК: 336.1; **EDN:** PJNYSC; **JEL:** G24, J26, J32, L25
DOI: 10.58587/18292437-2025.6-258
Ключевые слова и словосочетания: Пенсионные фонды; инвестиционная деятельность; правовое регулирование; диверсификация; долгосрочные риски

ՀՀ կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարման ընկերությունների ներդրումային գործունեության համապատասխանության գնահատումը իրավական կառավարման ստանդարտներին

Մելքոնյան Գեորգի Ա.
տ.գ.թ., դասախոս, Տնտեսագիտության և ֆինանսների ամբիոն,
Հայ-Ռուսական համալսարան (Երևան, ՀՀ)

Ամփոփագիր. Այս հոդվածը գնահատում է ՀՀ-ում կենսաթոշակային ֆոնդեր կառավարող կառավարիչ ընկերությունների ներդրումային գործունեության համապատասխանությունը գործող օրենսդրությանը: Վերլուծությունը ցույց է տվել, որ ֆոնդերի մեծ մասը չի համապատասխանում հիմնական կարգավորող չափանիշներին, այդ թվում՝ կառավարիչ ընկերությանը կից ընկերություններում և ֆոնդերում ներդրումներ կատարելու արգելքին, բաժնետոմսերի պորտֆելների պահանջվող դիվերսիֆիկացմանը և յուրաքանչյուր երկրի համար առավելագույն ներդրումային սահմանաչափին: Նման խախտումները ոչ միայն հակասում են ՀՀ օրենսդրությանը, այլև ստեղծում են զգալի երկարաժամկետ ռիսկեր կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների ֆինանսական բարեկեցության համար: Ուսումնասիրությունը պարզել է, որ կարգավորող պահանջների չկատարումը կապված է ներդրումային քաղաքականության անբավարար թափանցիկության, խիստ ներքին վերահսկողության համակարգի և ռազմավարական պլանավորման բացակայության, ինչպես նաև սպեկուլյատիվ գործառնությունների պրակտիկայի հետ: Ուսումնասիրության արդյունքները ընդգծում են իրավական կարգավորման ամրապնդման, կառավարիչ ընկերությունների թափանցիկության բարձրացման և ներդրումների դիվերսիֆիկացման և անվտանգության վերահսկման մեխանիզմների ներդրման անհրաժեշտությունը: Ընդհանուր առմամբ, իրավական նորմերի պահպանումը կարևոր է կենսաթոշակային ֆոնդերի մասնակիցների շահերը պաշտպանելու և երկարաժամկետ կայուն կապիտալի աճ ապահովելու համար:
Հանգուցաբառեր և բառակապակցություններ՝ Կենսաթոշակային ֆոնդեր, ներդրումային գործունեություն, իրավական կարգավորում, դիվերսիֆիկացում, երկարաժամկետ ռիսկեր

Assessment of Conformity of Investment Activities of Management Companies of Pension Funds of the Republic of Armenia With Legal Regulation Standards

Melkonyan George A.
PhD, lecturer, Department of Economics and Finance,
Russian-Armenian University (Yerevan, RA)

Abstract. This article assesses the compliance of the investment activities of management companies managing pension funds in the Republic of Armenia with current legislation. The analysis revealed that most funds fail to comply with key regulatory criteria, including a ban on investments in companies and funds affiliated with the management company, the required diversification of equity portfolios, and the maximum investment limit per country. Such violations not only contravene Armenian legislation but also create significant long-term risks to the financial well-being of pension fund participants. The study found that non-compliance with regulatory requirements is associated with insufficient transparency of investment policies, the absence of a rigorous internal control system and strategic planning, and the practice of speculative operations. The results of the study highlight the need to strengthen legal regulation, increase the transparency of management companies, and implement mechanisms to control the diversification and security of investments. Overall, compliance with legal norms is critical for protecting the interests of pension fund participants and ensuring stable long-term capital growth.
Keywords & phrases: Pension funds; investment activities; legal regulation; diversification; long-term risks

Согласно статье 28, пункту 4 Закона «О накопительных пенсиях» [**1**], кастодианом пенсионного фонда может быть действующий на территории Республики Армения банк, оказывающий услуги по хранению ценных бумаг в течение не менее 2 лет в соответствии с Законом Республики Армения "О рынке ценных бумаг". На практике же, услуги хранения ценных бумаг управляющим пенсионным фондам предоставляет Центральная депозитария Армении, которая не является банком [**2**]. Однако, необходимо отметить, что в этом случае, несоблюдение нормативного условия со стороны управляющих компаний пенсионными фондами является больше следствием сложившейся ситуации, нежели сознательным решением этих компаний. Дело в том, что на данный момент в Армении не существует банков или иных финансовых учреждений с депозитарной лицензией. Таким образом, у управляющих компаний не остается никакой альтернативы, кроме как приобретать данные услуги у Центрального депозитария Армении. Исходя из этого, будет целесообразно использовать в законодательных актах формулировку «финансовая организация, имеющая депозитарную лицензию», что позволит, при развитии финансового рынка, вовлечь в процесс хранения ценных бумаг портфелей пенсионных фондов и частные банки, вместе с тем, обеспечит законный метод реализации данного процесса со стороны управляющих компаний пенсионными фондами на текущий момент.

Важно также упомянуть нормативные требования, установленные пунктом 4, статьи 37, согласно которым, 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. Проведенный анализ выявил, что доли инвестиций в рынок акций через долевые ETF фонды довольно близки друг-другу и за десять лет функционирования фонда нормативное требования о 15 процентной разнице никогда не сохранялось.

Учитывая также тот факт, что управляющая компания инвестирует, практически, в одинаковые ценные бумаги, что заметно в приложениях 6 и 7, можно утверждать, что данные фонды не отличаются между собой в плане управления и участники пенсионной системы не видят смысла менять фонд с консервативного на сбалансированный, что и происходит на самом деле.

Примечательно также то, что согласно статье 37, управляющие пенсионными фондами обязаны иметь только консервативный фонда, а остальные фонды – на усмотрение управляющей компании.

Необходимо уточнить, что формулировка в пункте 4 статьи 37 несет в себе двоякую смысловую нагрузку: на данный момент, нормативное требование можно интерпретировать как 15 процентную разницу в сравнении долей долевых ценных бумаг в портфелях, те есть ситуацию, когда, например, если доля долевых ценных бумаг в портфеле консервативного пенсионного фонда составляет 20%, то в случае сбалансированного пенсионного фонда показатель должен быть не ниже 35%, но возможна и интерпретация таким образом, что 23% в случае сбалансированного фонда в том же примере (15 процентная надбавка к показателю предыдущего фонда) может считаться соответствием данному нормативному требованию. Таким образом, можно предположить, что управляющие компании пенсионными фондами используют возможную двойственность данного нормативного в свою пользу, учитывая, что управление рисками крайне схожих по содержанию и структуре пенсионных фондов значительно менее затратно, чем в случае с фондами, в которых реальная разница долевых ценных бумаг составит 15%.

Описанное выше явление проблематично не только с точки зрения логики и финансовой эффективности, а также в контексте самой сущности диверсификации и создания трех различных фондов для выбора потребителей данных услуг. Таким образом, эффективное решение вопроса может стать уточнение формулировки данного нормативного требования в законе, что позволит достигнуть задуманных нормотворцем целей.

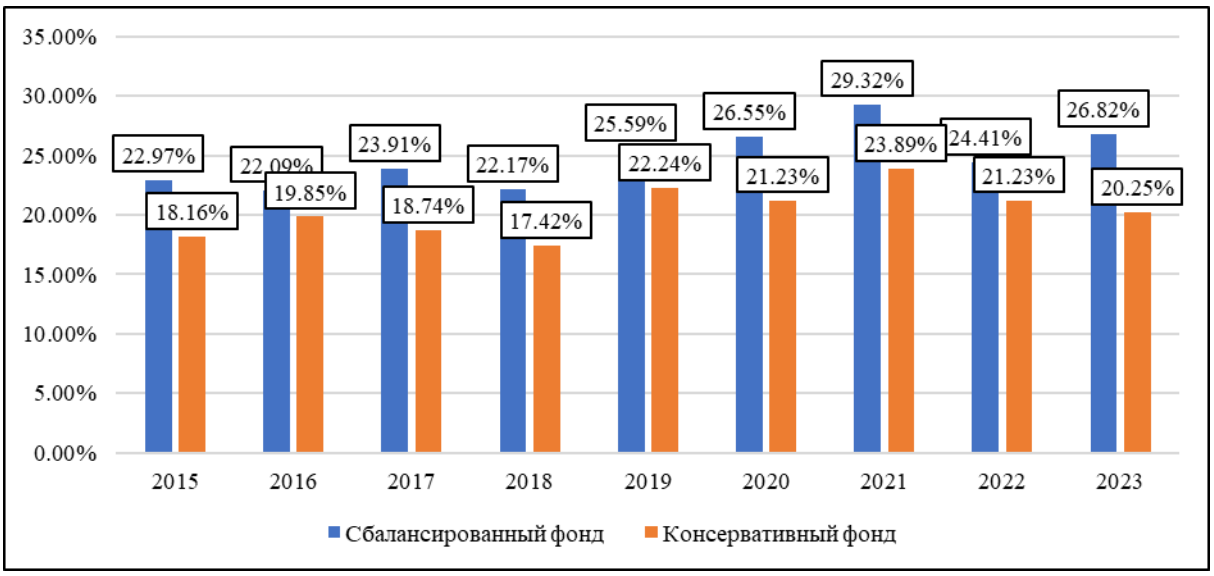

Рисунок 1. *Сравнительный анализ сбалансированного и консервативного фондов на предмет инвестиций в рынок акций, 2015-2023 гг., % от портфеля*

Источник: *Финансовые отчеты сбалансированного и консервативного фондов С QUADRAT Ampega* [**3**; **4**]

Согласно статье 39 Закона «О накопительных пенсиях», пункту 8, максимальная сумма инвестиций в ценные бумаги одного эмитента не может превышать 10 процентов общей стоимости активов обязательного пенсионного фонда. На практике же, управляющая компания С QUADRAT Ampega, в основном, инвестирует в ETF фонды США, а там крупнейшие ETF фонды почти полностью сосредоточены в руках двух управляющих компаний BlackRock и Vanguard. Так, в 2023 году С QUADRAT Ampega инвестировала 17,6% активов сбалансированного фонда в ETF фонды BlackRock. Фактически, это несоблюдение закона со стороны управляющей компании, однако, важно понимать, что, с другой стороны, С QUADRAT Ampega вынуждена не инвестировать в самые стабильные и большие фонды США из-за данного пункта. Таким образом, у управляющей компании выбор таков: либо нарушать закон, либо производить инвестиции в не самые оптимальны активы. В таких условиях, исходя из того, что изначально нецелесообразно установление одинаковых пороговых значений для всех видов долевых ценных бумаг, так как они имеют значительно разный уровень риска, возможно рассмотрение изменения нормативных критериев, в рамках которых будут установлены различные критерии, исходя, как из структуры фонда, так и типа долевой ценной бумаги. Например, можно рассмотреть модель, в которой устанавливаются отдельные критерии для консервативного и сбалансированного пенсионных фондов: для сбалансированного фонда устанавливаются отдельные критерии для ETF фондов и других видов долевых ценных бумаг. Учитывая, что у ETF фондов более низкий уровень риска, для сбалансированного фонда м можно установить пороговое значение в 20 % от общей стоимости активов, а для остальных ценных бумаг оставить 10% порог. Таким образом, у управляющих компаний пенсионными фондами будет больше возможностей в контексте размещения средств в ETF фонды, с учетом того, что в случае именно ETF фондов на мировом финансовом рынке существует довольно высокая концентрация.

Согласно статье 39 Закона «О накопительных пенсиях», пункту 16, инвестиции, осуществленные в одном иностранном государстве, не могут превышать 15 процентов активов данного обязательного пенсионного фонда, за исключением случаев, когда невозможно четко определить степень участия того или иного государства в случае инвестиционных инструментов, входящих в активы фонда.

Для выявления соответствия данного норматива, рассмотрим последний 2023 год для сбалансированного фонда, который актуален на момент проведения исследования. Согласно проведенному анализу, эмитентами объектов инвестиций из двух стран: США и Германии. В случае Германии, только 9,56% портфеля были инвестированы в немецкие активы, а в случае же США, доля составляет 21,98%. В остальные годы, также, доля инвестиций США превышает 15% процентов, что является несоблюдением закона со стороны управляющей компании.

Таблица 1. *Инвестиции сбалансированного фонда в ETF фонды в 2023 году*

Isin	Доля в портфеле	Страна эмитента
ISH2-DL C.BD U. DL ACC.	1,82%	США
UBSLFS-BBMSCIUSLCS ADDL	2,02%	США
ISHSIV-DL T.BD20+YR DL D	0,88%	США
JPM-GLOBAL FOCUS C A.DL	2,40%	США
ISHSIV-SUS.M.EM.MK.SRI DL	2,06%	США
ISHSII-MSCI EUR.SRI EOACC	2,29%	США
ISHSIV-MSCI WLD.SRI U.DLD	4,64%	США
ISHSIV-MSCI JAPAN SRI DL	1,00%	США
UBSLFS-MSCI USA SR ADDL	4,87%	Германия
UBSLFS-MSCI WLD.SR AADL	4,69%	Германия
ISIV-MSCIUSASRI U.ETF DLA	4,87%	США

В этом случае тоже можно предположить, что C QUADRAT Ampega решил сузить круг эмитирующих стран для уменьшения затрат на управление рисками, которые возникли бы, если компания рассматривала, например, японские, китайские, европейские компании. Учитывая, что в портфеле пенсионных фондов присутствуют акции армянских компаний, вопрос возникновения дополнительного риска бы не возник.

Согласно статье 39 Закона «О накопительных пенсиях», пункту 19, активы обязательного пенсионного фонда не могут быть инвестированы в:

- в ценных бумагах, выпущенных управляющим и депозитарием данного пенсионного фонда, а также аффилированными с ними лицами;
- в ценных бумагах, выпущенных лицом, осуществляющим проверку управляющего пенсионным фондом или кастодиана;
- в ценных бумагах, выпущенных лицами, оказывающими консультативные услуги управляющему или кастодиану данного пенсионного фонда;
- в производные инструменты, за исключением инвестиций хеджирования;
- в тех активах, отчуждение которых запрещено или ограничено;
- в недвижимость или другие физические активы (произведения искусства, монеты, иконы, антиквариат, дорогие автомобили и т.п.).

В 2015 году управляющая компания инвестировала 12,15 % от стоимости портфеля в ETF фонд, под управлением материнской компании C QUADRAT Ampega. Таким образом, действия компания C QUADRAT Ampega в этой части, по сути, противоречат сразу двум пунктам закона. С одной стороны, компания вложила более 10% портфеля в ценные бумаги одного эмитента, а с другой стороны эмитентом является аффилированная с управляющей компанией пенсионными фондами компания.

Важно отметить, что в результате анализа соответствия деятельности пенсионных фондов законодательным нормам, было выведено, что по линии соблюдения таких критериев как невложение в связанные с управляющей компанией компании или фонды, соблюдение необходимой разницы в структуре портфелей пенсионных фондов по линии вложений в долевые ценные бумаги, а также соблюдение критерия максимального объема вложения в одну страну, пенсионные фонды не следуют установленным законодательным нормам, что с одной стороны напрямую нарушает законодательство РА, а с другой стороны – создает дополнительные риски в контексте долгосрочного благосостоянии я населения.

Список использованной литературы

1. Закон «О накопительных пенсиях», https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=194995
2. Официальный сайт Центральной депозитарии Армении https://cda.am/en
3. Финансовый отчет консервативного фонда C QUADRAT Ampega https://www.c-quadrat-ampega.am/en/pension-funds/cqcon/3
4. Финансовый отчет сбалансированного фонда C QUADRAT Ampega https://www.c-quadrat-ampega.am/en/pension-funds/cqbal/4

Сдана/Հանձնվել է՝ 02.12.2025
Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 08.12.2025
Принята/Ընդունվել է՝ 13.12.2025