

# **РЦБ - РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ**

**№ 3 (234) 2003 г.**

## **Мировой опыт инвестирования средств государственных пенсионных фондов**

**Евгений Хотулев**

**консультант ЗАО "Экономическая экспертная группа"**

### **ВВЕДЕНИЕ**

В 2002 г. в России начался переход от распределительного принципа социального страхования к смешанной системе, включающей накопительную составляющую. Важным результатом пенсионной реформы станет появление значительного объема инвестиционных ресурсов, аккумулируемых в накопительной пенсионной компоненте. Поскольку инвестирование средств на рынке капитала является единственным способом работы накопительной государственной системы пенсионного обеспечения, разработка инвестиционной стратегии фонда - одно из приоритетных направлений реформирования.

В данной статье речь пойдет о мировом опыте регулирования структуры управления обязательными государственными пенсионными фондами (ПФ). В подавляющем большинстве случаев обязательные государственные ПФ являются объектами жесткого регулирования со стороны государства, которое осуществляется по трем основным направлениям:

- Регулирование институциональной формы фондов.
- Регулирование финансовой деятельности (производительности) фондов, включая определение целей и критериев успешной работы фонда.
- Регулирование структуры инвестиционного портфеля фондов. Данное направление включает разработку принципов распределения активов в соответствии с принятыми целями и критериями.

В статье так или иначе затрагиваются все пункты. Исследование является частью проекта <Эффективность инвестиционных стратегий в пенсионных фондах>, поддержанного грантом МОНФ из средств, предоставленных Агентством международного развития США.

### **РЕГУЛИРОВАНИЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ**

#### **Классификация государственных пенсионных фондов**

Существует два основных принципа работы пенсионных фондов, использующих элементы накопительной системы:

- Система установленных выплат (Defined Benefit, DB). Участнику пенсионной схемы гарантируется определенный размер пенсии по достижении пенсионного возраста. Указанный размер рассчитывается по актуарным формулам исходя из периода занятости и истории заработной платы.
- Система установленных взносов (Defined Contribution, DC). Размер будущей пенсии привязывается к объему взносов в пенсионную систему и определяется исходя из доходности инвестиционного портфеля.

Можно выделить три базовых категории накопительных ПФ, работающих на основе представленных принципов:

- Частично накопительные DB-фонды (partially funded DB) сейчас встречаются особенно часто. По данной схеме работает примерно 2/3 всех обязательных

государственных фондов, включающих элементы накопительной системы (страны Африки и Ближнего Востока, Швеция, Канада, Япония и пр.). Термин отражает систему распределения поступающих средств: поток поступающих пенсионных взносов разделяется на несколько составляющих. Обычно разделение происходит на две пропорциональные части, одна из них поступает в распределительную систему и формирует базовую государственную пенсию, а другая направляется на накопительные счета.

- Накопительные децентрализованные DC-фонды (fully funded, decentralized) являются на 100% накопительными (в странах Латинской Америки, включая Чили, Венгрии, Польше, Гонконге, а также в Австралии, Швейцарии, Нидерландах и Великобритании). Активы фондов данной категории формируются за счет поступлений на клиентские индивидуальные накопительные счета и управляются внешними управляющими компаниями.

- Третья категория включает так называемые <осторожные фонды> (provident fund), которые являются накопительными централизованными DC-фондами. Они распространены в странах - бывших британских колониях Азии и Африки. Большинство из них являются очень старыми, и величина их активов достаточно высока. Государство напрямую участвует в процессе принятия инвестиционных решений таких фондов. Разработка инвестиционной политики и управление активами осуществляются советом управляющих, обычно включающим представителей государства, профсоюзов, коммерческих компаний и иногда клиентов фонда. Руководство советом, как правило, осуществляется государственным чиновником. Как следствие, ПФ данной категории инвестируют капитал преимущественно в государственные облигации своей страны, долговые бумаги государственных компаний, а также в государственные проекты социальной направленности.

Роль государства в управлении средствами государственных пенсионных фондов В разных странах степень государственного участия в управлении фондами оказывается различной:

- Прямое государственное управление (Уганда). Средства на накопительных пенсионных счетах составляют часть государственного бюджета или же формируют отдельный пул. В обоих случаях решения об инвестировании средств принимаются государственными чиновниками. Большая часть средств инвестируется в государственные долговые бумаги данной страны, перечисляется на депозитные счета государственных банков или же распределяется среди государственных инвестиционных проектов.

- Государственное управление на основе рыночных принципов. Появление систем данного типа стало следствием необходимости снижения политического влияния на процесс принятия инвестиционных решений. В данном случае средствами фонда по-прежнему управляет государство, однако инвестиционные решения принимаются не чиновниками, а специалистами, приглашенными на государственную службу. Данная схема в большей степени, нежели первая, предполагает разработку оценки рисков, присущих различным инвестиционным стратегиям. Этот тип имеет среди представленных категорий наибольшее количество вариаций. По базовой схеме работает государственный пенсионный фонд в Канаде. В ряде случаев управляющий работает лишь с некоторой долей средств, в то время как остальная часть распределяется по первой схеме (Сингапур, Фиджи). Кроме того, фонд может дробиться по региональному принципу и каждый регион приглашает своего управляющего (Боливия).

- Внешнее управление, сопровождаемое жесткими регулятивными методами (Уругвай). Разработка инвестиционной стратегии и управление средствами фонда производится внешним управляющим. Вместе с тем государство налагает крайне жесткие ограничения на структуру инвестиционного портфеля. Нормативы существенным образом ограничивают выбор стратегий инвестирования и количество доступных инструментов. С помощью подобных ограничений государство может достичь тех же результатов, что и прямое управление средствами государственного пенсионного фонда. Отличие от фондов первого типа заключается в том, что инвестиционный портфель включает в основном рыночные ценные бумаги.

- Внешнее управление с минимальным участием государства (Австралия).

Данную систему можно считать наиболее <продвинутой> в плане эффективности управления. Эта эффективность базируется в первую очередь на конкуренции между управляющими и требует развитого рынка капитала и инвестиционной культуры населения.

Возможность реализации каждого метода неразрывно связана с особенностями развития страны. В случае полного отсутствия рынка капитала или его крайней неэффективности прямое государственное управление оказывается наиболее эффективным методом распределения средств ПФ. Вместе с тем в большинстве случаев эффективность использования средств государственных ПФ, управляемых непосредственно государством, ниже, чем управляемых частными управляющими компаниями.

### **Структура внешнего управления активами государственных пенсионных фондов**

Две из перечисленных категорий предполагают привлечение внешней управляющей компании. В большинстве случаев управление осуществляется через компанию, специально созданную в рамках крупного участника рынка капитала.

В обязанности управляющих менеджеров входит разработка инвестиционной стратегии, управление инвестиционным портфелем, поддержка индивидуальных или коллективных клиентских счетов. Как правило, управляющая компания является также посредником при продаже пенсионных аннуитетов. Менеджмент фонда занимается учетом средств, аудитом, прогнозированием, актуарными расчетами, отчетностью в органы надзора и пр.

В развивающихся странах и странах, осуществляющих реформу пенсионной системы, как правило, существует одна компания и одна инвестиционная стратегия, т.е. все вкладчики фонда условно владеют идентичными портфелями. Такой выбор в условиях становления новой системы обусловлен значительными издержками по регулированию и мониторингу работы нескольких управляющих компаний и предотвращению возможного конфликта интересов между государством и управляющими менеджерами. Кроме того, в этом случае отсутствует необходимость управлять индивидуальными счетами, и учет производится на уровне коллективных счетов, что также снижает издержки.

Важной отличительной особенностью рассматриваемой структуры управления является то, что ее последовательное усовершенствование не требует значительных затрат со стороны государства. В процессе развития государственной системы и роста инвестиционной культуры населения происходит рост количества инвестиционных стратегий, осуществляется переход от коллективных пенсионных счетов к индивидуальным, осуществляется расширение возможностей управления счетами. В развитых странах участники фонда в большинстве случаев имеют право переключаться между различными инвестиционными стратегиями и управляющими компаниями.

В частности, для молодого поколения может быть более привлекательным участие в программе с большим риском и с большим ожидаемым доходом. Для людей, чей возраст близок к пенсионному, наоборот, дополнительные риски, как правило, неприемлемы. Чаще всего такие переключения осуществляются достаточно свободно и не сопряжены с большими транзакционными издержками. Таким образом, в итоге управляющие компании проходят <двойной> отбор.

На первом этапе компании необходимо выполнить определенные требования для включения в реестр компаний, работающих с капиталом пенсионного фонда. На втором этапе выбор делают клиенты фонда, выбирая из реестра желаемую компанию. Это способствует сохранению высокой конкуренции между управляющими компаниями и управляющими менеджерами внутри одной компании, ведет к повышению эффективности управления и, что самое главное, делает государственный пенсионный фонд в значительной степени ориентированным на клиента, что способствует росту популярности государственной пенсионной системы среди населения, так как клиенты фонда чувствуют себя вовлеченными в инвестиционный процесс. В качестве успешного примера здесь можно привести накопительную

пенсионную систему Швеции.

## **ПРИНЦИПЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ СТРУКТУРЫ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ**

Неопределенность, возникающая из-за несимметричности информации на рынке капитала, способствует возникновению рисков, связанных с финансовыми вложениями. Целью управления активами пенсионного фонда в рамках накопительной системы является создание портфеля, обеспечивающего максимальный доход при заданном уровне риска (хотя на практике эта цель не является единственной). Эта цель достигается путем регулирования, в частности, показателей риска, ликвидности, инвестиционного горизонта и пр.

При прочих равных условиях наилучшие соотношения доходности и риска достигаются пенсионными фондами со значительным объемом активов за счет диверсификации вложений, которая позволяет снизить влияние всех описанных рисков. Основные направления инвестирования средств государственного фонда:

- Инвестиции в нерыночные инструменты и целевое финансирование инвестиционных проектов.
- Инвестиции в рыночные ценные бумаги.

### **Инвестиции в нерыночные инструменты**

Инвестирование в нерыночные инструменты наиболее часто доминирует в развивающихся странах и странах с переходной экономикой. Однако целевые инвестиции (economically targeted investments, ETI) - инвестиции в социальные государственные проекты или нерыночные ценные бумаги, выпускаемые под такие проекты, включаются в портфель государственных ПФ и многих развитых стран. С инвестициями в социальную сферу связано как минимум две серьезных проблемы. Во-первых, при принятии инвестиционных решений существенное влияние оказывают политические факторы. Это часто ведет к искажению целей, стоящих перед фондом.

Во-вторых, все проекты, связанные со строительством объектов социальной сферы, в большинстве своем оказываются низкодоходными. Негативным моментом является также тот факт, что очень часто под ETI попадают кредиты государственным предприятиям для покрытия их финансовых потерь. Как правило, подобные инвестиции оказываются затем в разделе <проблемных> кредитов и впоследствии списываются в убытки (что и продемонстрировала Япония).

В последнее время все более широкое распространение получают инвестиции в объекты недвижимости и выдача ипотечных кредитов. Данные операции предполагают долгосрочное кредитование, что позволяет снизить риски портфеля пенсионного фонда, который состоит из <длинных> денег.

Инвестиции в сектор жилья могут принимать различную форму. Пенсионные фонды могут сами выдавать ипотечные кредиты. Похожий опыт был реализован в Иордании, где часть средств фонда шла на выдачу ипотечных кредитов под низкий процент для семей с заработком ниже среднего.

В ряде стран (например, в Нигерии), приоритет был отдан коммерческому строительству и строительству жилья для богатых граждан. Данные инвестиции имеют несколько большую норму доходности, хотя и не являются массовыми. В некоторых странах (в частности, в Танзании, в Замбии и пр.) фонд сам занимается строительством жилья, которое впоследствии продается или сдается в аренду. В процессе развития рынка ипотечного кредитования фонд может инвестировать в долговые бумаги, эмитируемые ипотечными агентствами.

Отдельно ставится вопрос венчурных инвестиций. Государственным ПФ инвестиции в венчурные фонды либо не разрешаются, либо ограничиваются незначительной долей капитала.

### **Инвестиции в рыночные активы и регулирование структуры инвестиционного портфеля**

С точки зрения управляющего ПФ рыночные инструменты относятся к одной из трех категорий:

- Условно-безрисковые активы - депозиты, федеральные госбумаги и долговые обязательства государственных компаний (в том числе не имеющие вторичного рынка), по которым федеральное правительство выступает гарантом.
- Рисковые - ликвидные корпоративные, субфедеральные и муниципальные облигации, имеющие рейтинг.
- Высокорисковые - все остальные инструменты, включая акции и корпоративные долговые обязательства, в том числе не включенные в биржевой листинг, производные инструменты и пр.

Наиболее часто регулирующий орган задает максимальное процентное соотношение стоимости рискованных активов в общей стоимости активов, а также минимальную долю условно-безрисковых инструментов, что соответствует концепциям прямого или косвенного регулирования. Инвестирование в высококорисковые инструменты разрешается в очень небольшом количестве стран, причем для этой цели обычно создается отдельная управляющая компания.

Таким образом, практически во всех государственных пенсионных системах правительство обязывает фонды вкладывать значительную часть средств в государственные долговые инструменты и на депозитные счета. В ряде стран это единственный источник вложения средств.

Кроме того, в отношении рыночных инструментов применяются ограничения, являющиеся обычной формой пруденциального надзора:

- Концентрация собственности (максимальная доля в процентах в акционерном капитале эмитента).
- Доля финансового инструмента в инвестиционном портфеле фонда.
- Доля бумаг одного эмитента в инвестиционном портфеле фонда.
- Риск, связанный с определенным активом.
- Перечень эмитентов (например, имеющими рейтинг не ниже заданного).
- Перечень ценных бумаг (например, только те, для которых оценен риск, или только включенные в котировальные листы торговых площадок).

Жесткость регулирования зависит от нескольких факторов. В первую очередь это история рынка капитала. В развивающихся странах и странах, которые проводят пенсионную реформу и вводят накопительную обязательную пенсионную систему, ограничения более жесткие и инвестирование допускается в меньшее количество финансовых инструментов. Это объясняется тем, что, как правило, у менеджеров фондов отсутствует обширный опыт инвестирования средств на рынке капитала. Более того, инвестирование на финансовых рынках развивающихся стран сопряжено с существенно большими издержками, так как рынок является неэффективным с низким уровнем прозрачности и информированности участников и ограниченным количеством инструментов. Число участников рынка также невелико, что ведет к высокой изменчивости котировок и, как следствие, к высокому риску потерь.

Вторым по важности вопросом являются лимиты инвестирования в иностранные активы. Существуют аргументы как в пользу включения иностранных активов в портфель государственного ПФ, так и против него.

Экономическая целесообразность возникает из-за необходимости диверсифицировать страновой риск. Распределение активов фонда среди инструментов нескольких стран может существенно уменьшить изменчивость доходности совокупного инвестиционного портфеля. В частности, уровень корреляции доходности рыночного портфеля в США и совокупного рыночного портфеля развивающихся стран составляет около 40%. Невысокий уровень корреляции наблюдается также с рынками азиатских стран, в первую очередь Японии. Индексы же акций крупнейших мировых рынков акций (США, Великобритания, рынки континентальной Европы), наоборот, коррелируют очень сильно.

Необходимость инвестирования в иностранные активы возникает также в случае отсутствия возможности эффективного вложения средств внутри страны. Такая ситуация может сложиться, если пенсионный фонд достаточно большой, внутренний

рынок капитала является неразвитым и государство имеет ограниченные возможности по его регулированию. В этом случае государственный ПФ может стать средством манипулирования рынком.

Фонды, наиболее активно инвестирующие за границу, находятся преимущественно в Западной Европе (в Великобритании, Бельгии и Ирландии). Для них доля иностранных активов иногда поднимается выше 30%. В Австралии в иностранных инструментах находится около 15% всех активов государственного фонда.

Для остальных стран, в числе которых все государства, реформирующие пенсионную систему, доля в портфеле иностранных ценных бумаг незначительна, хотя лимиты во многих случаях позволяют увеличить объем, т.е. практически во всех странах, где государственному фонду разрешается инвестировать в иностранные активы, верхняя планка, как правило, не реализуется. Во многом это обусловлено высокими издержками по переводу инвестиционного капитала государственного фонда за пределы страны, связанными с сильным политическим сопротивлением.

Основной аргумент противников инвестирования в иностранные активы заключается в том, что низкий уровень корреляции между финансовыми инструментами различных стран в обычное время может существенно вырасти в случае проявления кризисных ситуаций. В качестве показательного примера можно привести американский хеджевый фонд Long-Term Capital Management, который осенью 1998 г. потерпел крах, несмотря на образцовую профессиональность управляющих.

Некоррелированные до этого позиции фонда неожиданно стали высокоррелированными, и математические модели оказались неспособными понижать риск быстро и с низкими затратами. То есть с помощью диверсификации портфеля с использованием активов различных стран удается хеджировать риски только в спокойное время, когда эти самые риски невелики.

Инвестирование средств за рубеж ведет также к увеличению риска обменного курса. Хотя существует возможность страховать от нежелательных изменений курса национальной валюты, подобные стратегии достаточно дороги.

Кроме регулирования структуры инвестиционного портфеля государство, как правило, устанавливает реальную или номинальную, абсолютную или относительную минимальную целевую доходность портфеля. В качестве относительного уровня может использоваться доходность <рыночного> портфеля (имеется в виду заранее определенный и не меняющийся во времени набор рыночных активов; в простейшем случае это составная величина, куда в равных пропорциях входит доходность фондового индекса и индекса рынка долговых инструментов) или средняя доходность портфелей всех пенсионных фондов. В Колумбии, например, в качестве минимальной используется трехлетняя скользящая средняя доходности пенсионной отрасли в стране и доходности рыночного портфеля, взятых с равными весами. Иногда оговаривается целевой плавающий уровень и минимальный фиксированный. В некоторых случаях государство может выступать гарантом этих уровней для клиентов пенсионного фонда.

Плавающие целевые показатели оказываются на практике более эффективными, нежели установление жесткого уровня минимальной доходности, так как позволяют строить на своей базе эффективные мотивационные схемы для управляющих менеджеров фонда.

В Аргентине для обеспечения эффективного управления управляющая компания обязана иметь аналогичный инвестиционный портфель, который формируется из собственных средств компании. В случае, если доходность оказывается ниже целевой, разница компенсируется из этого резерва. В Уругвае государство гарантирует реальную доходность активов государственного пенсионного фонда в размере 2%.

Для НПФ также создается стабилизационный фонд, который покрывает разницу, если разница доходности портфеля фонда и среднего по отрасли значения превышает 2%. В обеих странах регулирующие органы отслеживают выполнение этого условия ежемесячно.

Обычно ограничения на структуру инвестиционного портфеля становятся несколько слабее в процессе увеличения размера фонда, развития пенсионной системы, совершенствования фондового рынка и структуры рынка капитала. В развитых странах, где финансовые рынки хорошо организованы и существуют комплексные

органы надзора, жесткие лимиты на инвестиции не нужны, и в итоге сохраняются только базовые пруденциальные ограничения. Вместо установки регулирующих рамок формируются достаточно общие и понятные принципы и неписаные правила. Поведение экономических агентов в подобных случаях контролируется самоуправляемыми ассоциациями.

### СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ДОХОДНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПОРТФЕЛЕЙ В РАЗЛИЧНЫХ СТРАНАХ

Если сравнить показатели доходности портфелей государственных пенсионных фондов в 22 странах, а также доходность банковских депозитов за тот же период (см. таблицу), то можно заметить, что меньше половины фондов (10 из 22) по итогам отчетного периода показали положительные реальные результаты. Причем зафиксированная доходность оказалась невысокой. Только для двух стран результат оказался выше 3% годовых: для Южной Кореи и Малайзии. Среднее значение по этим 10 странам составило 2,21% годовых.

| Страна      | Отчетный период | Реальная доходность*, % годовых | Стандартное отклонение за отчетный период, % | Отношение Шарпа (Sharpe ratio SR)** | Реальная доходность банковских депозитов*, % годовых | Стандартное отклонение за отчетный период, % |
|-------------|-----------------|---------------------------------|--|-------------------------------------|--|--|
| Южная Корея | 1988-1997       | 5,40                            | 1,40   | 3,83                                | 2,90   | 1,20   |
| Малайзия    | 1958-1996       | 3,20                            | 3,10   | 1,05                                | 3,00   | 2,80   |
| Марокко     | 1985-1996       | 2,30                            | 2,70   | 0,85                                | 2,50   | 2,10   |
| Швеция      | 1961-1995       | 2,10                            | 3,40   | 0,60                                | 0,90   | 2,50   |
| США         | 1955-1996       | 2,00                            | 3,40   | 0,58                                | 1,70   | 2,40   |
| Канада      | 1971-1989       | 1,80                            | 3,80   | 0,48                                | 2,60   | 2,50   |
| Индия       | 1977-1997       | 1,60                            | 2,70   | 0,57                                | 1,30   | 3,30   |
| Сингапур    | 1961-1995       | 1,50                            | 4,20   | 0,36                                | 1,10   | 3,60   |
| Япония      | 1970-1994       | 1,40                            | 5,00   | 0,27                                | -1,6   | 4,30   |
| Филиппины   | 1978-1991       | 0,80                            | 11,70  | 0,07                                | -0,4   | 7,10   |
| Шри Ланка   | 1960-1997       | -0,30                           | 4,50   | -0,08                               | 2,80   | 5,10   |
| Кения       | 1978-1990       | -3,90                           | 5,10   | -0,76                               | -1,3   | 5,00   |
| Ямайка      | 1979-1986       | -4,50                           | 7,50   | -0,6                                | -4,3   | 7,50   |
| Гватемала   | 1985-1995       | -4,90                           | 10,40  | -0,47                               | -1,9   | 5,20   |
| Коста Рика  | 1980-1996       | 0,50                            | 15,50  | -0,32                               | -2,3   | 11,70  |
| Египт       | 1981-1995       | -9,10                           | 4,90   | -1,85                               | -3,7   | 3,50   |
| Эквадор     | 1980-1987       | -9,30                           | 8,80   | -1,06                               | -5,6   | 6,70   |
| Танзания    | 1986-1996       | -11,20                          | 5,20   | -2,14                               | н. д.  | н. д.  |
| Венесуэла   | 1979-1989       | -15,30                          | 21,00  | -0,73                               | -8,6   | 13,10  |
| Замбия      | 1980-1991       | -28,50                          | 18,70  | -1,52                               | -18,4  | 15,40  |
| Уганда      | 1986-1994       | -33,10                          | 25,60  | -1,29                               | -22,7  | 27,30  |
| Перу        | 1981-1987       | -44,00                          | 25,70  | -1,71                               | н. д.  | н. д.  |
| Среднее     |                 | -6,70                           | 8,80   |                                     | -2,6   | 6,20   |

Кроме того, невысокими также оказались показатели доходности на единицу риска (SR). Использование SR в качестве сравнительной характеристики в данном случае удобно, так как в этом случае за основу берется волатильность доходности портфеля. Другим способом является измерение доходности на единицу риска, в качестве которого берется волатильность базового рыночного индикатора. Им может быть фондовый индекс, <рыночный> портфель, условно-безрисковые долговые бумаги и пр. Вместе с тем методика измерения изменчивости доходности портфеля, как правило, одинакова для различных стран, в то время как для других рыночных индикаторов могут использоваться различные процедуры, что приводит к искажениям при их сравнении.

Результаты также показывают, что только в 8 странах из 22 доходность государственных пенсионных фондов оказалась выше доходности банковских депозитов, причем эта разница в среднем незначительна. Среднее значение по странам, показавшим положительную разницу, - +1,1%, в то время как для

отрицательных значений - -4,1%.

Исследования для стран, приведенных в таблице, также показывают, что доходность государственных пенсионных фондов, управляемых управляющими компаниями, в среднем на 4,3% выше по сравнению с централизованными государственными фондами. Для стран с сильными политическими институтами эта разница уменьшается, а в <слабых> государствах - растет.

Следует заметить, что при сравнении не принимался во внимание ряд факторов, что может исказить полученные результаты. А именно, следует учитывать, что полученная зависимость может быть объяснена нестабильностью экономической ситуации в рассмотренных странах. Выбор стран производился на основе доступных данных. Вместе с тем очевидно, что данная выборка не является репрезентативной, так как содержит преимущественно государства Латинской Америки и Африки с неразвитыми рынками капитала.

### **ФАКТОРЫ ЭФФЕКТИВНОСТИ**

Анализ эффективности пенсионных фондов в странах с развитыми финансовыми рынками показывает, что в этом случае значимыми оказываются иные факторы, нежели степень государственного регулирования.

Исследование результатов работы фондов в США показывает, что наиболее значимыми факторами, определяющими доходность их инвестиционных портфелей, являются:

- Размер пенсионного фонда. В стране с развитым рынком капитала существует экономия от масштаба за счет снижения операционных издержек. Кроме того, большим фондам легче привлекать профессионалов за счет более привлекательного компенсационного пакета.
- Доля <пассивных> активов, т.е. активов, которые покупаются на долгосрочную перспективу. Эффективный выбор инструментов на первом этапе и последующие маржинальные корректировки портфеля оказываются более выигрышной стратегией, нежели краткосрочные вложения с частым пересмотром позиций.
- Организационная структура фонда. Практика показывает, что организации с сильной вертикальной структурой, четким разделением и эффективным взаимодействием организационных центров, развитой системой делегирования полномочий добиваются большего успеха на рынке, который близок к эффективному.

### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Исследование структуры и результатов работы ПФ различных развивающихся стран позволяет сделать вывод о том, что одним из основных факторов, влияющих на деятельность государственных ПФ, являются поставленные перед фондом цели и приоритеты. Искаженные приоритеты приводят к неэффективной структуре управления и инвестиций, что в итоге сводится к неудовлетворительным с точки зрения клиентов фонда результатам работы.

Однако даже в случае наличия ясной цели и четких приоритетов эффективный результат работы накопительной пенсионной системы не будет достигнут, если не будут приниматься во внимание другие аспекты, в частности степень децентрализации ПФ, его организационная структура и отношения между государством и управляющими менеджерами, инвестиционная культура населения и его отношение к реформам, размер и структура существующего рынка капитала и пр.