

Олена СОХАЦЬКА, Ярослава МУДРА-РУДИК

## ІНВЕСТИЦІЙНА ДІЯЛЬНІСТЬ ПЕНСІЙНИХ ФОНДІВ У ГЛОБАЛЬНІЙ ЕКОНОМІЦІ: ПОСТКРИЗОВІ КОРЕКЦІЇ

*Досліджено сучасний стан інвестиційної діяльності державних і недержавних пенсійних фондів в умовах глобальної нестабільності та запропоновано можливі варіанти застосування цього досвіду в процесі запровадження пенсійної реформи в Україні.*

Більшість як зарубіжних, так і вітчизняних аналітиків вважає, що сьогодні світова спільнота знаходиться напередодні радикальних змін у сфері технологій, фінансів та загалом перегляду економічного світогляду. Системна економічна криза 2008–2009 рр., як ніколи раніше, загострила ряд проблем, що накопичувалися уже тривалий час. Зокрема, однією з таких, рецепту вирішення якої не мають ні вчені-економісти, ні уряди держав, незалежно від ступеня їх розвитку, є збереження соціальних завоювань колишніх років, а саме належного пенсійного забезпечення, медичного страхування, державного фінансування освіти тощо.

В результаті глобалізації 1975–2008 рр., як нової стадії розвитку світової економіки цілі регіони світу пролетаризувалися. Причому цей процес відбувався там, де не було профспілок. Простір старих ринкових відносин розширився, робоча сила виявилася дешевшою від промислових технологій. У розвинутих країнах не виправдалися надії на заповнення ніші індустріальної економіки за рахунок ІТ-технологій та економіки знань.

ТНК, виносячи виробництво у “третій світ”, погіршували умови найму у своїх країнах. Більше 30 років заробітна плата там не зростала, натомість тривалість робочого тижня збільшувалася. Безробіття у розвинутих країнах перейшло у стадію хронічного. Проблеми загострювалися і через недалекоглядні міграційні політики урядів, що призвели до того, що в США та ЄС “третій світ” виявився у середині “першого”.

Ми повністю поділяємо позицію авторів Доповіді Інституту глобалізації та суспільних рухів (Росія), написаної ще у червні 2008 р., що падіння ціни на робочу силу вступило у розріз з її споживацькою функцією [1]. А від себе додамо, що, напевно, керівники ТНК та урядів провідних держав, забули прописні істини менеджменту, яким їх навчали у Гарвардах, Принстонах та Стенфордах, які, у свою чергу, на власному досвіді зрозумів засновник автомобільної компанії Генрі Форд: лише висока зарплата створює покупця.

Кричуца нерівність у розподілі доходів у економіці, що зростає менше 2% на рік (рівень зарплат та бонусів топ-менеджерів і в період кризи так залишився астрономічним) також не сприяє вирішенню цієї проблеми, мільярдерам пенсія не потрібна. Натомість, загалом штучний розподіл світового ринку праці на сегменти з різ-

ним рівнем заробітної плати втрачає своє значення, оскільки доходи громадян “першого світу” руйнуються.

Як бачимо, світова економічна наука не лише окреслила рівень важливості проблеми, але й показала напрями їх вирішення. В першу чергу, це зменшення нерівності у доходах, зростання заробітної плати зайнятих, перенесення конкурентної боротьби ТНК у сферу технологій та якості продукції, державне регулювання цін на медичні, юридичні, консалтингові, фінансові та інші послуги, що у розвинутих країнах досягли економічно необґрунтованих розмірів.

Однак, як показує посткризова практика, розвинуті країни вирішують ці проблеми з точністю до навпаки: у США, Великобританії та ЄС останнім часом активно проводять політику “скидання баласту” у вигляді соціальних завоювань попередніх років, реформують пенсійні системи через збільшення страхового стажу і пенсійного віку, зменшують витрати на освіту та інші соціальні сфери. В США ситуація погіршується через проблеми з державними фінансами, коли борги країни призводять до необхідності переходу до жорсткої економії, в тому числі і на соціальних виплатах. Не відстають від них уряди країн, що розвиваються, зокрема й Україна, яка реформує свою пенсійну систему за рецептами зарубіжних консультантів, використовуючи аналогічні сценарії.

Зарубіжні науковці досліджують діяльність пенсійних фондів у складі глобальних інституційних інвесторів. Серед найвідоміших авторів можна виділити дослідника пенсійної системи США Д. Когіна [2], професора Масачусетського технологічного університету Ф. Фабоцці [3], професора університету Портленда Ш. Рахмана [4], а також Е. Вайтхауса [5], Д. Віттаса [6], Д. Девіса [7], Х. Єрмо [8] та ін.

Серед вітчизняних фахівців, які досліджують проблеми інвестування недержавних пенсійних фондів, можна виділити: Н. Версаль, Д. Богиню, В. Гриньову, В. Грушку, Б. Зайчука, Н. Ковальову, Т. Майорову, Л. Момотюка, С. Лаптева, Е. Лібанову, Н. Лук'янченко, О. Макарову, В. Новікову, А. Федоренка та ін.

Однак, як уже вказувалося вище, не вирішеною проблемою залишається вдосконалення інвестиційної діяльності державних і недержавних пенсійних фондів для виконання їх основного завдання: збереження пенсійних заощаджень. Метою написання статті є виявлення змін в інвестиційній діяльності державних та недержавних пенсійних фондів різних країн у післякризовий період і формулювання на цій основі рекомендацій для України, що саме знаходиться на етапі реформування своєї пенсійної системи.

Сьогодні пенсійні фонди акумулювали потужні пули капіталу, сформовані на заощадженнях населення. Світова пенсійна система, що становить левову частку в системі світових фінансів, під час кризи зазнала руйнівних наслідків, які виявилися не лише у втраті 21% активів (порівняно з 2007 р.), але й у банкрутстві потужних пенсійних фондів.

Зокрема, на початку 2009 р. збанкрутував один із найбільших пенсійних фондів Великобританії – Nortel, дефіцит якого становив 1 млрд. фунтів стерлінгів. Це в свою чергу, спричинило значні проблеми для створеного у 2004 р. страхового пенсійного фонду UK Pension Protection fund (PPF), що повинен був захищати пенсіонерів від банкрутства невеликих фондів. У Великобританії держава на пенсійне забезпечення витрачає значно менше, ніж інші європейські держави (близько 5% ВВП). Такі події призвели до непопулярного рішення уряду цієї країни щодо збільшення впродовж 2013–2023 рр. пенсійного порогу для чоловіків та жінок на 7 років (тепер їм потрібно працювати до досягнення 70 років) [9].

2009 – 2010 рр. стали для пенсійних систем країн світу переломними за цілим рядом позицій, серед яких: перегляд інвестиційних стратегій; реструктуризація складових інвестиційних портфелів; вдосконалення менеджменту управління активами

шляхом виділення пенсійних активів із загального обсягу активів інвестиційних компаній; зміна адміністраторів фонду та компаній з управління активами та самої інвестиційної діяльності протягом періоду фінансової кризи (тепер кошти інвестуються в інструменти з урахуванням їх рейтингу та прибутковості); модернізація політики страхування пенсійних активів з акцентом на сегменті перестраховування.

В результаті впровадження цих заходів уже у 2009 р. пенсійні фонди відіграли 17% втраченої суми, а у 2010 р., додавши ще 12%, вийшли на рекордні 26,5 трлн. дол., що на 1,6 трлн. дол. більше, ніж у 2007 р. [10].

Ряд інформаційних та консалтингових агенцій величину пенсійних активів країн визначають за певними показниками. Так, Tower Watson здійснює розподіл країн, враховуючи показники економічного зростання, розміщення пенсійних активів у конкретні інструменти, вибір DB/DC при інвестуванні активів, а також розподіл пенсійних активів між державними чи приватними сегментами. В свою чергу, тижневик Global Pensions присвоює рейтинг за величиною активів конкретних пенсійних фондів, філії яких знаходяться в різних країнах і належать до категорії "глобальні".

Тому пенсійні фонди деяких країн можуть не потрапляти в рейтинги. Так, до 13-ти найбільших ринків світу за рейтингом Tower Watson, що охоплюють 85% обсягів всіх пенсійних активів світу, належать: Австралія, Канада, Бразилія, Франція, Німеччина, Гонконг, Ірландія, Японія, Нідерланди, Південна Африка, Швейцарія, Великобританія і США [11]. Загальна сума активів, які обертаються на цих ринках, за даними Reuters, становить 26,496 трлн. дол. Якщо порівняти показники зростання з 2000 р., то за станом на кінець 2010 р. вони становили 66% і досягли 16 трлн. дол.

На початок 2011 р. величина пенсійних активів глобальної пенсійної системи становить 76% від рівня ВВП, проте це менше, ніж 2% від показника 2007 р. Найбільшими пенсійними ринками за обсягами пенсійних активів є США – 58% від величини загальних пенсійних активів світу, Японія – 13% і Великобританія – 9%. Найшвидшими темпами серед усіх регіонів у 2010 р. зростав ринок пенсійних активів Південної Африки з показником 28%.

На рис. 1 показано розміщення пенсійних коштів у провідних країнах світу.

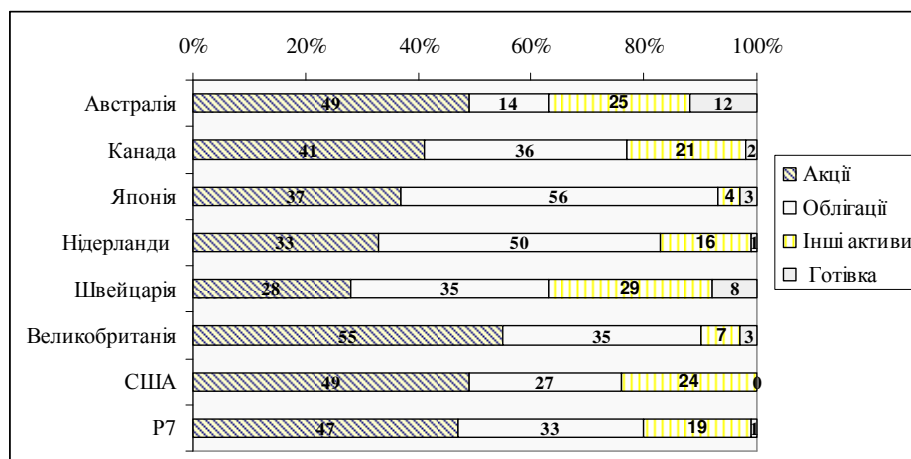


Рис. 1. Розміщення пенсійних активів у розрізі провідних країн світу (за класифікацією Tower Watson [12])

Як видно з даних, проілюстрованих на рис. 1, за станом на кінець 2010 р., у 7-ми країнах світу 47% пенсійних активів інвестується в акції, 33% – в облігації, 1% – у готівкові кошти і 19% – в інші активи. В 2010 р. пенсійні активи зросли в середньому на 9% майже на всіх пенсійних ринках світу в доларовому еквіваленті, окрім Ірландії та Франції, де цього не відбулося через низький рівень євро. (Зменшення фунта і євро щодо долара становило відповідно 2,9% і 7,5%). Загалом кожна країна світу показала відповідне зростання за показником CAGR<sup>1</sup>.

За підрахунками, здійсненими на основі цього індексу в місцевих валютах і відповідно до переліку тих країн, які за класифікацією Tower Watson належать до P7, за період 2005 – 2010 рр., Бразилія показала зростання на 12%, Південна Африка – на 11,7%, Гонконг – на 10,4%.

За показником частки пенсійних активів до величини ВВП перше місце посідають Нідерланди – 134%, далі Швейцарія – 126%, США – 104%, Австралія – 103% і Великобританія – 101% (рис. 2).

Протягом останніх 10 років обсяги пенсійних активів відносно рівня ВВП в окремих країнах зросли майже в два рази. Таке зростання характерне для Австралії – 33 відсоткових пункти і Південної Африки – 21 відсотковий пункт [5].

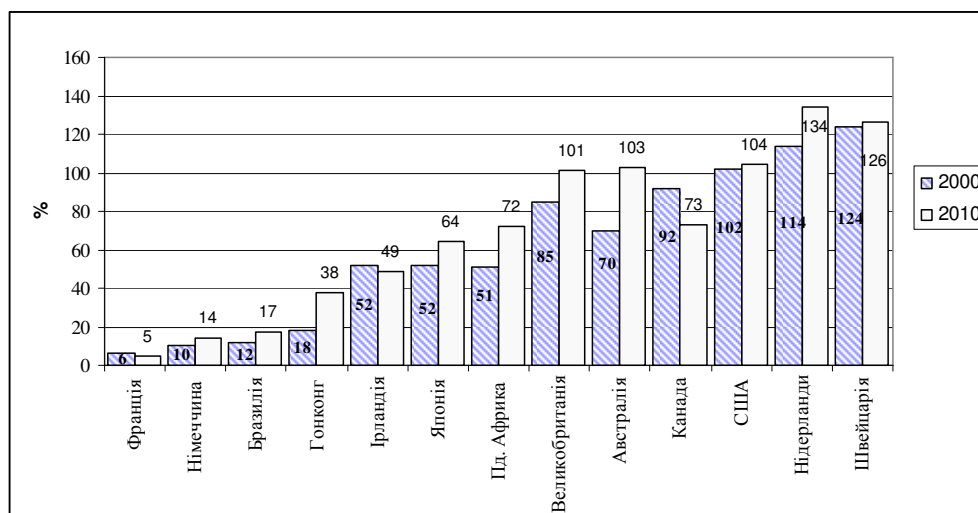


Рис. 2. Частка пенсійних активів до величини ВВП [5]

Трактуючи таку ситуацію на глобальних пенсійних ринках, Роджер Урвін, керівник інвестиційних досліджень Tower Watson, стверджує: “Незважаючи на поступове відновлення пенсійних ринків після кризи, розподіл активів залишається доволі складним, оскільки компанії з управління активами та опікунські ради надають пріоритети довгостроковим малоризиковим інструментам, короткостроковим ринковим можливостям з метою забезпечення ринкової рівноваги з поєднанням у своїх портфелях диверсифікованих активів. Змінюється і вибір стратегій інвестування в бік вибору стратегії хеджування, пенсійного страхування buy-ins<sup>2</sup>” [12].

<sup>1</sup> CAGR – Compound Annual Growth Rate – сукупний середньорічний темп зростання, який розраховується як корінь квадратний із загального темпу зростання.

<sup>2</sup> Buy-ins (англ. – “купувати наперед”, фін. – купувати акції за ціною попередніх домовленостей).

Як зазначалося вище, в контексті глобальних пенсійних ринків виділяють окремих інституційних інвесторів, яких зараховують до категорії "глобальні". Вони безпосередньо здійснюють формування інвестиційного портфеля, управління ним та несуть відповідальність за збереження пенсійних активів.

Великобританія – одна з країн, пенсійні фонди якої найбільше інвестують в акції – 55%, проте цей показник сьогодні на 19% менший, ніж в 2000 р., коли він сягав 74%. 35% активів вкладається ними в облігації, і решта розподілено між грошовими та іншими активами. Великобританія належить до тих країн, де пенсійні активи класично інвестуються в акції, проте цьому є історичне пояснення. Пенсійні фонди країни переважно мають справу з опікунськими радами, які не є власниками пенсійних ресурсів.

Інформаційною компанією Pension Funds Online сформовано рейтинг 100 глобальних фондів, що мають у своєму розпорядженні пенсійні активи. Перше місце у цьому рейтингу посідає Державний пенсійний інвестиційний фонд Японії<sup>1</sup>. Загальна величина його активів становить 995858,50 млн. євро. На другому місці знаходиться Глобальний державний пенсійний фонд Норвегії із загальною величиною активів – 218239,61 млн. євро. Після нього, на третьому місці – CALPERS<sup>2</sup> – Пенсійний фонд працівників Каліфорнії, величина активів якого сягає 165611,68 млн. євро. Далі за трійкою перших йдуть інвестиційний фонд Philips (Нідерланди) – 145000,00 млн. євро, Federal Retirement Thrift Investment Board (США)<sup>3</sup> – 134755,34 млн. євро, Державний пенсійний фонд Норвегії – 100000,00 млн. євро.

Для виявлення тенденцій у формуванні портфелів пенсійних фондів розглянемо їхню консолідовану структуру (рис. 3).

Державний пенсійний фонд Японії з пенсійними активами, які еквівалентні 1,2 трлн. дол., є найбільшим японським покупцем державних цінних паперів.

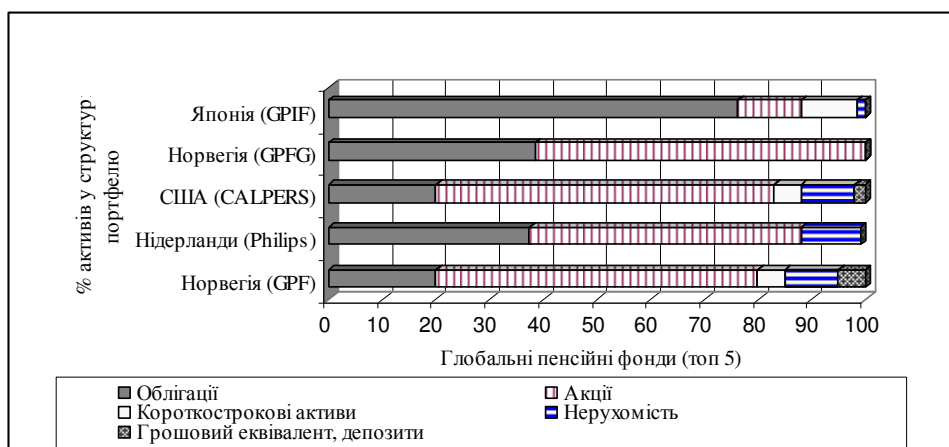


Рис. 3. Консолідована структура інвестиційних портфелів 5-ти найбільших пенсійних фондів [12, 13, 14, 15]

<sup>1</sup> GPIF – Government Pension Investment Fund of Japan.

<sup>2</sup> CALPERS – California Public Employees' Retirement Systems (США).

<sup>3</sup> Federal Retirement Thrift Investment Board (FRTIB).

Згідно з інформацією компанії Bloomberg<sup>1</sup>, поданою наприкінці 2009 р., у портфелі цього фонду протягом 2010 р. на внутрішні облігації мало припадати 67% інвестицій, на японські акції – 11%, на іноземні акції – 9% і на зовнішні борги – 8%. Проте, як свідчить ця ж інформаційна агенція, за станом на 30 червня 2010 р. 71% з 117 трлн. єн пенсійного фонду становили японські облігації.

Норвезький пенсійний фонд, один з найбільших в Європі інвесторів, розмістив пенсійні кошти на суму 2,75 млрд. євро в акції 57 російських компаній. Загальна ринкова вартість фонду становить 330 млрд. євро, з яких 8% інвестовано у Росію.

У 2009 р. Державний пенсійний фонд Норвегії показав рекордну дохідність у розмірі 25,6%, що є найбільшим показником зростання, починаючи з 1996 р., у якому він був заснований [8].

CALPERS' – інвестиційна корпорація, яка у своїй інвестиційній політиці дотримується менш класичних рішень, ніж два попередніх фонди. Особливостями її інвестиційної діяльності є розміщення пенсійних активів за межами кордонів США. За інформацією Pension @ Investments, за станом на кінець 2010 р. компанія інвестувала 1,9 млрд. дол. у нерухомість GI Partners, 60 млн. дол. – в активи європейської філії Австралійського пенсійного фонду RREEF<sup>2</sup>.

Одним з найважливіших показників при аналізі ефективності інвестиційної діяльності пенсійних фондів є показник норми доходу. На основі даних Greenwich Alternative Investments, S&P 500, Barclays норма доходу на активи на світових фінансових ринках протягом 2000–2010 рр. змінювалася відповідно до економічної ситуації на ринках. Фактична зміна норми доходу від інвестування в акції, облігації, хедж-фонди в динаміці протягом 2000–2010 рр. наведено в табл. 1.

Таблиця 1

Середньорічні темпи приросту доходу на пенсійні активи загалом  
на світових ринках (у %) [3]

Роки	Облігації	Акції	Хедж-фонди
2000	11,6	-9,1	8,4
2005	2,5	4,9	8,4
2010	6,6	15,1	7,4

Динаміка зміни норми доходу на пенсійні активи показана на рис. 4.

Аналізуючи дані, наведені в табл. 1, можна побачити зміни у динаміці доходу від інвестування пенсійних ресурсів, що безпосередньо пов'язані з тенденціями на світових фінансових ринках. Відносно стабільним є показник норми доходу при інвестуванні в облігації, який зберігає подібну динаміку вже протягом багатьох років і майже на всіх фінансових ринках. Подібною є динаміка зміни норми доходу при інвестуванні в хедж-фонди та акції (рис. 4).

Для порівняння візьмемо норми доходу на активи до фінансової кризи 2007–2008 рр. і відповідно післякризовий 2010 р. (рис. 5).

Як бачимо з рис. 5, помірна динаміка спостерігається при інвестуванні в облігації. Якщо в докризовий період норма доходу становила 7%, то в 2009 р. спостерігається зростання до 8%, і відповідно у 2010 р. порівняно з 2009 р. відбувається падіння дохідності на 1,4% до 6,6%.

Інвестування в облігації має певні особливості для різних країн. Дохід від інвестування в облігації на території євросони базується на прибутковості німецьких

<sup>1</sup>Bloomberg – один з двох провідних постачальників фінансової інформації для професійних учасників фінансових ринків. Компанія заснована у 1981 р.

<sup>2</sup>RREEF – Global (Ex-Australia) Property Securities Fund.

державних облігацій. Дохідність бразильських облігацій обчислюється за реальним курсом валюти, за винятком 3-х місячних облігацій, дохід за якими обчислюється за номінальним курсом (за винятком показника інфляції).

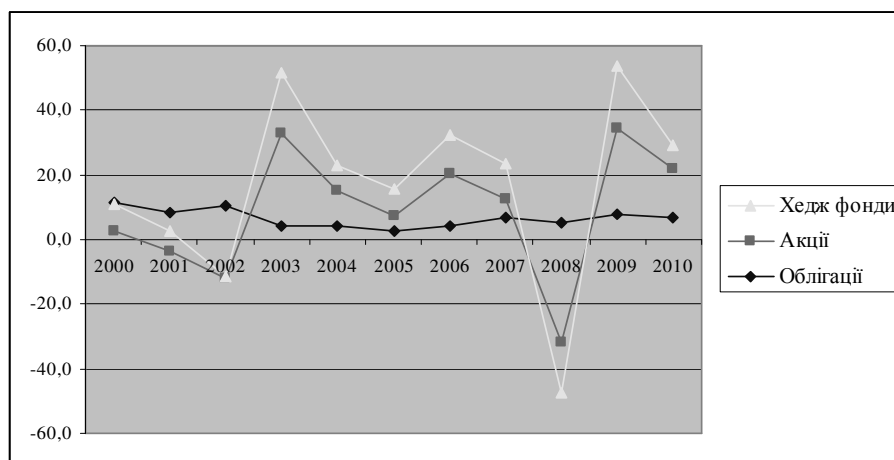


Рис. 4. Зміна норми доходу на активи на світових фінансових ринках протягом 2000–2010 рр.

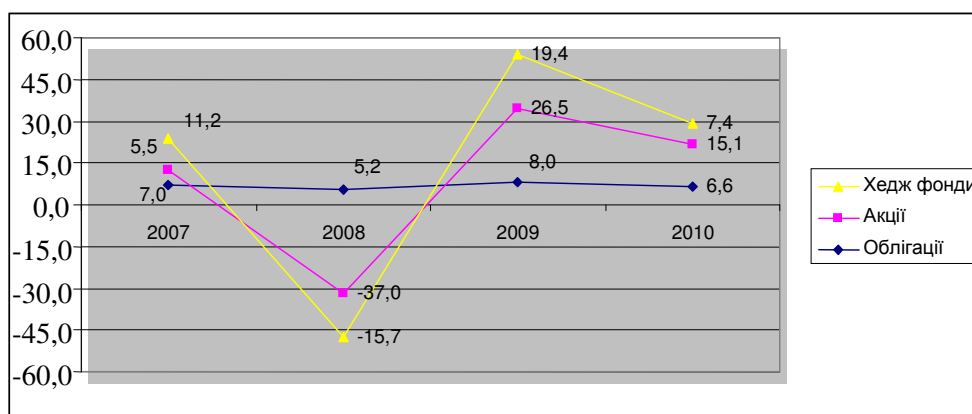


Рис. 5. Зміна норми доходу при інвестуванні пенсійних ресурсів протягом 2007–2010 рр.

Для підрахунку відсотка інвестування в корпоративні облігації використовуються такі індекси: iBoxx EURO Corporates AA 10+ – для країн Євросони, iBoxx 15+ AA Corporate Bond Index – для Великої Британії і ML 10+ High – Quality – для США.

Різке коливання дохідності спостерігається при інвестуванні в акції. Якщо в 2007 р. цей показник становив 5,5%, то вже в 2009 р. приріст дорівнював 21%.

Подібною є динаміка доходу при інвестуванні пенсійних коштів у хедж-фонди, проте коливання спостерігаються в менших межах: якщо в 2007 р. показник норми доходу становив 11,2%, то у 2008 р. були отримані збитки у розмірі 45,7%.

Інвестиційна діяльність глобальних пенсійних фондів є дуже складною системою з поєднанням цілого ряду факторів, які враховуються при прийнятті того чи іншого інвестиційного рішення. Для більшості провідних пенсійних фондів форму-

вання структури портфеля конкретними інвестиційними інструментами є історично сформованою традицією.

Фінансова криза 2008–2009 рр. похитнула впевненість більшості пенсійних фондів у правильності вибору того чи іншого активу для інвестицій, що послужило початком цілому ряду досліджень у сфері визначення ефективності. Особливо це стосується державних облігацій провідних держав, які, як бачимо, становлять значну частку портфелів пенсійних фондів. Боргова криза США та країн ЄС (Греція, Ірландія, Іспанія, Італія тощо) призводить до перегляду портфелів пенсійних фондів. Так, пенсійний фонд Данії Pension Denmark змінив пріоритети своєї інвестиційної політики. Він поступово зменшує інвестиції в такі цінні папери, як урядові облігації, замінюючи їх вкладеннями в об'єкти альтернативної енергетики, зокрема у 2010 р. він володів 50% акцій морських і вітрових станцій.

На початок 2010 р. структура глобальних пенсійних активів, що охоплювала 85% загальних пенсійних резервів, уже відчутно змінилася (рис. 6).

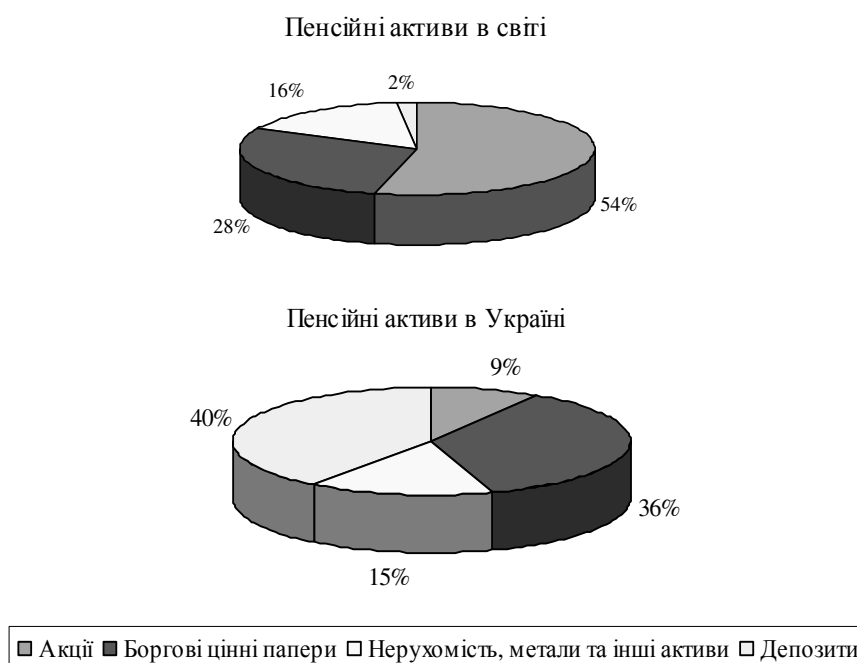


Рис. 6. Структура розміщення пенсійних активів у світі та в Україні

Як бачимо, консолідована структура пенсійних активів помітно відрізняється у світовому вимірі та в Україні.

Серед інвестиційних інструментів, які передбачені чинним законодавством України, а саме статтею 80 Закону України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" та можуть розглядатися стосовно їх прийнятності для інвестування пенсійних активів загалом, можна виділити такі: банківські депозити; ощадні сертифікати; облігації внутрішньої державної позики; облігації місцевих позик; облігації підприємств (корпоративні облігації); акції; банківські метали; об'єкти нерухомості [18].

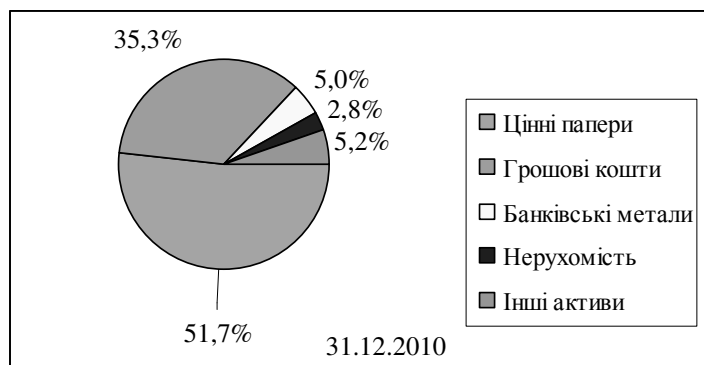
Проте необхідно зазначити, що інвестування у вищеперераховані інвестиційні інструменти має здійснюватися компаніями з управління активами під наглядом



Накопичувального фонду, мова про створення і формування якого почала вестися лише з початком запровадження II-го рівня пенсійної реформи.

На сьогоднішній день бюджет пенсійного фонду є дефіцитним і пенсійні виплати частково забезпечуються з державного бюджету. Таким чином, безпосередня інвестиційна діяльність Пенсійного фонду України не здійснюється і, відповідно, не відображається ні в офіційних документах, ні в інформаційних джерелах.

Інвестиційна діяльність недержавних пенсійних фондів порівняно з державним є оптимістичнішою. Відповідно до офіційної звітності, що подається компаніями з управління активами до Української асоціації інвестиційного бізнесу, структура агрегованого портфеля НПФ на кінець 2010 р. має такий вигляд:



**Рис. 7. Консолідована структура агрегованого портфеля недержавних пенсійних фондів України на кінець 2010 р.**

Необхідно зазначити, що структура портфелів НПФ протягом останніх 4 років коливається у дуже малих межах – 1 – 5%.

Враховуючи вищесказане, можна зробити такі висновки.

Ситуацію на ринку пенсійних активів у світі можна розглядати у двох суперечливих вимірах. З одного боку, першість за обсягами залучених пенсійних активів залишається за державними пенсійними фондами Японії та Норвегії, які протягом останніх п'яти років демонструють консервативну політику інвестування і стабільну прибутковість.

Інвестиційні фонди, які у структурі своєї діяльності мають справу з пенсійними активами, частково інвестують їх у ризикові інструменти з підвищеною прибутковістю.

Однак 2011 р. знову вносить свої корективи в інвестиційну діяльність глобальних пенсійних фондів. Катастрофічно падає дохідність державних облігацій, які до недавня вважалися надійними безризиковими інвестиційними інструментами. Ситуація погіршується через загострення кризи державних фінансів у провідних країнах світу. Пониження кредитного рейтингу облігацій США рейтинговою агенцією Standard & Poor's (S&P) спровокувало виникнення ефекту доміно: дохід на американські боргові цінні папери різко падає (рис. 8).

Як видно з графіків, зображених на цьому рисунку, номінальна та реальна дохідність 5-річних казначейських нот знаходиться у мінусовій зоні, а 30-річні облігації можуть забезпечити трохи вище 1% річних, що не покриває інфляцію [19].

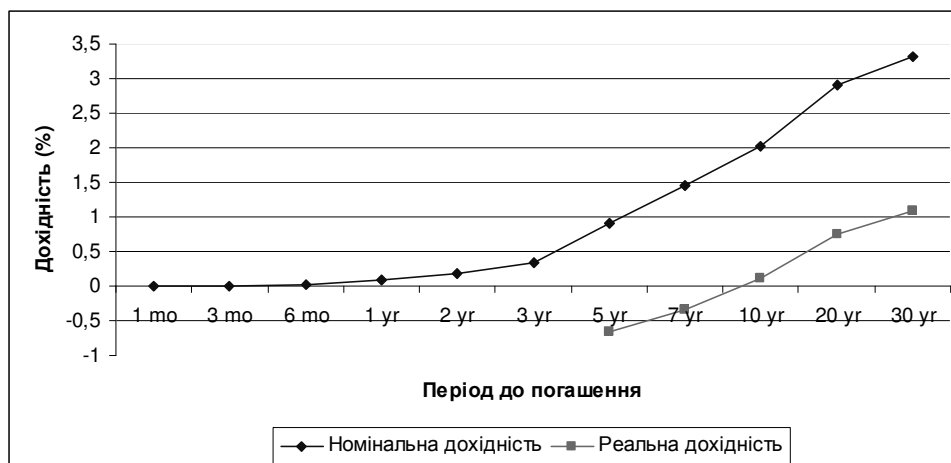


Рис. 8. Зміна дохідності боргових цінних паперів Казначейства США у серпні-вересні 2011 р. [19]

Такі реалії суттєво ускладнюють пенсійним фондам світу завдання щодо збереження пенсійних активів. Інвестиційні керуючі тепер мають будувати стратегії інвестування із врахуванням цього фактора.

В Україні другий рівень пенсійної реформи з її накопичувальною складовою лише розпочато, тому вести мову про динамічну інвестиційну діяльність ще зарано. Недержавне пенсійне забезпечення вже існує, проте структура інвестиційних портфельів недержавних пенсійних фондів несуттєво відрізняється від світової практики. Зокрема, значна частина пенсійних ресурсів вкладена у боргові цінні папери та депозити банків, що на сьогодні уже не може трактуватися безризиковими інвестиціями.

Як бачимо, і у світі, і в Україні ці проблеми потребують подальшого дослідження. Причому ці дослідження мають відбуватися і в контексті перегляду базових основ інвестиційної теорії.

#### Література

1. Доповідь Інституту глобалізації і соціальних рухів від 09.06.2008 року "Кризис глобальной экономики и Россия" [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.politics.in.ua>.
2. Coggin T. D., *The Investment Performance of U. S. Equity Pension Fund Manager: An Empirical Investigation* T. D. Coggin, F. J. Fadozzi, S. Rahman // *Working Paper Alfred P. Sloan*. – School of Management, 1991 – 45 p.
3. Фабоцци Ф. *Управление инвестициями* / Ф. Фабоцци М. : ИНФРА-М, 2000. – XXVIII, 932 с.
4. Rahman S. *The Investment Performance of US Equity Pension Fund Managers: An Empirical Investigation* / S. Rahman, F. J. Fabozzi, T. D. Coggin // *Journal of Finance*. – 19993. – July.
5. Whitehouse E. R. *Investment Risk and Pensions: Impact on Individual Retirement Incomes and Government Budgets* / E. R. Whitehouse, A. C. D'Addio, A. Reilly // *OECD Publishing*. – 2009.
6. Vitas D. *Financial Regulation: Changing the Rules of the game* / D. Vitas, M. Long // *Country Economics Department The World Bank*. – 1991. – 19 p.

7. Davis G. F. *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America* / G. F. Davis. – Oxford University Press, 2009. – 304 p.
8. Yermo J. *Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions* J. Yermo, F. Stewart // *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*. – 2008. – No. 18. – 36 p.
9. Мифы пенсионной реформы [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.prodendi.net.ua>.
10. Резник Г. Глобальный пузырь [Електронний ресурс] / Г. Резник. – Режим доступу : <http://www.ukrrudprom.ua>.
11. Bow M. UK still top of the tree for equity allocation / [Електронний ресурс]. – M. Bow // *Professional Pensions*. – 2011. – 07 February. – Режим доступу до журн. : <http://www.professionalpensions.com/professional-pensions/news/2024543/uk-tree-equity-allocations>.
12. *Global Pension Asset Study 2010* [Електронний ресурс] // Towers Watson. – 2010. – Режим доступу : <http://www.towerswatson.com/research/972/>.
13. *Investment assets and portfolio allocation* [Електронний ресурс] // *Government Pension Investment Fund, Japan*. – 2010. – Режим доступу : [http://www.gpif.go.jp/eng/pdf/kanri03\\_h22\\_p03e.pdf](http://www.gpif.go.jp/eng/pdf/kanri03_h22_p03e.pdf).
14. *Top 100 Global Funds* [Електронний ресурс] // *Pension Funds Online*. – Режим доступу : [www.pensionfundsonline.co.uk/.../Top-100-Global-Pension-Funds.pdf](http://www.pensionfundsonline.co.uk/.../Top-100-Global-Pension-Funds.pdf).
15. *California Public Employees' Retirement Systems. Statement of Investment Policy for asset allocation* [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/investments/policies/asset-allocation/asset-alloc-strgy.pdf>.
16. *Philips develops global policy. Asset Allocation* [Електронний ресурс] // *Investment @ Pension Europe*. – Режим доступу : [http://www.ipe.com/magazine/philips-develops-global-policy\\_13905.php?categoryid=602](http://www.ipe.com/magazine/philips-develops-global-policy_13905.php?categoryid=602). White A. *Equities boost Norway's SWF* [Електронний ресурс] // *Top 1000 funds.com – investment strategies for the world's largest institutional investors* – Режим доступу : <http://www.top1000funds.com/news/2011/03/23/equities-boost-norways-swf/>.
17. Carter D. *Norway fund returns 9,6%, asset up 16,6 in 2010* D. Carter [Електронний ресурс] // *Pension @Investments* – Режим доступу : <http://www.pionline.com/article/20110318/DAILYREG/110319914&crit>.
18. Закон України "Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування" № 1058-15 від 09.07.2003 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=1058-15>.
19. Офіційний сайт Казначейства США [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov>.