

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
& ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Του ΙΩΑΝΝΗ Ν. ΠΑΡΤΣΙΝΕΒΕΛΟΥ

ΘΕΜΑ:
PENSION FUNDS



ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ

ΝΙΚΟΛΑΟΣ Δ. ΦΙΛΙΠΠΑΣ

Ιούλιος 2007

Η εργασία αυτή αφιερώνεται στους γονείς μου,
Νικηφόρο και Ξανθούλα,
για όσα μου έχουν προσφέρει.

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κ. Νικόλαο Φίλιππα για τις πολύτιμες συμβουλές του και την καθοδήγηση που μου πρόσφερε.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω τον κ. Μπουζιάκα Δημήτριο, Αντιπρόεδρο του Ταμείου Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ), καθώς και τον φοιτητή Αθανάσιο Χαρέμη για την πολύτιμη βοήθεια τους.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	<i>Σελ.</i>
Πρόλογος.....	7
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</u>	
1.1 Κοινωνική Ασφάλιση στην Ελλάδα.....	10
1.2 Τα επαγγελματικά συστήματα κοινωνικής ασφάλισης.....	12
1.3 Χρηματοδότηση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.....	13
1.4 Καταθέσεις Ασφαλιστικών Οργανισμών.....	14
1.5 Επενδύσεις των ασφαλιστικών οργανισμών.....	15
1.6 Δάνεια.....	19
1.7 Διαχείριση και αξιοποίηση περιουσίας.....	20
1.8 Τα 10 Ταμεία με τη μεγαλύτερη περιουσία.....	22
1.9 Σχέση συνταξιούχων προς ασφαλισμένους στα ταμεία με τη μεγαλύτερη περιουσία.....	23
1.10 Θεσμικές παρεμβάσεις	24
1.11 Προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα ασφαλιστικά ταμεία.....	27
1.12 Λύσεις του ασφαλιστικού προβλήματος.....	28
<u>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</u>	
2.1 Αγγλία.....	30
2.2 Γερμανία.....	34
2.3 Γαλλία.....	37
2.4 Αυστρία.....	39
2.5 Ιταλία.....	43
2.6 Ολλανδία.....	46
2.7 Ισπανία.....	49
2.8 Δημογραφικό πρόβλημα.....	51

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Συνταξιοδοτικά Κεφάλαια καθορισμένων οφελών (defined-benefit) και καθορισμένης συμβολής (defined-contribution).....	52
3.2 Σχέδια καθορισμένων οφελών και καθορισμένης συμβολής.....	56
3.3 Pay-as-you-go (PAYG).....	60
3.4 Επενδύσεις συνταξιοδοτικών κεφαλαίων.....	63
3.5 Πλεονεκτήματα των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων (pension funds).....	65
3.6 Risk Management Techniques.....	66

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

4.1 Γενικά στοιχεία ΤΣΜΕΔΕ.....	73
4.2 Διοικητικό Συμβούλιο.....	73
4.3 Περιουσία.....	74
4.4 Δυνατά σημεία Ταμείου.....	76
4.5 Αδύνατα σημεία.....	77
4.6 Δυνατότητες Επένδυσης.....	78
4.7 Συμπέρασμα.....	80

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών- Μικτό Εσωτερικού.....	82
5.2 Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών- Ομολογιακό Εσωτερικού.....	93
5.3 Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	101
5.4 Σύνθεση Χαρτοφυλακίου Ομολογιακού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Εσωτερικού.....	102
5.5 Ανάλυση Χαρτοφυλακίου Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου.....	103

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

6.1 Υπόδειγμα Jensen.....	104
6.2 Συγχρονισμός και Επιλεκτικότητα.....	105
6.3 Υπόδειγμα Treynor – Mazuy.....	106
6.4 Οικονομετρική Ανάλυση του Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Ασφαλιστικών Οργανισμών.....	107
6.5 Οικονομετρική Ανάλυση του Ομολογιακού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Εσωτερικού Ασφαλιστικών Οργανισμών.....	112
6.6 Συμπεράσματα.....	116
Επίλογος.....	118
Βιβλιογραφία.....	119
Παράρτημα.....	123

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία στις περισσότερες χώρες του πλανήτη αντιμετωπίζουν προβλήματα λόγω της αδυναμίας τους να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις τους για πληρωμές συντάξεων. Οι κύριοι λόγοι για τους οποίους συμβαίνει αυτό το φαινόμενο είναι οι μη ευνοϊκές δημογραφικές εξελίξεις, η διάθρωση των συνταξιοδοτικών συστημάτων, η κακή διαχείριση των αποθεματικών των ταμείων και η έλλειψη συστηματικού ελέγχου όσον αφορά τις επενδύσεις των ασφαλιστικών οργανισμών.

Στην Ελλάδα εδώ και αρκετά χρόνια, από το 1958 με το τότε Υπουργείο Συντονισμού, έχει αρχίσει να γίνεται μια προσπάθεια αναδιάρθρωσης του συνταξιοδοτικού συστήματος, με συχνές παρεμβάσεις και εισαγωγή θεσμικών πλαισίων(βλέπε Παράτημα Νο 4), αλλά η προσπάθεια αυτή αποδεικνύεται εξαιρετικά χρονοβόρα. Οι προτάσεις που έχουν γίνει από διάφορες πλευρές είναι πάρα πολλές, όπως της Επιτροπής του κ. Σπράου το 1997, όμως δεν έχει βρεθεί καμία ουσιαστική λύση. Ένας από τους λόγους που συμβαίνει αυτό είναι διότι το πολιτικό κόστος μιας ουσιαστικής μεταρρύθμισης είναι πάρα πολύ μεγάλο και κανείς δεν είναι διατεθειμένος να το αναλάβει. Το συνταξιοδοτικό σύστημα χρειάζεται ριζική αναδιάρθρωση, αλλιώς σε μερικά χρόνια θα καταρρεύσει, αφού ο αριθμός των συνταξιούχων θα είναι μεγαλύτερος από τον αριθμό των εργαζομένων.

Παρόλα τα προβλήματα η προσπάθεια συνεχίζεται με τους Υπουργούς Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, να προωθούν τον Ιούνιο του 2007 ένα νέο Θεσμικό Πλαίσιο επενδύσεων και αξιοποίησης της περιουσίας των φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης. Μεταξύ των άλλων το Νέο Θεσμικό Πλαίσιο ορίζει τη διαδικασία διενέργειας επενδύσεων σε κινητές και ακίνητες αξίες καθώς και τους περιορισμούς στη διενέργεια αυτών, τη δυνατότητα συγκρότησης αμοιβαίων κεφαλαίων καθώς και Ανώνυμων Εταιρειών Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) από τους ασφαλιστικούς φορείς, τις αρχές της επενδυτικής πολιτικής, τη δυνατότητα πρόσληψης συμβούλων επενδύσεων και διαχειριστών περιουσιακών στοιχείων, καθώς και τη συγκρότηση επιτροπής επενδυτικής πολιτικής και ειδικής επιτροπής ελέγχου των επενδύσεων.

Επιτακτική είναι η ανάγκη για ύπαρξη διαφάνειας στην επένδυση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων και ανάθεση αυτών σε επαγγελματίες διαχειριστές, και γενικότερα η δημιουργία ενός συστήματος που θα λειτουργεί προς όφελος των ασφαλισμένων, προκειμένου να εξασφαλίσουν ένα υψηλό βιοτικό επίπεδο κατά τη συνταξιοδότηση τους.

Σκοπός της εργασίας είναι η περιγραφή των συνταξιοδοτικών συστημάτων της Ελλάδας και των χωρών της Ευρώπης και των προβλημάτων που αντιμετωπίζουν τα ασφαλιστικά ταμεία, αλλά και οι λύσεις μπορεί να υπάρξουν. Επιπλέον εξετάζουμε τη δομή και λειτουργία ενός από τα πιο εύρωστα συνταξιοδοτικά ταμεία στην Ελλάδα, του Ταμείου Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ). Τέλος αναλύουμε τη λειτουργία των δυο Αμοιβαίων Κεφαλαίων Ασφαλιστικών Οργανισμών και εξετάζουμε κατά πόσο η διαχείριση είναι αποτελεσματική.

Πιο συγκεκριμένα στο πρώτο κεφάλαιο αναλύουμε την κοινωνική ασφάλιση στην Ελλάδα και τη διάθρωση του συνταξιοδοτικού συστήματος. Επιπλέον επικεντρωνόμαστε στο Νέο Θεσμικό πλαίσιο Επενδύσεων και αξιοποίησης της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης καθώς και στα δέκα Ταμεία με τη μεγαλύτερη περιουσία και τη σχέση συνταξιούχων προς ασφαλισμένους στα συγκεκριμένα ταμεία. Τέλος αναφερόμαστε στις εννέα αρχές της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης, εντοπίζουμε τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα ασφαλιστικά ταμεία και προτείνουμε λύσεις.

Στο δεύτερο κεφάλαιο εξετάζουμε τη δομή και διάθρωση των ασφαλιστικών συστημάτων της Αγγλίας, της Γερμανίας, της Γαλλίας, της Αυστρίας, της Ιταλίας, της Ολλανδίας και της Ισπανίας. Στη συνέχεια εντοπίζουμε το δημογραφικό πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι παραπάνω χώρες, και το συγκρίνουμε με αυτό της Ελλάδας.

Στο τρίτο κεφάλαιο διαχωρίζουμε τους τύπους των pension funds και εντοπίζουμε τις διαφορές στη λειτουργία του κρατικού και του ιδιωτικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Επίσης αναφερόμαστε στις επενδύσεις των δυο τύπων των pension funds καθώς και τα πλεονεκτήματα που έχουν, κυρίως όσον αφορά τις διεθνείς επενδύσεις. Τέλος αναλύουμε τις τεχνικές διοίκησης των pension funds που περιλαμβάνουν την στρατηγική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού, το Asset-Liability Modeling, τον κίνδυνο προϋπολογισμού, την χρήση παραγώγων, την παθητική επένδυση και την τακτική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού.

Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύουμε πλήρως τη δομή και λειτουργία του Ταμείου Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ), καταγράφοντας το ύψος της περιουσίας του καθώς και τη σύνθεση αυτής. Μετά από την παραπάνω ανάλυση προχωράμε στην προσπάθεια εντοπισμού των δυνατών και αδύνατων σημείων του ταμείου και προχωρώντας ένα βήμα παραπάνω προτείνουμε κάποιες εναλλακτικές δυνατότητες επενδύσεις που θα βοηθούσαν το ταμείο στην αύξηση απόδοσης των επενδύσεων του.

Στο πέμπτο κεφάλαιο καταγράφουμε πλήρως το πλαίσιο λειτουργίας της ΑΕΔΑΚ των ασφαλιστικών οργανισμών, που έχει συγκροτηθεί από το ΙΚΑ, τον ΟΓΑ, και τον οργανισμό ασφάλισης ελεύθερων επαγγελματιών (ΟΑΕΕ), καθώς και των δυο αμοιβαίων κεφαλαίων που έχουν συσταθεί από την ΑΕΔΑΚ, του μικτού εσωτερικού και του ομολογιακού εσωτερικού αμοιβαίου κεφαλαίου. Στη συνέχεια υπολογίζουμε για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο ξεχωριστά τον δείκτη Total Expense Ratio, που μας δείχνει τα συνολικά κόστη του αμοιβαίου κεφαλαίου σε σχέση με τη διαχείριση και λειτουργία ενός επενδυτικού κεφαλαίου καθώς και τον δείκτη συχνότητας εναλλαγής χαρτοφυλακίου που μας δείχνει πόσες αγοραπωλησίες πραγματοποίησε ο διαχειριστής μέσα στο χρόνο προκειμένου να μεταβάλλει το χαρτοφυλάκιο του. Επίσης εξετάζουμε αναλυτικά και τη διάθρωση του χαρτοφυλακίου. Σκοπός των παραπάνω υπολογισμών είναι ο εντοπισμός των εξόδων που βαρύνουν τα συγκεκριμένα αμοιβαία κεφάλαια και η σύγκριση τους με τα αντίστοιχα άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων.

Τέλος στο έκτο κεφάλαιο προχωράμε σε μια ακόμα καινοτομία πραγματοποιώντας μια οικονομετρική ανάλυση, συγκρίνοντας τις αποδόσεις των Αμοιβαίων Κεφαλαίων των ασφαλιστικών οργανισμών με τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και του Δείκτη των Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου της Morgan Stanley. Σκοπός της παραπάνω ανάλυσης είναι να δείξουμε αν ο διαχειριστής των αμοιβαίων κεφαλαίων διαθέτει επιλεκτικότητα στις μετοχές και έχει ικανότητα συγχρονισμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 Κοινωνική Ασφάλιση στην Ελλάδα

Η κοινωνική ασφάλιση στην Ελλάδα¹ πρωτοεμφανίζεται ως θεσμός με το διάταγμα της 15^{ης} Δεκεμβρίου 1836, με το οποίο συστάθηκε το Ναυτικό Απομαχικό Ταμείο (NAT), που όμως άρχισε να λειτουργεί από το 1861. Η νομοθετική κατοχύρωση του θεσμού εξασφαλίστηκε το 1922 με την ψήφιση του Ν. 2868/1922 «Περί υποχρεωτικής ασφαλίσεως των εργατών και ιδιωτικών υπαλλήλων». Ο νόμος αυτός αποτέλεσε τη βάση για την ίδρυση κατά τη διάρκεια του μεσοπολέμου των κλαδικών ασφαλιστικών ταμείων.

Το 1934 ψηφίστηκε ο βασικός νόμος 6298/1934 «Περί Κοινωνικών Ασφαλίσεων». Την ίδια περίοδο προωθήθηκαν νομοθετικά μέτρα για την ίδρυση φορέων κύριας ασφάλισης, όπως του Ταμείου Ασφαλίσεως Εμπόρων (ΤΑΕ) και του Ταμείου Επαγγελματιών και Βιοτεχνών (ΤΕΒΕ), που άρχισαν να λειτουργούν το 1940.

Το 1935 καθιερώθηκε η υποχρεωτική ασφάλιση όλων των μισθωτών στο Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων (ΙΚΑ), που αποτέλεσε το γενικό φορέα κοινωνικής ασφάλισης των μισθωτών. Η λειτουργία του ΙΚΑ² άρχισε την 1.1.1937, αλλά η χορήγηση παροχών ρυθμίστηκε το 1951 με τον Αναγκαστικό Νόμο 1846/51, ο οποίος με τις διαδοχικές του τροποποιήσεις συνθέτει και το ισχύον θεσμικό πλαίσιο του φορέα.

Η επέκταση της ασφαλιστικής προστασίας του πληθυσμού εξασφαλίστηκε το 1961 με την ίδρυση του Οργανισμού Γεωργικών Ασφαλίσεων (ΟΓΑ), ο οποίος κάλυψε το σύνολο του αγροτικού πληθυσμού.

Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 προωθήθηκαν σημαντικές παρεμβάσεις για τη μεταρρύθμιση και τον εκσυγχρονισμό του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, οι οποίες ουσιαστικά ολοκληρώθηκαν το 2002 με την έκδοση του Ν. 3029/2002 για τη μεταρρύθμιση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Οι

¹ www.ggka.gr

² www.ika.gr

παρεμβάσεις αυτές επικεντρώθηκαν σε ζητήματα οργάνωσης, χρηματοδότησης και χορήγησης των ασφαλιστικών παροχών με έμφαση στις συνταξιοδοτικές παροχές.

Η μεταρρύθμιση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί έναν από τους κύριους στόχους εκσυγχρονισμού του ελληνικού μοντέλου κοινωνικής προστασίας. Συνδυάστηκε μάλιστα με εκτεταμένες παρεμβάσεις και στα άλλα συστήματα κοινωνικής κάλυψης στη χώρα μας, οι οποίες επιδιώκουν την αποκέντρωση του εθνικού συστήματος υγείας και την κατοχύρωση ενός σύγχρονου εθνικού συστήματος κοινωνικής φροντίδας.

Το Ελληνικό συνταξιοδοτικό σύστημα διαρθρώνεται σε 3 κύριους πυλώνες³: ο πρώτος πυλώνας επικεντρώνεται στα υποσυστήματα της κύριας και της επικουρικής υποχρεωτικής ασφάλισης, ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει τα υποσυστήματα της συμπληρωματικής ασφάλισης και των επαγγελματικών ταμείων που πρόσφατα θεσμοθετήθηκαν στη χώρα μας, ενώ ο τρίτος πυλώνας αφορά τα προγράμματα ιδιωτικής ασφαλιστικής κάλυψης. Αναλυτικότερα:

- Ο πρώτος πυλώνας καλύπτει το σύνολο των εργαζομένων στην ελληνική περιφέρεια, περιλαμβάνοντας εκ του νόμου συστήματα κύριας και επικουρικής κάλυψης. Προβλέπεται η κάλυψη ακόμα και εκείνων που απασχολούνται με τις νέες ή ευέλικτες μορφές εργασίας (μερική απασχόληση, κατ οίκον απασχόληση κ.α.). Η κύρια κάλυψη εξασφαλίζεται μέσω νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, τα οποία σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία αποτελούν τους αποκλειστικούς φορείς κύριας ασφάλισης στην Ελλάδα. Η επικουρική κάλυψη όμως δεν είναι ενιαία, καθώς ιδρύονται και λειτουργούν εκ του νόμου συστήματα υποχρεωτικής επικουρικής ασφάλισης μόνο για τους μισθωτούς και όχι για άλλες κατηγορίες πληθυσμού.
- Ο δεύτερος πυλώνας στο ελληνικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης περιλαμβάνει τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης που λειτουργούν ως νομικά πρόσωπα που συνάπτονται μεταξύ επιχειρήσεων και ιδιωτικών ασφαλιστικών εταιρειών, καθώς και τα προγράμματα ατομικής κάλυψης ιδιωτικού δικαίου αποβλέποντας στην παροχή στους ασφαλισμένους και δικαιούχους των παροχών, επαγγελματικής προστασίας πέραν της παρεχόμενης από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση για τους

³ Natali David, "Greece: The pension system", Research Project, 2004

ασφαλιστικούς κινδύνους και ενδεικτικά τους κινδύνους γήρατος, θανάτου, αναπηρίας, επαγγελματικού ατυχήματος, ασθένειας και διακοπής της εργασίας.

- Ο τρίτος πυλώνας, λιγότερο αναπτυγμένος σε σχέση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, αφορά τα προγράμματα της ιδιωτικής ασφαλιστικής κάλυψης για τους εργαζόμενους και τα μέλη των οικογενειών τους (μέσω ομαδικών ασφαλιστικών συμβολαίων)

1.2 Τα επαγγελματικά συστήματα κοινωνικής ασφάλισης

Τα επαγγελματικά συστήματα⁴ του δεύτερου πυλώνα ασφάλισης θεσμοθετούνται ουσιαστικά στην Ελλάδα το 2002 με την ψήφιση του Ν. 3029/2002. Η εισαγωγή τους αποτέλεσε αντικείμενο εκτεταμένων διαβουλεύσεων μεταξύ της Κυβέρνησης και των κοινωνικών εταίρων, οι οποίοι υποστήριζαν τη λειτουργία του δεύτερου πυλώνα ως συμπληρωματικού μηχανισμού ασφαλιστικής κάλυψης των εργαζομένων.

Οι νέες νομοθετικές ρυθμίσεις επιτρέπουν πλέον και στην Ελλάδα τη λειτουργία γνήσιων επαγγελματικών ταμείων ως νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου, μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, με την επωνυμία «Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης». Τα Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης έχουν ως σκοπό την παροχή στους ασφαλισμένους και δικαιούχους των παροχών, επαγγελματικής ασφαλιστικής προστασίας πέραν της παρεχόμενης από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση. Χορηγούν παροχές σε είδος ή σε χρήμα που καταβάλλονται περιοδικώς ή εφάπαξ. Ιδρύονται προαιρετικά ανά επιχείρηση, ή κλάδο ή κλάδους εργαζομένων, με πρωτοβουλία των εργαζομένων ή των εργοδοτών ή με συμφωνία των εργοδοτών και των εργαζομένων, υπό την προϋπόθεση ότι ο αριθμός των ασφαλιζομένων κατά επιχείρηση ή επαγγελματικό κλάδο υπερβαίνει τους 100. Επίσης ιδρύονται με πρωτοβουλία των αυτοτελώς απασχολούμενων, ή των ελεύθερων επαγγελματιών ή των αγροτών ή τις επαγγελματικές τους οργανώσεις, υπό την προϋπόθεση ότι ο αριθμός των ασφαλιζόμενων μελών τους υπερβαίνει τους 100.

⁴ www.ggka.gr

Τα Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης που χορηγούν συνταξιοδοτικές παροχές, λειτουργούν με βάση το κεφαλαιοποιητικό σύστημα⁵. Τα δικαιώματα στα ταμεία αυτά δεν εξαγοράζονται πριν την ηλικία συνταξιοδότησης βάσει των καταστατικών διατάξεων.

Η υπαγωγή στην ασφάλιση των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης είναι προαιρετική. Κάθε εργαζόμενος στην επιχείρηση ή τον κλάδο ή τους κλάδους που λειτουργεί ταμείο επαγγελματικής ασφάλισης έχει δικαίωμα να ασφαλίζεται σε ταμείο που λειτουργεί στον επαγγελματικό του χώρο, χωρίς να απαιτείται η συμμετοχή του σε συνδικαλιστική οργάνωση. Κάθε αυτοτελώς απασχολούμενος, κάθε ελεύθερος επαγγελματίας και κάθε αγρότης έχει δικαίωμα να ασφαλίζεται σε ταμείο επαγγελματικής ασφάλισης που λειτουργεί στον επαγγελματικό του χώρο χωρίς να απαιτείται η συμμετοχή του σε επαγγελματική οργάνωση. Τα καταστατικά των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης δεν επιτρέπεται να αποκλείουν την ασφάλιση των προσώπων που έχουν δικαίωμα να υπαχθούν σε αυτά ή να θέτουν προϋποθέσεις που εισάγουν διακρίσεις μεταξύ των προσώπων που έχουν δικαίωμα υπαγωγής. Ο ασφαλισμένος έχει δικαίωμα να επιλέξει σε ποια ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης θα υπαχθεί στην περίπτωση που έχει δικαίωμα υπαγωγής σε περισσότερα ταμεία.

1.3 Χρηματοδότηση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης

Οι φορείς και οι παροχές του πρώτου πυλώνα χρηματοδοτούνται από σύνθετους μηχανισμούς που περιλαμβάνουν:

- εισφορές εργαζομένων
- εισφορές εργοδοτών
- τακτική συμμετοχή του κρατικού προϋπολογισμού
- κοινωνικούς πόρους (έμμεσοι φόροι)

⁵ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, “Η Ελληνική Έκθεση Στρατηγικής για τις συντάξεις”, 2005

- έκτακτη κρατική επιχορήγηση
- πόρους από την αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης περιουσίας των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης.

Η χρηματοδότηση του δεύτερου πυλώνα που εισάγεται θεσμικά το 2002 μέσω των ρυθμίσεων για τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης καλύπτεται αποκλειστικά από εισφορές των εργοδοτών και των εργαζομένων. Πόροι των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης αποτελούν οι τακτικές και έκτακτες εισφορές των ασφαλισμένων, οι τακτικές και έκτακτες εισφορές των εργοδοτών, οι πρόσοδοι περιουσίας και η απόδοση των κεφαλαίων και αποθεματικών τους. Τα ταμεία υποχρεούνται στη δημιουργία αποθεματικών που καλύπτουν τις υποχρεώσεις οι οποίες αναλαμβάνονται έναντι των ασφαλισμένων και των δικαιούχων παροχών.

Επιτρέπεται η αξιοποίηση των αποθεματικών υπό τις ακόλουθες προϋποθέσεις:

- ποσοστό μέχρι 10% των τεχνικών αποθεματικών επενδύεται σε ακίνητα
- ποσοστό μέχρι 70% των τεχνικών αποθεματικών επενδύεται σε μετοχές και ομολογίες εταιρειών
- ποσοστό μέχρι 20% των τεχνικών αποθεματικών τους επενδύεται σε έντοκα γραμμάτια και τραπεζικές καταθέσεις.

Επίσης, επιτρέπεται μέχρι ποσοστού 5% των τεχνικών αποθεματικών του ταμείου η επένδυση σε χρηματοοικονομικά μέσα που εκδίδει η ίδια η επιχείρηση που έχει συστήσει το ταμείο.

1.4 Καταθέσεις Ασφαλιστικών Οργανισμών

Τα κεφάλαια των φορέων τηρούνται υπό τη μορφή καταθέσεων⁶ σε 1. Λογαριασμούς ταμειακής Διαχείρισης σε Τράπεζα ή Τραπεζικό Οργανισμό και 2. Λογαριασμούς Διαθεσίμων Κεφαλαίων στην Τράπεζα Ελλάδος.

⁶ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, “Η Ελληνική Έκθεση Στρατηγικής για τις συντάξεις”, 2005

Ο Λογαριασμός Ταμειακής Διαχείρισης⁷ λειτουργεί για την είσπραξη και την πληρωμή τακτικών εσόδων και δαπανών. Το πλεονάζον ποσό, πέραν του αναγκαίου για την πληρωμή τακτικών δαπανών, μεταφέρεται υποχρεωτικά στο Λογαριασμό Διαθεσίμων στην Τράπεζα Ελλάδος. Στο υπόλοιπο του Λογαριασμού Ταμειακής Διαχείρισης μπορεί να καταβάλλεται τόκος από τη διαχειρίστρια τράπεζα. Η καταβολή αυτή είναι δυνατή για την τράπεζα και όχι υποχρεωτική. Ο Λογαριασμός Διαθεσίμων στην Τράπεζα της Ελλάδος λειτουργεί κυρίως ως δεξαμενή για την άντληση κεφαλαίων για επενδύσεις.

Με τους νόμους Ν.2216/94 και Ν.2469/97, συστάθηκε από τα διαθέσιμα κεφάλαια των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και των Ασφαλιστικών Φορέων το Κοινό Κεφάλαιο, το οποίο επενδύεται από την Τράπεζα Ελλάδος, ως Διαχειρίστρια, σε κινητές αξίες Ελληνικού Δημοσίου (Έντοκα Γραμμάτια, Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου). Οι αποδόσεις από τη διαχείριση του Κοινού κεφαλαίου είναι μεγαλύτερες των εντόκων καταθέσεων των φορέων και διατίθενται στους φορείς κάθε εξάμηνο.

1.5 Επενδύσεις των ασφαλιστικών οργανισμών

Το νέο θεσμικό πλαίσιο που προωθείται για τις καταθέσεις των Ασφαλιστικών Οργανισμών, για την διαχείριση και αξιοποίηση των αποθεματικών⁸ και της κινητής και ακίνητης περιουσίας αυτών είναι το ακόλουθο:

1. Υποχρεωτική τήρηση των διαθεσίμων κεφαλαίων των Ασφαλιστικών Οργανισμών στην Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία ενεργεί ως διαχειρίστρια και επενδύει τα διαθέσιμα τους σε τίτλους του Δημοσίου. Τήρηση λογαριασμού ταμειακής διαχείρισης σε Τράπεζα ή Τραπεζικό Οργανισμό.

⁷ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, “Κοινωνικός Προϋπολογισμός 2006”

⁸ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Σχέδιο Νόμου, “Θεσμικό πλαίσιο Επενδύσεων και αξιοποίησης της περιουσίας των φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, Ιούνιος 2007

2. Δυνατότητα επένδυσης από τους Ασφαλιστικούς, Οργανισμούς σε ποσοστό 23%⁹ των διαθέσιμων τους σε ακίνητα και κινητές αξίες, παράλληλα και ανεξάρτητα από τις επενδύσεις που κάνει η Τράπεζα της Ελλάδος. Από το ανωτέρω ποσοστό, το 40% επενδύεται σε ακίνητα και το 60% σε χρεόγραφα

Α. Τα χρεόγραφα στα οποία υπάρχει δυνατότητα επένδυσης από τους Ασφαλιστικούς Οργανισμούς είναι τα ακόλουθα:

1. ΤΙΤΛΟΙ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΔΗΜΟΣΙΟΥ- ΟΜΟΛΟΓΑ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Τα διαθέσιμα των Ασφαλιστικών Οργανισμών επενδύονται ελεύθερα, χωρίς έγκριση σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου και ομόλογα Τραπεζών που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα.

2. ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Επιτρέπεται στους Ασφαλιστικούς Οργανισμούς να επενδύουν μέρος των διαθέσιμων τους και μέσα στα όρια του 23%, σε μερίδια Α/Κ Εταιρειών που εδρεύουν στην Ελλάδα, καθώς επίσης και σε μερίδια Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες που έχουν την έδρα τους και σε άλλο Κράτος-Μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Διαδικασία αγοράς μεριδίων Α/Κ

- α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. για συγκεκριμένα μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων και υποβολή της απόφασης στο Υπουργείο για έγκριση.
- β) Διαβίβαση της απόφασης του Δ.Σ. στην Τράπεζα της Ελλάδος για έγκριση σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 6 του Ν. 876/79.
- γ) Έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος και μετά έγκριση του Υπουργείου Απασχόλησης..
- δ) Αποδέσμευση των εγκεκριμένων κεφαλαίων από την Τράπεζα της Ελλάδος και καταβολή αυτών στην ΑΕΔΑΚ (Εταιρεία διαχείρισης των Αμοιβαίων Κεφαλαίων) για την υλοποίηση της αγοράς των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Διαδικασία εκποίησης Α/Κ

⁹ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, “Κινητή και Ακίνητη περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, 2006

Τα Α/Κ εκποιούνται ύστερα από απόφαση του Δ.Σ. του Φορέα και δεν απαιτείται έγκριση του Υπουργείου. Για την διαδικασία της εκποίησης εφαρμόζονται οι κανόνες που προβλέπονται από την σύμβαση που έχει υπογράψει το Ταμείο με την διαχειρίστρια Εταιρεία Α/Κ.

Συγκρότηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων-Σύσταση ΑΕΔΑΚ από Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης

(Ν.1902/92, άρθρο 12, Ν.2076/92, άρθρο 35)

1. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης επιτρέπεται να συγκροτούν ίδια ή ομαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια τηρώντας τις διατάξεις περί Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

Η ανάθεση της διαχείρισης αυτών μπορεί να γίνει σε οποιαδήποτε ΑΕΔΑΚ που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα.

2. Έχουν ακόμη την δυνατότητα να συστήνουν όλοι μαζί ή κατά ομάδες Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) στις οποίες θα συμμετέχει μια νόμιμα λειτουργούσα στην Ελλάδα Τράπεζα τηρουμένων των διατάξεων της Παρ. 3 του αρθ. 26 του Ν. 1969/91. (Ν.2076/92, άρθρο 35)

3. ΜΕΤΟΧΕΣ

Επιτρέπεται στους Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης να επενδύουν μέσα στα πλαίσια του 23% σε πάσης φύσεως μετοχές με τήρηση της απαιτούμενης διαδικασίας.

Το ισχύον Ελληνικό θεσμικό πλαίσιο για τις επενδύσεις των ασφαλιστικών οργανισμών αποτελεί εμπόδιο στην προσπάθεια των ταμείων για αποδοτική διαχείριση των αποθεματικών τους. Οι περιορισμοί που θέτει ο νόμος, όπως επένδυση μόλις του 23% των διαθέσιμων των ταμείων και κυρίως στην εγχώρια αγορά, έχει ως αποτέλεσμα τον εγκλωβισμό αρκετών δισεκατομμυρίων Ευρώ κατατεθειμένων στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Διαδικασία αγοράς μετοχών

α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. για αγορά συγκεκριμένων μετοχών και υποβολή της απόφασης στο Υπουργείο για έγκριση.

β) Εγκριτικό έγγραφο του Υπουργείου βάσει των διατάξεων του άρθρου 13 του Ν. 1902/90 και των διατάξεων του άρθρου 14 του Ν.2042/92 εφόσον το διατιθέμενο ποσό είναι εντός του ορίου 20% του Ν.2676/99.

γ) Έκδοση Κοινής Απόφασης Εποπτεύοντος Υπουργού και Διοικητού Τραπέζης της Ελλάδος (σχετικές γνωμοδοτήσεις Νομικών Συμβούλων Τράπεζας Ελλάδος, από 10/12/1993 και 14/12/1993), εφόσον υπερβαίνει το ποσοστό αυτό.

δ) Δεν απαιτείται έγκριση του Υπουργείου για μετοχές Εταιρειών των οποίων το ενεργητικό υπερβαίνει τα 500 δις δρχ. (Ν.2374/96, άρθρο 1, παρ. 4), καθώς και για μετοχές που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο ή διατίθενται σε Δημόσια Εγγραφή για να εισαχθούν, εταιρειών που ιδιωτικοποιούνται σύμφωνα με το άρθρο 5, παρ. 1 του Ν.2000/91.(Ν.2533/97)

Το διατιθέμενο ποσό, στις περιπτώσεις αυτές, πρέπει να είναι μέσα στα όρια του 23%.

ε) Για μετοχές που δεν έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α. απαιτείται πάντοτε Κοινή Απόφαση του Εποπτεύοντος Υπουργού και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

στ) Μετά την έγκριση αποδεσμεύονται τα απαιτούμενα κεφάλαια από την Τράπεζα της Ελλάδος και ανατίθεται από τα Ασφαλιστικά Ταμεία σε Χρηματιστές ή Χρηματιστηριακές Εταιρείες η αγορά των μετοχών μέσω χρηματιστηρίου με την καταβολή των νομίμων προμηθειών.

Σημείωση Για τη συμμετοχή Ασφαλιστικού Φορέα, ως παλαιού μετόχου, στην αύξηση του μετοχικού Κεφαλαίου Εταιρειών που έχουν εισαχθεί στο Χ.Α.Α., απαιτείται μόνο η έγκριση του Εποπτεύοντος Υπουργού, για την διάθεση των απαιτούμενων κεφαλαίων. Ο περιορισμός του 23% δεν ισχύει στην περίπτωση αυτή.(Κοινή απόφαση Υπουργών Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 41588/Β.932/10.10.1990).

Διαδικασία εκποίησης μετοχών

α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. του Ασφαλιστικού Φορέα και υποβολή στο Υπουργείο για έγκριση.

β) Έκδοση Κοινής Απόφασης Εποπτεύοντος Υπουργού και Διοικητού Τραπέζης της Ελλάδος βάσει των διατάξεων του άρθρου 13 του Ν.1902/90.

γ) Ανάθεση σε Χρηματιστηριακή Εταιρεία της εκποίησης των μετοχών.

B. Ακίνητα

Οι Ασφαλιστικοί Οργανισμοί μπορούν να διαθέτουν μέρος των διαθεσίμων τους για αγορά ακινήτων είτε για να καλύψουν τις στεγαστικές ανάγκες των υπηρεσιών τους, είτε για επένδυση των διαθεσίμων τους. Οι αγορές γίνονται με τις διαδικασίες που ορίζονται από τις διατάξεις του Προεδρικού Διατάγματος 715/79.

Διαδικασία αγοράς ακινήτων

- α) Λήψη απόφασης Δ.Σ. και υποβολή στο Υπουργείο για κατ' αρχήν έγκριση.
- β) Μετά την έγκριση ακολουθεί διαγωνισμός βάσει του Προεδρικού Διατάγματος 715/79. Εάν το ακίνητο είναι παρακείμενο σε ιδιοκτησία του Ν.Π.Δ.Δ. ή είναι ιδιοκτησίας του Δημοσίου ή Ν.Π.Δ.Δ. ή Ο.Τ.Α. δεν απαιτείται διαγωνισμός.
- γ) Μετά την ολοκλήρωση του διαγωνισμού υποβάλλεται ο κατακυρωτικός φάκελος στο Υπουργείο για έγκριση.
- δ) Έγκριση του Υπουργείου - Αποδέσμευση των κεφαλαίων από την Τράπεζα Ελλάδος -Υπογραφή συμβολαίου αγοράς ύστερα από σχετικό έλεγχο στους τίτλους.

Διαδικασία εκποίησης ακινήτων

Απόφαση Δ.Σ. - Έγκριση κατ' αρχήν του Υπουργείου - Διαγωνισμός - Τελική έγκριση του Υπουργείου - Συμβόλαια

1.6 Δάνεια¹⁰

Μια άλλη μορφή επένδυσης των κεφαλαίων των Φορέων είναι τα δάνεια, προσωπικά ή στεγαστικά ή δάνεια πρώτης επαγγελματικής εγκατάστασης που χορηγούνται σύμφωνα με την νομοθεσία και τις αποφάσεις της Επιτροπής Νομισματικών και Πιστωτικών Θεμάτων της Τράπεζας της Ελλάδος, σε ασφαλισμένους, συνταξιούχους και υπαλλήλους.

Η χορήγηση των δανείων αυτών γίνεται κυρίως για την εξυπηρέτηση των δανειοληπτών, μέσα στα πλαίσια της κοινωνικής αποστολής των φορέων, πλην όμως δεν παύει να αποτελεί ταυτόχρονα και επένδυση καθώς τα δάνεια αυτά είναι έντοκα. Η απόδοσή τους βέβαια δεν μπορεί να είναι υψηλή, όμως σε κάθε περίπτωση είναι

¹⁰ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, “Κινητή και Ακίνητη περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, 2006

ανώτερη της απόδοσης του επιτοκίου που ισχύει σήμερα για τις καταθέσεις ταμειευτηρίου στις Εμπορικές Τράπεζες. Η χορήγηση των δανείων από τους φορείς δεν μπορεί ως θεωρούμενη επένδυση να διενεργείται απεριόριστα, αλλά μέσα στα πλαίσια των δυνατοτήτων τους και της εξέτασης κάθε αίτησης για δανειοδότηση.

1.7 Διαχείριση και αξιοποίηση περιουσίας

Το Κράτος έχει θεσπίσει μια σειρά από διατάξεις στην προσπάθειά του να βοηθήσει τους ασφαλιστικούς φορείς στη διαχείριση και αξιοποίηση της περιουσίας¹¹ τους. Πιο συγκεκριμένα:

1. ΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Με τον νόμο Ν.1902/90 δίδεται η δυνατότητα στα Διοικητικά Συμβούλια των φορέων να συγκροτούν τα δικά τους Αμοιβαία Κεφάλαια, σύμφωνα με τις δικές τους ανάγκες και τους δικούς τους επενδυτικούς στόχους, η διαχείριση των οποίων μπορεί να ανατίθεται σε ήδη υπάρχουσες Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ).

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι κατάλληλο επενδυτικό εργαλείο για τους φορείς διότι συνδυάζει την ενεργή και άμεση επαγγελματική διαχείριση χωρίς χρονοβόρες διαδικασίες, τη διαφάνεια, την ελάττωση του κόστους, τον έλεγχο του Διαχειριστή και την επιθυμητή επενδυτική στρατηγική. Οι φορείς έχουν την δυνατότητα να συγκροτούν τρεις τύπους Αμοιβαίων Κεφαλαίων: Διαχείρισης Διαθεσίμων, Σταθερού εισοδήματος και Μικτά.

2. ΣΥΣΤΑΣΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ

Σύμφωνα με το νόμο Ν.2076/92 παρέχεται η δυνατότητα στα Διοικητικά Συμβούλια των φορέων να συστήνουν Α.Ε.Δ.Α.Κ στις οποίες θα συμμετέχει μια Ελληνική Τράπεζα. Έτσι λοιπόν σήμερα έχουν συσταθεί από το Ι.Κ.Α, τον Ο.Γ.Α και το Τ.Ε.Β.Ε η Α.Ε.Δ.Α.Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών και έχουν συγκροτηθεί από το

¹¹ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Σχέδιο Νόμου, “ Θεσμικό πλαίσιο Επενδύσεων και αξιοποίησης της περιουσίας των φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, Ιούνιος 2007

Ι.Κ.Α δυο τύποι Αμοιβαίων Κεφαλαίων, το Μικτό και το Ομολογιακό, που διαχειρίζεται η Α.Ε.Δ.Α.Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών.

Η Α.Ε.Δ.Α.Κ, ως εξειδικευμένη διαχειρίστρια εταιρία μπορεί, στο πλαίσιο της συνεργασίας της με τους φορείς που τη συστήνουν, να παίζει το ρόλο συμβούλου προς τα Διοικητικά Συμβούλια των φορέων για θέματα που αφορούν επενδυτικές επιλογές, διασπορά κινδύνου μέσω της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου, κ.α

3. ΠΡΟΣΛΗΨΗ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Ο νόμος Ν.2335/95 επιτρέπει στους φορείς να προσλαμβάνουν συμβούλους, που είναι κυρίως Τράπεζες ή θυγατρικές αυτών, με σκοπό την αποτελεσματικότερη διαχείριση των περιουσιακών τους στοιχείων. Οι διαχειριστές είναι σε θέση να χρησιμοποιήσουν όλα τα σύγχρονα χρηματοοικονομικά εργαλεία πραγματοποιώντας καλύτερες αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων των φορέων.

4. ΕΛΕΓΧΟΣ ΚΑΙ ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Η Ειδική Επιτροπή Ελέγχου και Εποπτείας της Διαχείρισης της περιουσίας των Ασφαλιστικών Φορέων που έχει συσταθεί σύμφωνα με το νόμο Ν.2676/99 και εδρεύει στην Τράπεζα της Ελλάδος, είναι αρμόδια για την διενέργεια ελέγχων όσον αφορά τη νομιμότητα των επενδύσεων.

Σε περίπτωση που η παραπάνω επιτροπή διαπιστώσει παραβάσεις, εισηγείται στους Υπουργούς Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, καθώς και στον Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος την επιβολή διοικητικών ποινών και χρηματικών προστίμων.

1.8 Τα 10 Ταμεία με τη μεγαλύτερη περιουσία^{12 13}

1. Επί του συνόλου της περιουσίας των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης την μεγαλύτερη συμμετοχή κατέχει το Ι.Κ.Α-Ε.Τ.Α.Μ με ποσοστό 18,51%.
2. Το σύνολο της περιουσίας των 10 μεγαλύτερων Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης (Φ.Κ.Α) ανέρχεται στο ποσό των 17.041.080.329,97 Ευρώ και των υπολοίπων φορέων στα 11.871.706.960,17 Ευρώ.

<i>A/A</i>	<i>Φ.Κ.Α</i>	<i>ΑΞΙΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</i>	<i>ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΣΥΝΟΛΟΥ %</i>
1.	Ι.Κ.Α-Ε.Τ.Α.Μ	5.351.426.015,04	18,51
2.	Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε	2.600.807.511,69	9,00
3.	Ο.Γ.Α	2.403.800.795,44	8,31
4.	Τ.Ε.Α.Δ.Υ	1.460.413.374,21	5,05
5.	Τ.Ν	1.178.185.783,30	4,07
6.	Τ.Σ.Α.Υ	1.152.325.935,01	3,99
7.	Τ.Ε.Α.Υ.Ε.Κ	924.155.882,73	3,20
8.	Τ.Α.Π-Ο.Τ.Ε	682.753.102,91	2,36
9.	Τ.Ε.Α.Α.Π.Α.Ε	673.710.337,95	2,33
10.	Τ.Υ.Δ.Κ.Υ	613.501.591,69	2,12
11.	Λοιποί Φ.Κ.Α	11.871.706.960,17	41,06
	ΣΥΝΟΛΟ	28.912.787.290,15	100

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Έκθεση Κινητής και Ακίνητης Περιουσίας Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, Έτους 2006

¹² Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, “Κινητή και Ακίνητη περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, 2006

¹³ www.periousia.gr

Όπου:

1. *Ι.Κ.Α-Ε.Τ.Α.Μ*: Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων-Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης Μισθωτών.
2. *Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε*: Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων
3. *Ο.Γ.Α*: Οργανισμός Γεωργικών Ασφαλίσεων
4. *Τ.Ε.Α.Δ.Υ*: Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Δημοσίων Υπαλλήλων
5. *Τ.Ν*: Ταμείο Νομικών
6. *Τ.Σ.Α.Υ*: Ταμείο Συντάξεως και Αυτασφαλίσεως Υγειονομικών
7. *Τ.Ε.Α.Υ.Ε.Κ*: Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Υπαλλήλων Εμπορικών Καταστημάτων
8. *Τ.Α.Π-Ο.Τ.Ε*: Ταμείο Ασφαλίσεως Προσωπικού Ο.Τ.Ε
9. *Τ.Ε.Α.Α.Π.Α.Ε*: Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Ασφαλιστών και Προσωπικού Ασφαλιστικών Επιχειρήσεων
10. *Τ.Υ.Δ.Κ.Υ*: Ταμείο Υγείας Δημοτικών και Κοινοτικών Υπαλλήλων

1.9 Σχέση συνταξιούγων προς ασφαλισμένους στα ταμεία με τη μεγαλύτερη περιουσία

Φ.Κ.Α	Ασφαλισμένοι	Συνταξιούχοι	Σχέση
Ι.Κ.Α-Ε.Τ.Α.Μ	1.991.000	918.600	1:2,17
Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε	95.000	12.500	1:7,6
Ο.Γ.Α	718.000	860.268	1:0,83
Τ.Ε.Α.Δ.Υ	360.000	125.300	1:2,87
Τ.Ν	54.122	16.242	1:3,33
Τ.Σ.Α.Υ	90.825	17.174	1:5,29
Τ.Ε.Α.Υ.Ε.Κ	195.000	25.564	1:7,63
Τ.Α.Π-Ο.Τ.Ε	38.662	41.908	1:0,92
Τ.Ε.Α.Α.Π.Α.Ε	11.500	3.494	1:3,29
Τ.Υ.Δ.Κ.Υ	253	17	1:14,88

Πηγή: Κοινωνικός Προϋπολογισμός 2006

1.10 Θεσμικές παρεμβάσεις

Ο νόμος Ν.3029/2002, που φέρει τον χαρακτηριστικό τίτλο « Μεταρρύθμιση του Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης»¹⁴, εισήγαγε διαδικασίες που αφορούν κρίσιμες οργανωτικές και λειτουργικές προσαρμογές του Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης. Ειδικότερα:

- Οριοθετούνται ενιαίοι κανόνες, όροι και προϋποθέσεις συνταξιοδότησης, που επιτυγχάνονται με τον καθορισμό μιας δεκαετούς πορείας μεταβατικής προσαρμογής, που ξεκινά από το 2008 και ολοκληρώνεται το 2017.
- Ορίζεται η διαδικασία εθελούσιας ένταξης ταμείων κύριας ασφάλισης μισθωτών στο ΙΚΑ - Ενιαίο Ταμείο Μισθωτών (ΙΚΑ-ΕΤΑΜ) ως το 2008.
- Διαχωρίζεται η κύρια ασφάλιση, οργανωτικά και λειτουργικά, από την επικουρική και στα νέα ταμεία επικουρικής ασφάλισης εντάσσονται, τόσο οι κλάδοι όσο και οι λογαριασμοί επικουρικής ασφάλισης.
- Διαμορφώνεται, για πρώτη φορά, ενιαίο θεσμικό πλαίσιο για την εθελούσια δημιουργία Ν.Π.Ι.Δ., με αντικείμενο την ανάπτυξη ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης.
- Θεσπίζεται η Εθνική Αναλογιστική Αρχή, ως ανεξάρτητη διοικητική αρχή, με κύριο σκοπό τη γνωμοδότηση, την αναλογιστική αποτίμηση όλων των ασφαλιστικών οργανισμών, την υποβολή προτάσεων για τη βελτίωση της οικονομικής τους κατάστασης και την πλήρη διασφάλιση της βιωσιμότητάς τους, τον καθορισμό ενιαίων προδιαγραφών για την εκπόνηση των αναλογιστικών μελετών και τη διενέργεια τακτικών και έκτακτων ελέγχων σε όλους τους ασφαλιστικούς οργανισμούς.
- Διαμορφώνονται κανόνες κρατικής χρηματοδότησης, που εγγυώνται την πλεονασματική οικονομική λειτουργία του ΙΚΑ-ΕΤΑΜ μέχρι το 2030.

Οι κύριες διαστάσεις της μεταρρύθμισης εντοπίζονται στις ακόλουθες εννέα αρχές.

¹⁴ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, “Η Ελληνική Έκθεση Στρατηγικής για τις συντάξεις”, 2005

Οι εννέα αρχές της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης^{15 16}

Πρώτη αρχή: Για πρώτη φορά θεσπίζεται με απόλυτο τρόπο, μέσα από μία σειρά διατάξεων, η συνευθύνη του κράτους, των εργαζομένων με τους θεσμικούς εκπροσώπους τους και των εργοδοτών με τους θεσμικούς εκπροσώπους τους, με απόλυτη σαφήνεια σε μια σειρά λειτουργιών του ασφαλιστικού συστήματος. Αυτό γίνεται για πρώτη φορά στην ασφαλιστική νομοθεσία.

Δεύτερη αρχή: Οριοθετείται ο χρονικός στόχος της καθολικής ενότητας σε έναν ενιαίο ασφαλιστικό οργανισμό, το ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, για όλους τους μισθωτούς με σχέση εργασίας ιδιωτικού δικαίου..

Τρίτη αρχή: Διαμορφώνονται ενιαίοι κανόνες για όλους τους ασφαλισμένους από την 1.1.1993, δηλαδή τους νέους ανθρώπους, για τους οποίους προβλεπόταν σύνταξη σε ποσοστό αναπλήρωσης 60%, κατώτερη σύνταξη 45.000 δραχμές και άλλα. Τι προβλέπουν οι νέοι κανόνες για τις επόμενες γενιές;

- Δεκαπέντε έτη ασφάλισης και 65ο έτος ηλικίας για άνδρες είναι οι ελάχιστες προϋποθέσεις για να θεμελιώσει κάποιος δικαίωμα σύνταξης.
- Δεκαπέντε έτη ασφάλισης και το 60ο έτος της ηλικίας, θα είναι οι ελάχιστες προϋποθέσεις για τις γυναίκες.
- Με είκοσι έτη ασφάλισης, δηλαδή έξι χιλιάδες ημέρες εργασίας, και στο πενήκοστο πέμπτο έτος ηλικίας θα δίνεται πλήρης σύνταξη.
- Στο πενήκοστο έτος ηλικίας θα δίνεται μειωμένη σύνταξη για τις μητέρες ανηλίκων ή αναπήρων παιδιών.
- Με είκοσι έτη ασφάλισης και τρία τουλάχιστον παιδιά θα γίνεται μείωση του ορίου ηλικίας κατά εννέα έτη, μέχρι και το πενήκοστο έτος σε περίπτωση πέντε παιδιών.
- Τριάντα πέντε έτη ασφάλισης θα θεμελιώνουν δικαίωμα καταβολής μειωμένης σύνταξης με όριο ηλικίας από το πενήκοστο πέμπτο μέχρι και

¹⁵ www.ggka.gr

¹⁶ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, “Η Ελληνική Έκθεση Στρατηγικής για τις συντάξεις”, 2005

εξηκοστό τέταρτο, ενώ τριάντα επτά έτη ασφάλισης θα θεμελιώνουν δικαίωμα σε πλήρη σύνταξη χωρίς όριο ηλικίας.

Τέταρτη αρχή: Θα υπάρχει ενιαίος τρόπος υπολογισμού της σύνταξης. Συντάξιμος μισθός θα είναι τα πέντε καλύτερα έτη της τελευταίας δεκαετίας. Το ποσοστό αναπλήρωσης θα είναι στο 70%. Το ποσοστό αναπλήρωσης θα αυξάνεται κατά 3% κατ'έτος μέχρι το εξηκοστό έβδομο έτος της ηλικίας. Θα υπάρχει ενιαίο ποσοστό μείωσης του ποσοστού αναπλήρωσης κατά 4,5% από 6% που είναι σήμερα, για πρόωγη συνταξιοδότηση. Η κατώτερη σύνταξη θα είναι στο 70% της εθνικής γενικής συλλογικής σύμβασης του 2002, δηλαδή η κατώτερη σύνταξη από 45.000 δραχμές, που προέβλεπε ο νόμος 2084/92, θα γίνει 135.000 δραχμές.

Πέμπτη αρχή: Κύρια ασφάλιση με διανεμητικό σύστημα, με καθορισμένες παροχές για τριάντα χρόνια και πάνω, με καθορισμένες εισφορές για εργαζόμενους και εργοδότες και κυρίως, με καθορισμένη και απολύτως οριοθετημένη την ευθύνη του κράτους για να καλύπτει την εκάστοτε προκύπτουσα διαφορά μεταξύ εσόδων και εξόδων. Ο Ν.2084 ουσιαστικά μετέτρεπε την κύρια ασφάλιση από το διανεμητικό σύστημα σε ένα σύστημα πλήρως ανταποδοτικό.

Έκτη αρχή: Επικουρική ασφάλιση. Η επικουρική ασφάλιση πρέπει να διέπεται από όρους και προϋποθέσεις ανταποδοτικού συστήματος. Τι σημαίνει αυτό: Καθορισμένες εισφορές, καθορισμένη ανταπόδοση της επικουρικής ασφάλισης με όρια ασφαλείας το 20% του συντάξιμου μισθού, χρηματοδότηση με βάση το κεφαλαιοποιητικό σύστημα

Έβδομη αρχή: Καθορισμός των προϋποθέσεων σύγκλισης των συστημάτων. Και ξεκινάει ο χρόνος σύγκλισης, όπως έχουν προσδιοριστεί με απόλυτη σαφήνεια από το 2008 μέχρι το 2017, όπου σε αυτό το χρονικό διάστημα συμπίπτουν πια τα πάντα και το ποσοστό αναπλήρωσης και τα όρια ηλικίας, εκείνη τη χρονική περίοδο σμίγουν και έμπρακτα πια η αλληλεγγύη των γενεών εμφανίζεται. Και το σημαντικό, είναι το πώς στηρίζεται αυτή η διαδικασία από το εργατικό κίνημα και από τους εργαζόμενους στις ΔΕΚΟ και στις τράπεζες, γιατί αυτοί είναι οι εργαζόμενοι που προσφέρουν.

Όγδοη αρχή: Ενοποίηση των ταμείων επικουρικής ασφάλισης. Προσδιορίζουμε με σαφήνεια το διαχωρισμό της επικουρικής ασφάλισης από την κύρια ασφάλιση, όπως είναι σε όλη την Ευρώπη.

Ένατη αρχή: Προσδιορισμός διαμόρφωσης των δομών οι οποίες να αντικατοπτρίζουν την ανταγωνιστική δυνατότητα της οικονομίας και αυτά είναι τα επαγγελματικά ταμεία. Τα επαγγελματικά ταμεία, είναι το μέλλον και η προοπτική, που θα αποτελέσει ένα βραχίονα στήριξης των εργαζομένων των επόμενων γενεών.

1.11 Προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα ασφαλιστικά ταμεία

Από τη μια πλευρά, θα μπορούσε κάποιος να ισχυρισθεί ότι το νομοθετικό πλαίσιο προστατεύει τα ασφαλιστικά ταμεία διότι τα αναγκάζει να έχουν μεγάλη ρευστότητα διατηρώντας χαμηλά τα επίπεδα κινδύνου, αφού το μεγαλύτερο μέρος της περιουσίας τους είναι καταθέσεις. Επιπλέον τα ταμεία κάνουν παθητική διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους, επενδύοντας σε κάποιες συγκεκριμένες μετοχές χωρίς να έχουν την δυνατότητα συνεχούς αναθεώρησης του χαρτοφυλακίου τους κυρίως λόγω γραφειοκρατικών διαδικασιών. Όμως ούτε αυτή η πολιτική διαχείρισης είναι η ενδεδειγμένη αν αναλογιστούμε τα τεράστια ποσά των ασφαλιστικών ταμείων που χάθηκαν στην πτώση του ελληνικού χρηματιστηρίου το 1999.

Από την άλλη πλευρά ο νόμος θα πρέπει να δίνει την δυνατότητα στα ταμεία να επενδύουν μεγαλύτερο ποσοστό της περιουσίας τους και να μπορούν να αναθέσουν σε ένα επαγγελματία τη χρηματοοικονομική τους διαχείριση. Η κινητή και ακίνητη περιουσία των 85 κύριων και επικουρικών ταμείων στην Ελλάδα ανέρχεται σε 29 δις ευρώ, ενώ οι συνολικές μελλοντικές υποχρεώσεις εκτιμάται ότι θα είναι πολλαπλάσιες και μπορεί να φτάνουν τα 400 δις ευρώ. Ο λόγος είναι ο συνεχώς αυξανόμενος αριθμός των συνταξιούχων σε σχέση με τους εργαζομένους.

Τα ταμεία χρειάζονται μεγαλύτερες αποδόσεις στις επενδύσεις τους και μπορούν να τις επιτύχουν αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο κίνδυνο, το οποίο έχουν τη δυνατότητα να το πράξουν γιατί έχουν μακροχρόνιο επενδυτικό ορίζοντα ενώ δεν χρειάζεται να ανησυχούν για τις εισροές- εκροές από μεριδιούχους, που αντιμετωπίζουν τα Αμοιβαία Κεφάλαια. Βέβαια χρειάζεται μεγάλη προσοχή στην

τήρηση των υποχρεώσεων καταβολής συντάξεων από την πλευρά των ταμείων, έτσι ώστε να μην βρεθούν σε δυσμενή θέση λόγω έλλειψης ρευστότητας.

1.12 Λύσεις του ασφαλιστικού προβλήματος

Οι λύσεις που μπορεί να προταθούν είναι κατ' αρχήν η αύξηση του ποσοστού διαθεσίμων που μπορούν να επενδύουν τα ταμεία σε κινητές και ακίνητες αξίες και περιορισμός των γραφειοκρατικών διαδικασιών. Ας αναλογιστεί κανείς ότι σύμφωνα με το ισχύον θεσμικό πλαίσιο για να πραγματοποιηθεί μια επένδυση θα πρέπει η διοίκηση να συγκαλέσει συνέλευση, να αποφασιστεί μια επένδυση και στη συνέχεια να εγκριθεί από τον αρμόδιο Υπουργό.

Δεύτερον η ανάθεση των επενδύσεων σε επαγγελματίες διαχειριστές¹⁷ οι οποίοι χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα χρηματοοικονομικά εργαλεία θα μπορέσουν να επιτύχουν τους στόχους του κάθε ταμείου. Βασική προϋπόθεση είναι η ανάπτυξη μηχανισμών αξιολόγησης και ελέγχου των διαχειριστών μέσω μιας ανεξάρτητης Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής και η ύπαρξη διαφάνειας στις κινήσεις των διαχειριστών¹⁸.

Τα δυο βασικά παραδείγματα επαγγελματικής διαχείρισης των ταμείων σήμερα είναι η ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ και η ΑΕΔΑΚ του ΙΚΑ¹⁹. Η ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ είναι η διαχειρίστρια εταιρία του ειδικού κεφαλαίου του ταμείου ΤΑΠ-ΟΤΕ που ξεκίνησε να λειτουργεί το 2002 με κεφάλαιο προς επένδυση 528 εκατ. ευρώ. Πριν από λίγο καιρό, η εταιρία επέστρεψε κάπου 170 εκατ. ευρώ που προήλθαν από υπεραξίες και τόκους στο ΤΑΠ-ΟΤΕ για να καλύψει τις ανάγκες του, ενώ αναμένεται να επιστρέψει 60 εκ ευρώ επιπλέον το επόμενο χρονικό διάστημα. Η εντολή διαχείρισης είχε δοθεί αρχικά στις Citigroup, Morgan Stanley και 4 μεγάλες ελληνικές τράπεζες. Από τον Μάιο του 2005, όμως, η εντολή διαχείρισης έχει διαφοροποιηθεί, δίνοντας έμφαση στην

¹⁷ Κωστάκης Αλέξανδρος – Φίλιππος Νικόλαος, “Ασφαλιστικά Ταμεία: Επαγγελματική Διαχείριση στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον

¹⁸ Συριόπουλος Κώστας, “Διαχείριση Κεφαλαίων Ασφαλιστικών Ταμείων: Δημιουργία Αξίας στους Δικαιούχους και Δημόσια Χρηματοοικονομική Ισχύς”, 1^ο Συνέδριο Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, 6 Ιουνίου 2003

¹⁹ www.ika.gr

παθητική και ενεργητική διαχείριση χαρτοφυλακίων. Η ΑΕΔΑΚ του ΙΚΑ²⁰, ξεκίνησε με αρχικό κεφάλαιο 700 εκατ. ευρώ που τοποθετήθηκαν σ' ένα Μικτό και ένα Ομολογιακό Αμοιβαίο. Τη διαχείριση των τελευταίων έχουν αναλάβει οι Alpha Bank, Eurobank και Διεθνική (Εθνική).

²⁰ www.asfalistikonorgan-funds.gr

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ

2.1 Αγγλία

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Αγγλίας^{21 22} συνίσταται σε μία συνεργασία μεταξύ του κράτους (το οποίο παρέχει την βασική κρατική σύνταξη και την κρατική ανάλογη του εισοδήματος σύνταξη- S.E.R.P.S.), των εργοδοτών (οι οποίοι παρέχουν επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχήματα) και των ασφαλιστικών εταιριών (οι οποίες παρέχουν ιδιωτικές συντάξεις).

A) ΔΟΜΗ ΤΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Αγγλίας αποτελείται από τρεις πυλώνες:

- Πρώτος πυλώνας:

1. Βασική κρατική σύνταξη (υποχρεωτική, ανταποδοτική, ενιαία)
2. Επικουρική κρατική ανάλογη του εισοδήματος σύνταξη (υποχρεωτική, ανταποδοτική)

- Δεύτερος πυλώνας:

Επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχήματα (προαιρετική υπαγωγή)

1. Προσφερόμενα από τον εργοδότη

- Τρίτος πυλώνας²³:

1. Προσωπικά προγράμματα συνταξιοδότησης
2. Stakeholder pensions

²¹ OECD, “Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries”, 2004

²² www.opra.gov.uk

²³ Scatigna Michela, “Institutional Investors, Corporate Governance and Pension Funds”, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, working paper 13/01

ΠΡΩΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ:

1)ΒΑΣΙΚΗ ΚΡΑΤΙΚΗ ΣΥΝΤΑΞΗ (Basic State Pension)

(αποδίδεται από το Εθνικό Ασφαλιστικό Ταμείο)

Η βασική κρατική σύνταξη είναι ανταποδοτικού και αναδιανεμητικού χαρακτήρα παροχή, και χρηματοδοτείται από τις εισφορές των εργαζομένων, των εργοδοτών και την γενική φορολογία. Όλοι οι εργαζόμενοι και οι αυτοαπασχολούμενοι, εκτός των χαμηλόμισθων, πρέπει να πληρώσουν εισφορές στο Εθνικό Ταμείο Ασφάλισης προκειμένου να θεμελιώσουν δικαίωμα στην βασική κρατική σύνταξη.

Προκειμένου να λάβουν την πλήρη βασική σύνταξη οι άντρες πρέπει να πληρώσουν εισφορές για 44 χρόνια στο Εθνικό Ασφαλιστικό Ταμείο. Τα χρόνια αυτά καλούνται χρόνια θεμελίωσης δικαιώματος. Για τις γυναίκες τα χρόνια θεμελίωσης δικαιώματος, προκειμένου αυτές να συνταξιοδοτηθούν στα 60, είναι 39. Μεταξύ του 2010-2020 πρόκειται να επέλθει εξίσωση στις προϋποθέσεις συνταξιοδότησης μεταξύ ανδρών και γυναικών ανεβάζοντας στο 65^ο έτος το όριο συνταξιοδότησης, και τα χρόνια θεμελίωσης δικαιώματος για πλήρη σύνταξη στα 44 χρόνια.

Η βασική κρατική σύνταξη δεν μπορεί να δοθεί πριν την συμπλήρωση του ορίου συνταξιοδότησης. Από το 2010 η βασική κρατική σύνταξη θα προσ αυξάνεται κατά 10% για κάθε επιπλέον έτος παραμονής στην εργασία πέραν του ορίου συνταξιοδότησης (65 έτη). Σήμερα και μέχρι το 2009 το αντίστοιχο ποσοστό είναι 7,5%.

2)ΕΠΙΚΟΥΡΙΚΗ ΚΡΑΤΙΚΗ ΑΝΑΛΟΓΗ ΤΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ ΣΥΝΤΑΞΗ (SERPS-STATE EARNINGS-RELATED PENSION SCHEME, AND STATE SECOND PENSION)

(αποδίδεται από το Εθνικό Ασφαλιστικό Ταμείο)

Ο θεσμός της επικουρικής κρατικής σύνταξης, (είναι γνωστή ως S.E.R.P.S) η οποία είναι ανάλογη του εισοδήματος, εισήχθη στην Αγγλία το 1978 και έχει υποχρεωτικό ανταποδοτικό και μεικτό χαρακτήρα. Το ύψος της παροχής εξαρτάται αποκλειστικά από το εισόδημα του κάθε ασφαλισμένου και από τον χρόνο πληρωμής των εισφορών, αφού το ποσό της σύνταξης υπολογίζεται ως το 20% του μέσου όρου των αναπροσαρμοσμένων εισοδημάτων κατά την διάρκεια του συνολικού χρόνου εργασίας του ασφαλισμένου. Για την περίοδο 1978-1986 το καθεστώς του SERPS

ήταν ευνοϊκότερο καθώς λάμβανε υπόψη τα 20 καλύτερα χρόνια για τον υπολογισμό της σύνταξης και το ποσοστό υπολογισμού έφτανε το 25%.

Από τον Απρίλιο του 2002, κατά τον οποίο η κυβέρνηση εισήγαγε την μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος, το SERPS μετατράπηκε σε Δεύτερη Κρατική Σύνταξη (STATE SECOND PENSION).

Η μεταρρύθμιση του Απριλίου του 2002, μέσω της εισαγωγής της δεύτερης κρατικής σύνταξης επιδιώκει την ενίσχυση των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων των εργαζόμενων με χαμηλές ή μέτριες αποδοχές, ενώ παράλληλα οι εργαζόμενοι για πρώτη φορά μπορούν να θεμελιώσουν δικαίωμα στην επικουρική σύνταξη για περιόδους κατά τις οποίες δεν μπορούν να δουλέψουν λόγω ανικανότητας, ασθένειας ή απουσίας από την εργασία λόγω φροντίδας παιδιών ή ανήμπορων ατόμων εφόσον καταβάλλονται οι ανάλογες εισφορές κ.α.

Όπως με την βασική σύνταξη, και η επικουρική δεν μπορεί να δοθεί πριν από το όριο συνταξιοδότησης, μπορεί όμως να μεταφερθεί μετά από αυτό λαμβάνοντας μεγαλύτερο ποσοστό σύνταξης.

Υπάρχει δυνατότητα αποχώρησης από τον υποχρεωτικό χαρακτήρα της 2^{ης} κρατικής σύνταξης και υπαγωγή σε ομαδικό ή ατομικό ιδιωτικό συνταξιοδοτικό σύστημα που προσφέρει τουλάχιστον ισοδύναμες εγγυήσεις. Περίπου το 60% των εργαζομένων υπάγονται σε τέτοια συστήματα αποχώρησης και δικαιούνται επιστροφής εισφορών.

ΔΕΥΤΕΡΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΗΣΗΣ (OCCUPATIONAL PENSION SCHEMES)

Στην Αγγλία δεν είναι υποχρεωτικό οι εργοδότες να παρέχουν σύνταξη μέσω ενός επαγγελματικού συστήματος ή οι εργαζόμενοι να συμμετέχουν σε επαγγελματικό σύστημα όταν αυτό προσφέρεται από τον εργοδότη. Ωστόσο είναι ιδιαίτερα υψηλά τα ποσοστά της παροχής σύνταξης από επαγγελματικό σύστημα και η ανάληψη τέτοιων συστημάτων. Υπάρχουν περί τα 10εκ. εργαζόμενοι (περίπου το μισό εργατικό δυναμικό) που έχουν δικαιώματα σε επαγγελματικά συστήματα.

Υπάρχουν δύο κατηγοριών επαγγελματικά συστήματα:

ΤΡΙΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

1) ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΗΣΗΣ (PERSONAL PENSIONS)

Εισήχθησαν το 1988. Προσφέρουν μία 2^η ιδιωτική σύνταξη στους εργαζόμενους, των οποίων ο εργοδότης δεν παρέχει επαγγελματικό σχήμα ή σε αυτούς που αλλάζουν συχνά δουλειά. Παρέχουν επίσης πρόσθετη σύνταξη στους αυτοαπασχολούμενους. Πολλοί εργαζόμενοι έχουν συστήσει ομαδικά ταμεία προσωπικών συντάξεων (Group personal pensions- GPP), στα οποία δεν ασχολούνται οι ίδιοι με την διαχείριση του ταμείου αυτού, αλλά κάποιος χρηματοοικονομικός οργανισμός. Παρόλα αυτά αυτό το συνταξιοδοτικό καθεστώς των προσωπικών συντάξεων είναι περιορισμένο. Μόνο το 12% των εργαζομένων (μισθωτών) εισφέρει σε κάποιο τέτοιο καθεστώς. Όσον αφορά τους αυτοαπασχολούμενους, το ποσοστό υπαγωγής σε προσωπικά προγράμματα συνταξιοδότησης ανέρχεται στο 44%. Για την ενθάρρυνση της παροχής της 2^{ης} ιδιωτικής σύνταξης τον Απρίλιο του 2001 εισήχθησαν τα προσωπικά συνταξιοδοτικά προγράμματα «Stakeholder».

2) ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ «STAKEHOLDER»

Αυτός ο νέος τύπος συνταξιοδοτικού λογαριασμού ενσωματώνει αυστηρούς ελέγχους στις χρεώσεις και προσφέρει καλύτερες αποδόσεις για τις ατομικές αποταμιεύσεις. Σχεδιασμένο να κάνει τις δεύτερες συντάξεις πιο ελκυστικές, το κόστος για τα άτομα είναι κατά πολύ μικρότερο από ότι για τις προσωπικές συντάξεις με πλαφόν χρέωσης το 1% της αξίας του κεφαλαίου της σύνταξης, ενώ ο καθορισμός των παροχών γίνεται από την Κυβέρνηση. Οι «Stakeholder» συντάξεις είναι επίσης περισσότερο ευέλικτες από τις προσωπικές όσον αφορά στη μη χρέωση, σε περίπτωση μεταφοράς ή διακοπής του κεφαλαίου.

2.2 Γερμανία

Το κοινωνικοασφαλιστικό σύστημα της Γερμανίας²⁴ είναι διαρθρωμένο σε τρεις πυλώνες.

Ο Πρώτος πυλώνας περιλαμβάνει την κύρια σύνταξη των μισθωτών, ελευθέρων επαγγελματιών, αγροτών, ναυτεργατών κ.λ.π.

Ο Δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει τις συμπληρωματικές ανά επιχείρηση συντάξεις

Ο Τρίτος πυλώνας περιλαμβάνει την ατομική σύνταξη από την ιδιωτική ασφάλιση.

ΠΡΩΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Ο πρώτος πυλώνας είναι διαρθρωμένος κατά το σύστημα Bismark, στηρίζεται σε αναδιανεμητική βάση (pay as you go) και διέπεται από την αρχή της υποχρεωτικότητας και καθολικότητας για τους εργαζομένους με εξαρτημένη εργασία, εκπαιδευόμενους, αγρότες, ναυτικούς, ορισμένες ομάδες αυτοαπασχολούμενων με χαμηλό εισόδημα (π.χ. που δεν απασχολούν προσωπικό), βιοτέχνες, χειρώνακτες, ελεύθερους επαγγελματίες (υδραυλικοί-ηλεκτρολόγοι), καλλιτέχνες, συγγραφείς, δημοσιογράφους κ.λ.π.

Στον πρώτο πυλώνα ανήκουν και τα ταμεία των ελευθέρων επαγγελματιών (γιατροί, δικηγόροι, οδοντίατροι, μηχανικοί κ.λ.π.) που είναι σωματειακής μορφής και εφόσον τα εισοδήματά τους ανέρχονται μέχρι ένα ορισμένο ποσό (επαγγελματικά ταμεία) και καλύπτει το 82% των απασχολούμενων στη χώρα.

Όσον αφορά τη χρηματοδότηση του πυλώνα αυτού, οι μισθωτοί και εργοδότες καταβάλουν εισφορές της τάξεως του 9,55%, ενώ ο κρατικός προϋπολογισμός συνεισφέρει σημαντικά ποσά, σε ποσοστό 36% περίπου στις δαπάνες των ταμείων συντάξεων καλύπτοντας τα ελλείμματα που προέρχονται από την ασκούμενη κοινωνική πολιτική (π.χ. επιδόματα ασφαλισμένων απασχολούμενων στα πρώην

²⁴ Wilke C.-Borsch-Supan A., "The German Public Pension System", Bureau of Economic Research, 25 August 2003

ανατολικά κράτη, αναγνώριση χρόνου ανατροφής παιδιών , οικογενειακά επιδόματα κ.λ.π.). Η εξέλιξη των δαπανών των συντάξεων εμφανίζεται στον παρακάτω πίνακα:

1991	1995	2000	2010	2020	2030
34,0%	38,9%	42,5%	44,4%	49,3%	60,6%

Οι άνδρες έχουν το δικαίωμα να συνταξιοδοτηθούν όταν συμπληρώσουν το 65^ο έτος της ηλικίας τους με 35 έτη ασφάλισης, ενώ οι γυναίκες στα 60 έτη με συμπληρωμένα 25 έτη ασφάλισης. Πρόωρη συνταξιοδότηση πριν από τα παραπάνω έτη συνεπάγεται μείωση της σύνταξης κατά 0,3% για κάθε μήνα που υπολείπεται των ανωτέρω ορίων ηλικίας.

ΔΕΥΤΕΡΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Ο δεύτερος Πυλώνας περιλαμβάνει τις συμπληρωματικές συντάξεις ανά επιχείρηση. Στις μεγάλες επιχειρήσεις ή κλάδους επιχειρήσεων που απασχολούν πάνω από 5000 άτομα προσωπικό ασφαλίζεται σχεδόν το 90% των εργαζομένων

Στην Γερμανία προβλέπονται πέντε συστήματα ασφάλισης από τα οποία επιλέγει ο εργοδότης. Όλα στηρίζονται στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα και οι εισφορές καταβάλλονται κυρίως από τον εργοδότη.

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ COMPANY PENSION SCHEMES²⁵

1. Direct guarantee (direct entitlement)

- κυρίως σε εταιρείες
- απευθείας καταβολή των παροχών στους εργαζόμενους από τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας (του εργοδότη)

²⁵ www.ggka.gr

- φορολογικές απαλλαγές στα κέρδη της εταιρείας
- οι εργαζόμενοι δεν είναι υποχρεωμένοι να καταβάλλουν εισφορές
- η εταιρεία μπορεί να επενδύσει τα κεφάλαια της όπως αυτή κρίνει

2. Pension Funds

- νομικά κατοχυρωμένο δικαίωμα των ασφαλισμένων
- συγκέντρωση αποθεματικών κεφαλαίου από ένα ή περισσότερους εργοδότες.
- κανόνες λειτουργίας υπό κρατική εποπτεία(έως 35% του κεφαλαίου επενδύεται σε μετοχές)
- οι εισφορές καταβάλλονται από τον εργοδότη και θεωρούνται ως έξοδα της επιχείρησης
- σε ορισμένες περιπτώσεις συνεισφέρουν και οι εργαζόμενοι

3. Direct insurance

- κυρίως σε μικρές εταιρείες
- ομαδικό συμβόλαιο ασφάλισης
- κανόνες λειτουργίας με κρατική εποπτεία
- τα ασφάλιστρα καταβάλλονται από τον εργοδότη και θεωρούνται ως έξοδα επιχείρησης
- δυνατότητα καταβολής πρόσθετου ασφάλιστρου από τους εργαζόμενους

4. Benevolent funds (support funds)

- οι εργαζόμενοι δεν έχουν νομικό κατοχυρωμένο δικαίωμα
- η διαχείριση των αποθεματικών γίνεται από την ίδια την εταιρεία αλλά και από κάποιο ανεξάρτητο φορέα χωρίς να υπάρχει κρατική εποπτεία
- οι εισφορές του εργοδότη δεν θεωρούνται ως έξοδα της επιχείρησης

5. Pension investment funds

- συγκέντρωση αποθεματικών κεφαλαίου από ένα ή περισσότερους εργοδότες
- νομικά κατοχυρωμένο δικαίωμα των εργαζομένων
- κανόνες λειτουργίας με κρατική εποπτεία
- σχετική ελευθερία όσον αφορά την διαχείριση των αποθεματικών

ΤΡΙΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Συνταξιοδοτικά προγράμματα σε ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες. Το κράτος παροτρύνει τη συμμετοχή των εργαζομένων σ' αυτά με παροχή κινήτρων (φοροαπαλλαγές).

2.3 Γαλλία

Το Γαλλικό σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης^{26, 27} περιλαμβάνει τρεις πυλώνες:

- Τον βασικό (κύρια ασφάλιση)
- Τον συμπληρωματικό (επικουρική ασφάλιση) και
- Τον υπερσυμπληρωματικό

Οι δύο πρώτοι πυλώνες είναι υποχρεωτικοί, ενώ ο τρίτος προαιρετικός. Οι εργαζόμενοι στον ιδιωτικό τομέα και οι εργοδότες τους συνεισφέρουν σε ένα σύστημα συντάξεων δύο πυλώνων.

²⁶ Natali David, "France: The pension system", Research Project, 2004

²⁷ www.observatoire-retraites.org

ΠΡΩΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Πλήρη σύνταξη γήρατος χορηγείται στο 60^ο έτος της ηλικίας μετά από 40 έτη ασφάλισης. Στο ίδιο όριο ηλικίας δηλ. στο 60^ο έτος χορηγείται μειωμένη σύνταξη γήρατος σε όσους δεν έχουν καταβάλει ασφαλιστικές εισφορές για 40 έτη.

Υπό προϋποθέσεις χορηγείται σύνταξη σε άτομα άνω των 65 ετών, που δεν έχουν βιοποριστική ικανότητα. Με δεδομένα τα κοινά όρια ηλικίας συνταξιοδότησης ανδρών – γυναικών το σύστημα παρουσιάζει κάποια ιδιαιτερότητα στην προσαύξηση των ετών ασφάλισης των μητέρων π.χ. για ένα παιδί δύο επιπλέον έτη ασφάλισης.

Τα τελευταία 30 χρόνια επειδή έχει μειωθεί η βιομηχανική δραστηριότητα δεν υπάρχουν πολλοί εργαζόμενοι σε βαριά και ανθυγιεινά επαγγέλματα. Τα ταμεία ορισμένων επαγγελματικών κατηγοριών όπως των ανθρακωρύχων, που δεν είναι βιώσιμα, αφού δεν έχουν έσοδα, χορηγούν ως βοήθημα πρόωρη σύνταξη από το 50^ο έτος της ηλικίας μέχρι το 60^ο έτος, στο οποίο χορηγείται η κανονική σύνταξη. Οι συντάξεις όμως αυτές δεν χρηματοδοτούνται από το Γενικό Ταμείο, αλλά από το ίδιο το Κράτος.

Το σύστημα συνταξιοδότησης είναι αναλογικό του μισθού βάσει του οποίου καταβλήθηκαν ασφαλιστικές εισφορές και της διάρκειας της μισθωτής υπηρεσίας. Λαμβάνονται δε υπόψη τα 25 καλύτερα χρόνια της εργασίας του μισθωτού.

Σημειώνεται ότι οι δημόσιοι Υπάλληλοι συνταξιοδοτούνται ανεξάρτητα από όριο ηλικίας με τουλάχιστον 15 χρόνια ασφάλισης και με ανώτατο όριο ασφάλισης τα 37,5 χρόνια. Ως μισθός για τον υπολογισμό της σύνταξης λαμβάνεται ο μέσος όρος του μισθού του τελευταίου εξαμήνου.

ΔΕΥΤΕΡΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Η επικουρική ασφάλιση στη Γαλλία είναι υποχρεωτική και καλύπτει όλους τους εργαζομένους. Υπάρχουν πολλοί φορείς επικουρικής ασφάλισης, οι οποίοι οργανώνονται αφενός σύμφωνα με το καθεστώς που ισχύει για την ασφάλιση των στελεχών και αφετέρου με το καθεστώς ασφάλισης που ισχύει για τους εργατές.

Τα Επικουρικά Ταμεία χορηγούν σύνταξη, η οποία υπολογίζεται ανάλογα με τη διάρκεια του ασφαλιστικού βίου, τις καταβληθείσες εισφορές και το όριο ηλικίας των ασφαλισμένων που είναι το 60^ο έτος.

Ειδικότερα οι ετήσιες εισφορές μετατρέπονται σε μονάδες και η σύνταξη υπολογίζεται από τον αριθμό των μονάδων αυτών επί την αξία τους τη δεδομένη χρονική στιγμή. Η διαχείριση των φορέων αυτών γίνεται από τους Κοινωνικούς εταίρους.

ΤΡΙΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Εκτός από την υποχρεωτική επικουρική ασφάλιση υπάρχει και καθεστώς ασφάλισης σε προαιρετική βάση, η υπερσυμπληρωματική, σε επίπεδο επιχείρησης ή ομάδας εργαζομένων, του οποίου η διαχείριση είτε είναι αυτόνομη, είτε έχει ανατεθεί σε ασφαλιστικές εταιρίες.

Η ασφάλιση αυτή αφορά κυρίως μικρό αριθμό εργαζομένων του ιδιωτικού τομέα και τόσο οι εισφορές όσο και οι παρεχόμενες συντάξεις και τα επιδόματα είναι σε χαμηλότερη βάση σε σχέση με την υποχρεωτική επικουρική ασφάλιση.

2.4 Αυστρία

Το Αυστριακό Σύστημα κοινωνικής ασφάλισης²⁸, είναι διαρθρωμένο σε τρεις πυλώνες:

- Ο Πρώτος Πυλώνας, περιλαμβάνει το Δημόσιο σύστημα
- Ο Δεύτερος Πυλώνας, περιλαμβάνει τα Συμπληρωματικά Συστήματα – Επαγγελματικά Ταμεία
- Ο Τρίτος Πυλώνας, περιλαμβάνει την Ιδιωτική Ασφάλιση.

Ο Α΄ Πυλώνας καλύπτει το 94% του πληθυσμού, ο Β΄ το 3% και το υπόλοιπο 3% ο Γ΄ Πυλώνας.

²⁸ www.ggka.gr

ΠΡΩΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Περιλαμβάνει τα εκ του νόμου συστήματα και είναι διαρθρωμένος κατά το κλασικό σύστημα Bismarck, δηλαδή οργάνωση της κοινωνικής ασφάλισης ανάλογα με το επάγγελμα.

Το Δημόσιο σύστημα στηρίζεται σε αναδιανεμητική βάση και διέπεται από την αρχή της υποχρεωτικότητας και καθολικότητας. Καλύπτει τους ασφαλιστικούς κινδύνους Γήρατος, Αναπηρίας, Θανάτου, Ασθένειας και Ατυχήματος και ασκείται μέσω είκοσι οκτώ (28) Ασφαλιστικών Ταμείων.

Όσον αφορά τα όρια συνταξιοδότησης οι άνδρες συνταξιοδοτούνται όταν φτάσουν στα 65 έτη ηλικίας και 15 χρόνια ασφάλισης τουλάχιστον, ενώ για τις γυναίκες ορίζεται στα 60 έτη και 15 χρόνια ασφάλισης τουλάχιστον.

Οι πηγές χρηματοδότησης του συστήματος είναι οι ατομικές εισφορές (αντιστοιχούν σε ποσοστό 10.25% επί των αποδοχών των ασφαλισμένων και σε ποσοστό 12,55% των εργοδοτών) και επιχορήγηση του Κράτους για την κάλυψη των ελλειμμάτων.

Επένδυση αποθεματικών δεν νοείται στο Αυστριακό σύστημα, αφού είναι ελλειμματικό και το Κράτος καλύπτει το έλλειμμα μόνο για συντάξεις. Επένδυση του Κράτους θεωρείται η ανέγερση νοσοκομείων, απόκτηση εξοπλισμού, μηχανημάτων τα οποία συντελούν στην ποιοτική και ποσοτική αναβάθμιση των παρεχομένων υπηρεσιών του Κράτους προς τους πολίτες του.

Το ύψος της σύνταξης εξαρτάται από τα έτη ασφάλισης και τις συντάξιμες αποδοχές. Για τον υπολογισμό της σύνταξης λαμβάνεται υπόψη ο μέσος όρος των αποδοχών της καλύτερης 15ετίας, όπου ο εργαζόμενος είχε το υψηλότερο εισόδημα.

Η σύνταξη υπολογίζεται σε ποσοστό 2% των συντάξιμων αποδοχών για κάθε έτος ασφάλισης. Η αναπροσαρμογή των συντάξεων διαμορφώνεται με βάση τη μέση σύνταξη των μισθών που προβλέπονται με τις Εθνικές Συλλογικές Συμβάσεις. Σε περίπτωση που με την αναπροσαρμογή αυτή δεν καλύπτεται ο πληθωρισμός, η διαφορά επιστρέφεται στους συνταξιούχους εφάπαξ.

Στην Αυστρία υπάρχει οργανωμένο πληροφοριακό σύστημα από το έτος 1972, το οποίο έχει συμβάλλει αφενός στη μείωση του κόστους διαχείρισης της ασφάλισης και αφετέρου στην απλούστευση των διαδικασιών, στην αποδυνάμωση της γραφειοκρατίας και στη μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας των υπαλλήλων.

Όλα τα παραπάνω συμβάλλουν στην καλύτερη εξυπηρέτηση των ασφαλισμένων και συνταξιούχων για τους οποίους ο απαιτούμενος χρόνος για την έκδοση της σύνταξής τους είναι τρεις μήνες ακόμη και σε περίπτωση διαδοχικής ασφάλισης, όπου η σύνταξη καταβάλλεται ολόκληρη από τον τελευταίο φορέα, χωρίς τη συμμετοχή του προηγούμενου.

ΔΕΥΤΕΡΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Ο Δεύτερος Πυλώνας έχει διαδραματίσει παραδοσιακά δευτερεύοντα ρόλο στις κοινωνικές ασφάλισεις στην Αυστρία. Ασφαλίζονται 300.000 άτομα σε σύνολο εργαζομένων 3.640.000.

Το νομικό πλαίσιο για την επαγγελματική ασφάλιση δημιουργήθηκε το 1990 με τα χαρακτηριστικά της προαιρετικότητας της ασφάλισης. Από το 2002 θεσμοθετήθηκε υποχρέωση του εργοδότη (καταβολή εισφοράς σε ποσοστό 1,35% στο σύνολο των αποδοχών του εργαζόμενου) να ασφαρίζει τον εργαζόμενο σε επαγγελματικά ταμεία, τα οποία μπορούν να ιδρύουν και οι ίδιοι εργαζόμενοι. Οι εισφορές αυτές καταβάλλονται στο φορέα διαχείρισης, που μπορεί να είναι Τράπεζες ή Ασφαλιστικές Εταιρείες.

Σε περίπτωση που αποχωρήσει ο εργαζόμενος από την εργασία του έχει τη δυνατότητα να λάβει:

- τη σύνταξη που του αναλογεί,
- να μεταφέρει το σχετικό απόθεμα στο νέο πρόγραμμα που εντάσσεται η νέα του εργασία ,
- να λάβει σε χρήμα το αναλογούν απόθεμα που έχει δημιουργηθεί μέχρι την αποχώρησή του, το οποίο δύναται να το μεταφέρει ακόμα και σε φορέα του πρώτου πυλώνα.

ΤΡΙΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Στα πλαίσια των φορολογικών μεταρρυθμίσεων που έγιναν το 2000, δημιουργήθηκε ένα ειδικό ανταποδοτικό πρόγραμμα για την παροχή ιδιωτικής ασφάλισης. Το πρόγραμμα περιλαμβάνει:

- συμπληρωματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα με ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες
- εισφορές εργαζομένων σε κάποιο συνταξιοδοτικό λογαριασμό
- αποταμιευτικά συνταξιοδοτικά επενδυτικά κεφάλαια
- προαιρετική επιπρόσθετη κάλυψη στο βασικό ποσό σύνταξης.

Η κοινωνική Ασφάλιση στην Αυστρία βασίζεται στο διανεμητικό σύστημα (Pay as you go) σύμφωνα με το οποίο τα έσοδα καλύπτουν τα έξοδα σε ετήσια βάση. Το σύστημα όμως αυτό στηρίζεται κυρίως στη σχέση, (Αριθμός Ασφαλισμένων) / (Αριθμός Συνταξιούχων), η οποία σήμερα είναι: ασφαλισμένοι: 3.640. συνταξιούχοι: 961.400 , σχέση: 1:4²⁹, η οποία συνεχώς επιδεινώνεται. Αυτό γίνεται εμφανές και από τον παρακάτω πίνακα, από τον οποίο προκύπτει η συνεχής αύξηση των συνταξιούχων σε διάστημα 50 χρόνων (από 1980-2030)

Έτη	Άνδρες	Γυναίκες	Σύνολο Πληθυσμού
1980	11,7%	23%	15,3%
1985	10,4%	24,2%	14,3%
1990	10,8%	24,2%	15%
1995	11,4%	23,4%	15,2%
2000	12,2%	24,3%	21,1%
2005	14%	25,8%	22,7%
2010	15,6%	27%	24,4%
2015	17,3%	28,4%	26%
2020	18,9%	30,7%	28,5%
2025	21,3%	34%	31,9
2030	24,6%	37,1%	35%

Επομένως για να διατηρηθεί η ισορροπία του διανεμητικού συστήματος απαιτείται η διαρκής αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών με συνέπεια αυτές να διαμορφωθούν σε πολύ υψηλά επίπεδα. Ήδη το αναλογιστικό έλλειμμα του συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης θεωρείται από τα μεγαλύτερα της Ευρώπης σε σχέση βέβαια με τον πληθυσμό.

²⁹ OECD, “Pension Markets in Focus”, Issue 3, October 2006

2.5 Ιταλία

Το υποχρεωτικό ασφαλιστικό σύστημα της Ιταλίας³⁰ μέχρι το 1992 ήταν κατακερματισμένο σε πενήντα διαφορετικά καθεστάτα. Έκτοτε, δημοσιονομικοί, δημογραφικοί και εργασιακοί λόγοι επέβαλαν τη μεταρρύθμιση κατά την οποία ενοποιήθηκαν προοδευτικά οι βασικοί κανόνες και τα περισσότερα από τα συστήματα τα διαχειρίζεται το Εθνικό Ινστιτούτο Κοινωνικής Ασφάλισης, στο οποίο αναλογούν τα δύο τρίτα των δαπανών και το οποίο ασφαλίζει την πλειονότητα των απασχολούμενων στον ιδιωτικό τομέα και τους αυτοαπασχολούμενους. Την ασφάλιση των εργαζομένων στο δημόσιο τομέα αναλαμβάνει ένας ξεχωριστός φορέας (INPDAP).

Το Ιταλικό σύστημα κοινωνικής προστασίας, με εξαίρεση την υγειονομική περίθαλψη, δεν είναι οργανωμένο με βάση ένα ενιαίο κριτήριο. Για κάθε τμήμα της κοινωνικής ασφάλισης, κυρίως για τις συντάξεις, υπάρχει και μια ειδική διοίκηση (ένας οργανισμός), η οποία είναι υπεύθυνη για τη συγκέντρωση των εισφορών και την παροχή των επιδομάτων.

Η εφαρμογή της νομοθεσίας και των εποπτικών δραστηριοτήτων και ενεργειών αποτελούν ευθύνη των Υπουργείων και συγκεκριμένα του Υπουργείου Υγείας για την υγεία, το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Προστασίας για τις παροχές συντάξεων, ασθένειας και μητρότητας, ανεργία και οικογενειακά επιδόματα καθώς και το Υπουργείο Οικονομικών για τα θέματα της χρηματοδότησης του συστήματος.

ΠΡΩΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Για την υποχρεωτική ασφάλιση των μισθωτών, το ποσοστό εισφοράς ανέρχεται σε 32,7% επί των καταβαλλομένων αποδοχών τους και αναλύεται σε 9% σε βάρος του εργαζομένου και 24% σε βάρος του εργοδότη. Το επιπλέον ποσοστό 0,3% (24%-23,7%) σε βάρος του εργοδότη, πιστώνεται σε ειδικό λογαριασμό και αποτελεί αποθεματικό υπέρ του εργαζόμενου. Για τους αυτοαπασχολούμενους το ποσοστό της εισφοράς ανέρχεται σε 14% επί του δηλωθέντος εισοδήματος, το οποίο

³⁰ Benetti M., "The Italian Pension System", International Social Security, November 2002

όμως δεν μπορεί να είναι μικρότερο από ένα ελάχιστο ποσό εισοδήματος, με πρόβλεψη εντός της 5ετίας να ανέλθει στο 19%.

Ο ελάχιστος χρόνος ασφάλισης για θεμελίωση δικαιώματος σύνταξης ανέρχεται σε 20 έτη, με εξαίρεση εκείνους οι οποίοι την 31.12.1992 είχαν ασφαλιστεί για τουλάχιστον 15 χρόνια, για τους οποίους παραμένει η 15ετία ως ελάχιστος χρόνος ασφάλισης.

Δυνατότητα συνταξιοδότησης σε μικρότερο όριο ηλικίας (55^ο) παρέχεται σε όσους έχουν πραγματοποιήσει τουλάχιστον 35 χρόνια ασφάλισης. Το ανωτέρω όριο ηλικίας αυξάνεται μετά την 1.1.2008 στα 57 έτη.

Παρέχεται επίσης δυνατότητα συνταξιοδότησης ανεξάρτητα από όριο ηλικίας στους εργαζόμενους εκείνους, οι οποίοι πραγματοποιούν 40 χρόνια ασφάλισης. Ειδικές προβλέψεις υφίστανται και για τις εργαζόμενες μητέρες με δυνατότητα αποχώρησης με μειωμένο όριο ηλικίας (56^ο) και μείωσης του απαιτούμενου χρόνου ασφάλισης κατά 4 μήνες για κάθε παιδί και μέχρι 1 έτος κατ' ανώτατο όριο.

Σήμερα οι ασφαλιστικοί οργανισμοί υποχρεωτικής ασφάλισης δεν διαθέτουν αποθεματικά. Οι εισφορές αποτελούν τα έσοδα σε ετήσια βάση και οι παροχές τα έξοδα αυτών. Τα τυχόν ελλείμματα καλύπτονται από το κράτος.

Στο παρελθόν το κρατικό σύστημα, ιδιωτικό και δημοσίων υπαλλήλων, δεν παρουσίαζε κανένα έλλειμμα. Είχε συγκεντρώσει με την πάροδο του χρόνου μια αξιοσημείωτη περιουσία, η οποία απαρτιζόταν από 70.000 οικοδομές και 100.000 διαμερίσματα. Στη συνέχεια όμως και μετά τις συνεχείς μεταρρυθμίσεις του συστήματος, τα ακίνητα αυτά εκχωρήθηκαν στο κράτος, το οποίο ανέλαβε να καλύπτει τα εμφανιζόμενα ελλείμματα των φορέων αυτών.

Η ετήσια επιχορήγηση του κράτους ανέρχεται στα 64 δις. €, εκ των οποίων ποσό 29 δις € διατίθεται για τις συντάξεις (κοινωνική πολιτική συντάξεων) και με ποσό 12 δις € επιδοτούνται άλλες παροχές, όπως επιδότηση θέσεων εργασίας³¹. Η διαφορά μεταξύ εισφορών και παροχών ανέρχεται σε ποσοστό 0,8% επί του ΑΕΠ και η συνολική επιβάρυνση για τις συνταξιοδοτικές παροχές σε ποσοστό 2% επί του ΑΕΠ.

Για τα υφιστάμενα αποθεματικά των ιδιωτικών ταμείων υποχρεωτικής ασφάλισης παρέχονται οδηγίες από τη Κυβέρνηση σύμφωνα με τις οποίες γίνονται συμφωνίες με επαγγελματικά πρόσωπα, διαχειρίστριες τράπεζες και επενδυτικούς

³¹ OECD, "Pension Markets in Focus", Issue 3, October 2006

συμβούλους για την αξιοποίηση αυτών. Υφίστανται περιορισμοί στα ανώτατα ποσά που επιτρέπεται να επενδύονται και στο ποσοστό των μετοχών. Επιτρέπεται η επένδυση σε πολυτομεακές ή μονοτομεακές επενδύσεις, μετοχές ή ομόλογα εγγυημένης απόδοσης. Τελευταία επετράπη και η επένδυση σε προϊόντα με μεγαλύτερη απόδοση και φυσικά ρίσκο.

ΔΕΥΤΕΡΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Στον πυλώνα αυτό ανήκουν τα κλειστά και τα ανοικτά ταμεία.

Τα κλειστά ταμεία ιδρύονται κυρίως με βάση συλλογικές διαπραγματεύσεις και συμφωνίες που πραγματοποιούνται μεταξύ των σωματείων των εργαζομένων και των εργοδοτών και για αυτό άλλωστε ονομάζονται και διαπραγματευόμενα ταμεία.

Τα ανοικτά ταμεία, συναφή σε μεγάλο βαθμό με του τρίτου πυλώνα ιδιωτικά προγράμματα, ιδρύονται και διαχειρίζονται από οικονομικούς διαμεσολαβητές, (τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων, χρηματομεσιτικές εταιρείες κ.α.) και δύναται να τα επιλέξουν μόνο οι εργαζόμενοι των οποίων η επιχείρηση δεν έχει ιδρύσει ένα κλειστό ταμείο για την συμπληρωματική ασφάλιση τους, αλλά και τα άτομα τα οποία απολύθηκαν από την επιχείρηση που είχε δικό της κλειστό ταμείο αλλά και οι αυτοαπασχολούμενοι.

Επισημαίνεται ότι η εισφορά των μελών των ανοικτών ταμείων του δεύτερου πυλώνα και των προγραμμάτων του τρίτου πυλώνα είναι αρκετά υψηλότερη απ' αυτή των κλειστών ταμείων λόγω της έλλειψης των εργοδοτικών εισφορών και του TFR (επίδομα τέλους υπηρεσίας), ποσοστού 6,91%, ως χρηματοδοτικών μέσων των ταμείων αυτών.

Στα κλειστά ταμεία το συνολικό ποσοστό που καταβάλλεται για την χρηματοδότηση της συμπληρωματικής ιδιωτικής ασφάλισης στην Ιταλία αποτελεί το 9,25% των ακαθάριστων αποδοχών των εργαζομένων (1,17% εργαζόμενου + 1,17% εργοδότη + 6,91% TFR=9,25%) το οποίο συνυπολογιζόμενο με το 32,7% (8,89% του εργαζόμενου και 23,81% του εργοδότη) των εισφορών που καταβάλλονται για την χρηματοδότηση της υποχρεωτικής ασφάλισης φτάνει πλέον το 41,95% για την χρηματοδότηση του πρώτου και δεύτερου πυλώνα ασφάλισης.

ΤΡΙΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Το 2001 δημιουργήθηκαν τα πρώτα ατομικά προγράμματα PIP (individual pension plans) συνταξιοδότησης με την μορφή της ιδιωτικής ασφάλισης. Την ίδια χρονιά, 63 ασφαλιστικές εταιρείες σύναψαν 220.000 συμβόλαια και εισέπραξαν 335 εκατ.€ τον πρώτο χρόνο λειτουργίας τους

Οι εισφορές των μελών κατατίθενται σε ατομικές μερίδες και προσυζάνονται με τη θετική απόδοση που επιτυγχάνει η ασφαλιστική εταιρεία για λογαριασμό του χαρτοφυλακίου της. Παρόλο ότι τα ταμεία και των δύο πυλώνων αντιμετωπίζονται σε γενικές γραμμές με βάση την ίδια πολιτική (π.χ. φορολογική αντιμετώπιση), με σκοπό να επιτευχθεί μια μορφή ομοιογένειας των δύο πυλώνων, στους συνταξιούχους τα ιδιωτικά ατομικά προγράμματα (τρίτος άξονας), δεν υποχρεώνονται από το νόμο να επανεκτιμούν το ύψος των συντάξεων.

2.6 Ολλανδία

ΠΡΩΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Το μοναδικό υποχρεωτικό συνταξιοδοτικό σύστημα^{32 33} είναι η ασφάλιση σύνταξης γήρατος. Προβλέπει τη χορήγηση σύνταξης χωρίς έλεγχο εισοδήματος, το ποσό της οποίας είναι ενιαίο για όλους τους κατοίκους της Ολλανδίας ηλικίας 65 ετών και άνω και σχετίζεται με τον καθαρό ελάχιστο μισθό. Ο ελάχιστος μισθός διαμορφώνεται με τις συλλογικές διαπραγματεύσεις. Ακολουθώντας τις εξελίξεις του ελάχιστου μισθού, η σύνταξη γήρατος αναπροσαρμόζεται δύο φορές το χρόνο, κάθε 1^η Ιανουαρίου και 1^η Ιουλίου. Όλοι οι κάτοικοι της Ολλανδίας ηλικίας 15-65 ετών ασφαλίζονται για τη σύνταξη γήρατος. Δεν γίνεται διάκριση ανάμεσα σε άνδρες – γυναίκες, δημοσίους υπαλλήλους, μισθωτούς, αυτοαπασχολούμενους, αγρότες ή νοικοκυρές. Ελάχιστη περίοδος ασφάλισης δεν απαιτείται για τη χορήγηση της εν λόγω σύνταξης.

³² Natali David, “The Netherlands, The Pension System, Research Project, 2004

³³ www.ggka.gr

Η σύνταξη γήρατος βασίζεται στο σύστημα χρηματοδότησης pay-as-you-go. Συνεπώς, η καταβολή της καλύπτεται από τις εισφορές των εργαζομένων. Σε αντίθεση με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, το οποίο απαιτεί τη συγκέντρωση κεφαλαίου από εισφορές των εργαζομένων κατά τη διάρκεια της εργασίας τους, με συνέπεια να χρηματοδοτούν οι ίδιοι τις μελλοντικές τους συντάξεις, επελέγη το αναδιανεμητικό σύστημα ως η μοναδική επιλογή για την περίπτωση της Ολλανδίας για λόγους που σχετίζονται με τον τρόπο που εισήχθηκε αυτή η σύνταξη γήρατος το 1957, καθώς από την 1 Ιανουαρίου του εν λόγω έτους όσοι ήταν 65 ετών και άνω πήραν σύνταξη χωρίς να έχουν συνεισφέρει στο σύστημα.

ΔΕΥΤΕΡΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Στο δεύτερο πυλώνα κοινωνικής ασφάλισης εντάσσονται τα επαγγελματικά ή συμπληρωματικά ταμεία κοινωνικής ασφάλισης τα οποία παρέχουν αποκλειστικά συντάξεις γήρατος υπό τύπο μισθού. Υπόκεινται σε συλλογικές διαπραγματεύσεις ανάμεσα στους κοινωνικούς εταίρους (εργαζόμενους και εργοδότες). Δεν υπάρχει γενική νομοθετημένη υποχρέωση για τους εργοδότες να δημιουργήσουν επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα. Ωστόσο, εφόσον υπάρξουν κάποιες δεσμεύσεις για παροχή σύνταξης, αυτές πρέπει να τηρηθούν. Οι επαγγελματικές συντάξεις χρηματοδοτούνται στη βάση του κεφαλαιοποιητικού συστήματος. Ο Νόμος για τα Συνταξιοδοτικά και Αποταμειωτικά Ταμεία φροντίζει ώστε να τηρείται αυτή η αρχή. Η πιο σημαντική αρχή είναι ότι οι εισφορές πρέπει να τοποθετούνται εκτός της επιχείρησης. Αυτό γίνεται μέσω συμφωνίας με μια ασφαλιστική εταιρεία (άμεση ασφάλιση), ή με την ίδρυση ενός επιχειρησιακού συνταξιοδοτικού Ταμείου ή με την προσχώρηση σε ένα κλαδικό συνταξιοδοτικό Ταμείο (σε επίπεδο βιομηχανίας).

Δεδομένου ότι τα επαγγελματικά ταμεία δημιουργούνται μέσω διαπραγματεύσεων, η ισχύς των εργατικών σωματείων είναι συνήθως καθοριστική για το πως θα γίνει η διαχείριση των συντάξεων. Αν το σωματείο είναι σχετικά αδύναμο, είναι πιθανότερο το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα να διοικείται μέσω ασφαλιστικής εταιρείας ή από ένα εταιρικό επαγγελματικό Ταμείο. Όταν το σωματείο είναι ισχυρό, είναι πιθανότερο να δημιουργηθεί ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα για ολόκληρη τη βιομηχανία-κλάδο και να διοικείται μέσω ενός κλαδικού επαγγελματικού Ταμείου.

Ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα αποτελεί μέρος των όρων και των συνθηκών απασχόλησης οι οποίοι καταγράφονται σε μια εργατική συμφωνία. Ως αρχή, οι μισθωτοί υποχρεούνται να συμμετέχουν σε αυτό το συνταξιοδοτικό πρόγραμμα. Τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα διαφέρουν μεταξύ τους στον τρόπο με τον οποίο επιμερίζονται οι εισφορές ανάμεσα σε εργοδότη και εργαζόμενο. Γενικά, τα 2/3 της συνολικής εισφοράς καταβάλλονται από τον εργοδότη και το 1/3 από τον εργαζόμενο. Οι εισφορές τόσο των εργαζομένων όσο και των εργοδοτών εκπίπτουν από την εφορία. Η συνολική εισφορά εργοδότη και εργαζομένου κυμαίνεται μεταξύ 12% και 18% επί του μισθού. Οι συντάξεις φορολογούνται ως εισόδημα. Επειδή τα επαγγελματικά Ταμεία δεν δημιουργούν κέρδη, απαλλάσσονται από τη φορολογία των επιχειρήσεων η οποία επιβάλλεται στα κέρδη. Οι ασφαλιστικές εταιρείες υπόκεινται σε φορολογία εάν είναι κερδοφόρες.

Στόχος των περισσότερων προγραμμάτων είναι να αναπληρώνουν κατά 70% τον τελευταίο μισθό που λάμβανε ο ασφαλισμένος μετά από 40 χρόνια συμμετοχής, αλλά ορισμένα προγράμματα στοχεύουν στην αναπλήρωση κατά 70% του μέσου όρου μισθού κατά τη διάρκεια του επαγγελματικού βίου. Τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα θεωρούνται συμπληρωματικά στην κρατική σύνταξη. Επομένως, το ποσό της σύνταξης γήρατος που δικαιούται ο ασφαλισμένος λαμβάνεται υπόψη στον υπολογισμό της συμπληρωματικής σύνταξης, ώστε να φτάσει στον ανωτέρω στόχο του 70% του μισθού.

Ένα συλλογικό επαγγελματικό Ταμείο έχει ως στόχο την παροχή σύνταξης όταν επέλθει ο ασφαλιστικός κίνδυνος, δηλαδή η αναπηρία, το γήρας ή ο θάνατος, οπότε δικαιούνται παροχής οι σύζυγοι των ασφαλισμένων και τα παιδιά τους. Η ημερομηνία κατά την οποία μία πλήρης σύνταξη γήρατος μπορεί να καταβληθεί είναι το 65^ο έτος της ηλικίας του εργαζομένου, αλλά μπορεί επίσης να αρχίσει να καταβάλλεται σε προγενέστερη ή μεταγενέστερη ημερομηνία. Σε περίπτωση πρόωρης καταβολής, υπάρχουν αντίστοιχες μειώσεις στο ποσό. Σε περίπτωση μεταγενέστερης καταβολής, η σύνταξη θα αυξάνεται μέχρι το 100% του τελευταίου μισθού.

Η συντριπτική πλειοψηφία των εργαζομένων στην Ολλανδία συμμετέχει σε κάποιο επαγγελματικό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα.

Για τη χορήγηση της επαγγελματικής σύνταξης δεν απαιτείται ελάχιστος χρόνος ασφάλισης. Σε περίπτωση συμμετοχής σε περισσότερα του ενός επαγγελματικά ταμεία, ο εργαζόμενος δικαιούται είτε να συνταξιοδοτείται ξεχωριστά από κάθε ταμείο είτε να ζητήσει τη μεταφορά του κεφαλαίου του σε ένα

επαγγελματικό ταμείο. Όλοι οι ασφαλισμένοι στο ίδιο επαγγελματικό ταμείο, λαμβάνουν τις ίδιες παροχές. Δεν επιτρέπονται διακρίσεις μεταξύ ανδρών και γυναικών ούτε ως προς την υπαγωγή στην ασφάλιση, ούτε σε σχέση με την πλήρη ή μερική απασχόληση. Στο επαγγελματικό σύστημα μπορούν να υπαχθούν οι εργαζόμενοι ανεξαρτήτως ηλικίας και κατάστασης της υγείας τους.

ΤΡΙΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ

Όλοι πολίτες της Ολλανδίας έχουν την ευκαιρία να κάνουν συμφωνία για σύνταξη με ασφαλιστική εταιρεία. Αυτή μπορεί να αφορά πρόσοδο ή αποταμιευτικό πρόγραμμα. Το εισόδημα και από τις δύο περιπτώσεις μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως συμπλήρωμα στην σύνταξη γήρατος ή στο συνδυασμό της σύνταξης γήρατος με την επαγγελματική σύνταξη. Οι εισφορές εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα.

2.7 Ισπανία

Στην Ισπανία συνυπάρχουν 7 συστήματα³⁴:

- Το Γενικό Σύστημα, όπου καλύπτει όλους τους εργαζόμενους οι οποίοι δεν εμπίπτουν σε κάποιο ειδικό σύστημα βάσει της δραστηριότητάς τους,
- Το Αγροτικό Σύστημα καλύπτει τους εν ενεργεία εργαζόμενους (μισθωτούς και αυτοαπασχολούμενους) του αγροτικού τομέα, της δασοπονίας και της κτηνοτροφίας.
- Το Ειδικό Σύστημα για τους εργαζόμενους στη ναυτιλία καλύπτει όλους τους εν ενεργεία εργαζόμενους, αυτοαπασχολούμενους και μισθωτούς, στους τομείς της ναυτιλίας και της αλιείας.
- Το Ειδικό Σύστημα για τους αυτοαπασχολούμενους καλύπτει όλα τα άτομα που απασχολούνται σε μία προσοδοφόρο δραστηριότητα, χωρίς να είναι απαραίτητο να έχουν συμβόλαιο εργασίας (με την εξαίρεση τους

³⁴ Natali David, "Spain: The pension system", Research Project, 2004

εργαζομένους οι οποίοι καλύπτονται ήδη από τα ειδικά συστήματα ναυτιλίας ή αγροτών).

- Το Ειδικό Σύστημα για τους ανθρακωρύχους καλύπτει τον τομέα των ανθρακωρυχείων.
- Το Ειδικό Σύστημα για το οικιακό προσωπικό καλύπτει τα άτομα που απασχολούνται σε μία αμειβόμενη δραστηριότητα για λογαριασμό κάποιου άλλου ατόμου σε ένα οικογενειακό περιβάλλον.
- Το Ειδικό Σύστημα για τους δημοσίους υπαλλήλους καλύπτει τους λειτουργούς του δημόσιου τομέα.

Όλα τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης αποτελούν οργανισμούς που εποπτεύονται από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων, με την εξαίρεση του συστήματος των δημοσίων υπαλλήλων, το οποίο εποπτεύεται απευθείας από το Υπουργείο Οικονομικών.

Εκτός των υποχρεωτικών συστημάτων, υπάρχουν συστήματα ή εργαλεία συμπληρωματικής ασφάλισης γήρατος. Αυτά προστίθενται στα υποχρεωτικά συστήματα, όμως δεν μπορούν να τα υποκαταστήσουν ούτε και να λειτουργήσουν εναλλακτικά.

Η προστασία γήρατος – όπως όλες οι κοινωνικές παροχές – χρηματοδοτείται αναδιανεμητικά. Η κοινωνική ασφάλιση απαριθμεί τρεις βασικές πηγές χρηματοδότησης:

- τις εισφορές που καταβάλλουν οι εργοδότες και οι μισθωτοί, ήτοι 23,6% και 4,7% αντίστοιχα (28,30%)
- τις επιδοτήσεις του Κράτους,
- άλλα έσοδα.

Οι γενικές προϋποθέσεις για τη θεμελίωση δικαιώματος σύνταξης γήρατος είναι οι ακόλουθες:

- συμπλήρωση ηλικίας συνταξιοδότησης, 65 ετών. Υπάρχουν όμως και ειδικές διατάξεις που αφορούν τη μερική και την πρόωγη σύνταξη,
- περίοδος συνεισφορών 15 ετών, από τα οποία δύο έτη να έχουν συμπληρωθεί στα 5 τελευταία έτη.

Πρέπει να σημειωθεί ότι και οι άνδρες και οι γυναίκες έχουν ίσες προϋποθέσεις συνταξιοδότησης.

2.8 Δημογραφικό πρόβλημα

Σε όλες τις Ευρωπαϊκές χώρες με την πάροδο των ετών, ο αριθμός των ατόμων που είναι πάνω από 65 χρονών συνεχώς αυξάνεται. Αυτό έχει σημαντικές επιπτώσεις στην ηλικιακή σύνθεση του πληθυσμού³⁵. Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει στοιχεία πραγματικά αλλά και προβλέψεις για την αναλογία του πληθυσμού μεταξύ ατόμων άνω των 65 ετών και ατόμων μεταξύ 15-64 ετών.

<i>Αναλογία των άνω των 65 ετών προς τον αριθμό αυτών που βρίσκονται μεταξύ 15-64 (εκατοστιαία αναλογία- %)</i>				
Χώρες	1975	2000	2025	2050
Αγγλία	22,6	24,4	32,8	39,2
Γερμανία	23,5	24,1	39	54,7
Γαλλία	21,5	24,5	36,2	46,7
Ιταλία	18,9	26,7	40	68,1
Ολλανδία	16,9	20,1	34,3	45
Ισπανία	16,1	24,8	36,1	73,8

Πηγή: Ηνωμένα Έθνη, Ηλικιακά δεδομένα του Παγκόσμιου Πληθυσμού 1950-2050

Παρατηρούμε πως θα φτάσει ένα χρονικό σημείο που οι συνταξιούχοι θα είναι περισσότεροι από τους εργαζόμενους, με αποτέλεσμα να κλονιστούν τα θεμέλια των ήδη προβληματικών συνταξιοδοτικών συστημάτων σχεδόν σε όλες τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Αντίστοιχο πρόβλημα αντιμετωπίζει και η Ελλάδα. Σύμφωνα με προβλέψεις ο πληθυσμός άνω των 65 χρονών (ως ποσοστό του πληθυσμού από 15-64), θα αυξηθεί από 26,75% το 2005 σε 55,76% το 2050.

³⁵ Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, “Κοινή Έκθεση της Επιτροπής και του Συμβουλίου σχετικά με τις επαρκείς και βιώσιμες συντάξεις”, Μάρτιος 2003

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

3.1 Συνταξιοδοτικά Κεφάλαια καθορισμένων οφελών (defined-benefit) και καθορισμένης συμβολής (defined-contribution)

Τα συνταξιοδοτικά συστήματα των περισσότερων χωρών μπορούν να περιγραφούν κάτω από την έννοια "τριών πυλώνων". Ο πρώτος πυλώνας συνήθως αντιπροσωπεύει την κρατική παροχή που είναι διαθέσιμη σε όλους. Ο δεύτερος πυλώνας αντιπροσωπεύει τις συντάξεις που συνδέονται με την απασχόληση των ατόμων (είτε στο δημόσιο είτε στον ιδιωτικό τομέα). Ο τρίτος πυλώνας αποτελείται από τις ιδιωτικές προσωπικές συντάξεις που τα άτομα μπορούν να αποκτήσουν εάν θελήσουν. Επιπλέον, οι παρεχόμενες συντάξεις μπορούν να ταξινομηθούν σε αυτές που δίνει το κράτος και σε αυτές του ιδιωτικού τομέα, στις χρηματοδοτούμενες (funded) και μη χρηματοδοτούμενες (unfunded). Τις περισσότερες φορές, τα κρατικά συστήματα είναι χωρίς χρηματοδότηση και λειτουργούν με βάση το σύστημα PAYG (pay-as-you-go) που χρησιμοποιεί τα τρέχοντα φορολογικά έσοδα για να πληρώσει τους τρέχοντες συνταξιούχους. Οι ρυθμίσεις του ιδιωτικού τομέα σχεδόν πάντα είναι funded ενώ σε πολλές χώρες υπάρχουν επίσης χρηματοδοτούμενες ρυθμίσεις για τους υπάλληλους των οργανώσεων του δημόσιου τομέα.

Τα Pension Funds είναι κυρίως δύο τύπων: defined-benefit και defined-contribution, που διαφέρουν στη διανομή του κινδύνου μεταξύ του εργαζόμενου και του εργοδότη³⁶. Στα πρώτα, ο εργοδότης πρέπει να πληρώσει στους εργαζόμενους μια σύνταξη σχετική με το μισθό τους και ο κίνδυνος μοιράζεται μεταξύ των δυο, ενώ στα τελευταία οι εργαζόμενοι καταβάλλουν τις σταθερές εισφορές για να λάβουν ο ποικίλα - με τις αποδόσεις της αγοράς - οφέλη και όλο τον κίνδυνο τον φέρει ο υπάλληλος.

Στα pension funds οι υπάλληλοι μαζεύουν τα κεφάλαια για τη σύνταξή τους. Αντίθετα στα pay-as-you-go συστήματα (κοινωνική ασφάλιση), οι σημερινοί υπάλληλοι πληρώνουν τους σημερινούς συνταξιούχους και δημιουργείται έτσι κάποια μορφή μεταφοράς μεταξύ των γενεών. Καμία τέτοια μεταφορά δεν υπάρχει στα

³⁶ Davis Philip, "Pension Fund Management and International Investment- A Global Perspective", The Pension Institute, 3 May 2002

συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Επιπλέον, έχουν μικρό κίνδυνο ρευστότητας και οι συνεισφορές είναι αφορολόγητες. Ο φόρος πληρώνεται μόνο στην παραλαβή της σύνταξης μετά από την αποχώρηση. Όσον αφορά τον κανονισμό χαρτοφυλακίων, επιτρέπεται να κρατήσουν μεγαλύτερο ποσοστό επικίνδυνων μετοχών στα χαρτοφυλάκιά τους από ότι μπορούν οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Η βασική οικονομική θεωρία των pension funds είναι η εισοδηματική ασφάλεια διότι έχουν ασφάλεια ενάντια στις περικοπές της κοινωνικής ασφάλισης, τη μακροζωία, τον επενδυτικό κίνδυνο και τον κίνδυνο πληθωρισμού.

Τα πλεονεκτήματα του pension fund μιας επιχείρησης (πυλώνας 2) σε σχέση με ένα ασφαλιστικό οργανισμό (πυλώνας 3) είναι ότι οι εργοδότες ξέρουν το μελλοντικό εισόδημά τους, ενώ υπάρχουν και οικονομίες κλίμακας, όπως επίσης και κοινά συμφέροντα, δεδομένου ότι οι διευθυντές και οι εργαζόμενοι είναι μέλη του ίδιου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου (αντιθέτως με τους πωλητές των ασφαλιστικών εταιρειών)³⁷. Επιπλέον υπάρχει η δυνατότητα της εφαρμογής της επιβεβλημένης αποταμίευσης και δεν υπάρχουν agency problems. Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι δίκαια, δεδομένου ότι η παρούσα αξία των οφελών είναι ίση με την παρούσα αξία των συνεισφορών και ο μόνος υπάρχων κίνδυνος είναι ο κίνδυνος χρεοκοπίας της επιχείρησης.

Εμπειρικά στοιχεία έχουν δείξει ότι είναι πιθανό να υπάρχει μια θετική σχέση μεταξύ των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και της αποταμίευσης. Εντούτοις υπάρχουν και κάποιοι άλλοι παράγοντες που παίζουν ρόλο, δεδομένου ότι οι χώρες με μεγάλα συνταξιοδοτικά κεφάλαια δεν παρουσιάζουν πολύ υψηλή αποταμίευση και φαίνεται να υπάρχει μια διαφορετική επίδραση για τις διάφορες εισοδηματικές ομάδες. Επιπλέον, δεν είναι βέβαιο ότι μια αύξηση της προσωπικής αποταμίευσης θα οδηγήσει σε μια αύξηση της εθνικής αποταμίευσης αφού η θετική επίδραση μπορεί να αντισταθμιστεί από τη αναβολή πληρωμής του φόρου. Το γενικό συμπέρασμα είναι ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έχουν μια δευτερεύουσα επίδραση στη συνολική αποταμίευση αλλά επηρεάζουν περισσότερο τη μακροπρόθεσμη αποταμίευση.

Επίσης τα pension funds έχουν επιπτώσεις στις αγορές εργασίας διότι μειώνουν τον κύκλο εργασίας (άτομα που επιλέγουν την πρόωρη σύνταξη χάνουν τα

³⁷ Bodie Z., "Pension Funds and Financial Innovation", National Bureau of Economic Research working paper 2752, October 1988

δικαιώματα τους και επιχορηγούν όσους παραμένουν στο χώρο εργασίας) και έχουν επιπτώσεις στην απόφαση αποχώρησης³⁸. Η πρώτη επίδραση είναι θετική αν και θα μπορούσε να προκαλέσει ακαμψία στην αγορά εργασίας. Η δεύτερη επίδραση προκαλείται από το γεγονός ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, ειδικά τα defined-benefit, προσφέρουν αυξανόμενα οφέλη μέχρι την πρώτη προαιρετική ημερομηνία αποχώρησης και έπειτα τα οφέλη μειώνονται. Ένα γεγονός που υπονομεύει τα παραπάνω είναι ότι πολλοί υπάλληλοι δεν ενημερώνονται καλά για τις λεπτομέρειες των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων τους.

Μια άλλη ερώτηση είναι εάν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια εξασφαλίζουν ένα επαρκές εισόδημα στους ηλικιωμένους. Οι ηλικιωμένοι έχουν σήμερα ένα ικανοποιητικό εισόδημα που οφείλεται κυρίως στην κοινωνική ασφάλιση. Μόνο το 26% των συνταξιούχων στην Αμερική λαμβάνουν συντάξεις από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια και αυτά αποτελούν το 20% του εισοδήματός τους. Αυτά τα ποσοστά θα αυξηθούν με την ωριμότητα των σχεδίων αλλά εάν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια δεν είναι δίκαια, δεν μπορούν να ωφελησουν τους μακροχρόνια φτωχούς και επομένως η κοινωνική ασφάλιση δεν μπορεί να αντικατασταθεί συνολικά από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια.

Άλλα προβλήματα των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, που αναφέρονται στην επάρκεια του εισοδήματος στη συνταξιοδότηση, είναι η έλλειψη σύνδεσης με τον δείκτη πληθωρισμού με αποτέλεσμα το επίπεδο των συντάξεων να μειώνεται. Επιπλέον, η κάλυψή τους είναι κάτω από 50% του οικονομικά ενεργού πληθυσμού στις περισσότερες χώρες και κατηγορούνται για την εύνοια των πλουσίων, δεδομένου ότι οι εργαζόμενοι με υψηλότερο εισόδημα και μακροχρόνια κατοχή υψηλόβαθμης θέσης στις μεγάλες εταιρίες είναι πιθανότερο να καλυφθούν από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Οι γυναίκες, που έχουν πιο διακεκομμένο εργασιακό βίο και οι φτωχοί, δεν ωφελούνται το ίδιο από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια.

Πολλά ενδιαφέροντα ζητήματα αναφέρονται στην εταιρική χρηματοδότηση (corporate finance) και τις κύριες αγορές³⁹. Τα Defined-benefit pension funds είναι παρόμοια με το εταιρικό χρέος και τα μέλη ενεργούν ως πιστωτές

³⁸ Davis Philip, "Pension Fund Management and International Investment- A Global Perspective", The Pension Institute, 3 May 2002

³⁹ Grigoriadis Constantinos, "Managing US Pension Plans", Association of Greek Institutional Investors, 6 June 2003

που ενδιαφέρονται για τη στρατηγική επένδυσης που εφαρμόζεται. Όσον αφορά την επίδρασή τους στις κύριες αγορές, εκτός από την αύξηση στην αποταμίευση και τον πλούτο, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια τείνουν να επενδύουν σε πιο μακροπρόθεσμα και πιο ριψοκίνδυνα στοιχεία του ενεργητικού απ' ό,τι οι μεμονωμένοι επενδυτές. Αυτό θα μπορούσε να προκαλέσει μια αύξηση της προσφοράς των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων στις κύριες αγορές (επένδυση σε equities αντί τραπεζικών καταθέσεων) που οδηγούν σε χαμηλότερο κόστος των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, βοηθώντας έτσι στην ανάπτυξη της οικονομίας. Επίσης, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορούν να θεωρηθούν υπεύθυνα για τις αλλαγές στις χρηματιστηριακές αγορές.

Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έχουν τα πλεονεκτήματα της εισοδηματικής ασφάλειας για τα γηρατειά, ευελιξία, μακροπρόθεσμη αποταμίευση και προστασία των μελών τους από τους πολιτικούς κινδύνους. Από την άλλη πλευρά προσφέρουν χαμηλή κάλυψη, είναι ανίκανα να ανακατανεύμουν τον πλούτο στις περιπτώσεις που χρειάζεται και πάσχουν από επενδυτικό κίνδυνο και κίνδυνο πτώχευσης του χορηγού. Τα ανωτέρω πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα υπονοούν ότι τα κεφάλαια κοινωνικής ασφάλισης και σύνταξης πρέπει να θεωρηθούν ως συμπληρώματα και όχι ως υποκατάστατα.

Η κοινωνική ασφάλιση προσφέρει υποχρεωτικές, συνδεδεμένες με δείκτη πληθωρισμού, συντάξεις καθορισμένων-οφειλών(defined-benefit) και μπορεί να διακριθεί σε δύο τύπους: σε καθολικά βασικά συστήματα και σε ασφαλιστικά συστήματα. Τα πρώτα προσφέρουν μια σύνταξη για όλους προκειμένου να εξασφαλιστεί ένα ελάχιστο βιοτικό επίπεδο ενώ τα δεύτερα συνδέουν τη σύνταξη με το εισόδημα και τη διατήρηση ενός καλού βιοτικού επιπέδου, που χρηματοδοτείται από τις εισφορές που εξαρτώνται από το ύψος του μισθού. Και τα δυο συστήματα μοιράζονται την προσέγγιση defined benefit και έχουν ως χαρακτηριστικό την προστασία ενάντια στον πληθωρισμό και τη μακροζωία.

Η αιτιολόγηση για την ύπαρξη της κοινωνικής ασφάλισης είναι ότι το κράτος ενεργεί ως προστάτης, γιατί φοβάται ότι τα άτομα δεν θα φροντίσουν για την σύνταξή τους, ενώ θέλει επίσης να τα προστατεύσει από μια πιθανή αποτυχία των ασφαλιστικών εταιρειών. Η κοινωνική ασφάλιση στοχεύει επίσης στην ανακατανομή του πλούτου και έχει μικρότερα κόστη συναλλαγής από τα ατομικά σχέδια συντάξεων. Το πρόβλημα που σχετίζεται με το ιδανικό επίπεδο οφελών που παρέχονται από την κοινωνική ασφάλιση ακόμα παραμένει και βρίσκεται σε συνδυασμό με το πρόβλημα της έλλειψης συνδέσμου μεταξύ των συνεισφορών και

των οφελών, αφού δεν υπάρχει κανένας τρόπος για έναν υπάλληλο, που καταβάλλει τις εισφορές, να υπολογίσει με ακρίβεια τα οφέλη που θα έχει δικαίωμα να λάβει στο μέλλον.

Επομένως η σημαντικότερη διαφορά των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και της κοινωνικής ασφάλισης είναι ότι το πρώτο στηρίζεται σε χρηματοδότηση(funding) ενώ το δεύτερο σε PAYG. Η χρηματοδότηση αποτελεί μια επένδυση των εισφορών από κάθε γενεά έτσι ώστε οι συντάξεις να πληρώνονται από τους τόκους που κερδίζουν τα pension funds. Στο PAYG, οι συντάξεις πληρώνονται από τους σημερινούς φόρους και οι συνταξιούχοι χρηματοδοτούνται ουσιαστικά από τους σημερινούς υπαλλήλους.

3.2 Σχέδια καθορισμένων οφελών και καθορισμένης συμβολής

Έχοντας εντοπίσει τις σημαντικότερες διαφορές μεταξύ των δύο τύπων σχεδίων^{40 41}, στη συνέχεια θα αναπτύξουμε τα οικονομικά ζητήματα που προκύπτουν από την επιλογή μεταξύ αυτών των τύπων κεφαλαίων.

Υπάρχει μια προφανής διάκριση μεταξύ των δύο σχεδίων. Στα σχέδια καθορισμένων οφελών (defined-benefit plans) υπάρχει μια διανομή του κινδύνου μεταξύ των μελών και του χορηγού, που έχει το όφελος της διανομής κινδύνου. Στα σχέδια καθορισμένης συμβολής(defined-contribution plans) τον επενδυτικό κίνδυνο φέρει απλώς ο υπάλληλος. Εάν υπάρχει κατάλληλη χρηματοδότηση, μια πτώχευση του χορηγού αλλάζει ένα σχέδιο καθορισμένης συμβολής σε σχέδιο καθορισμένων οφελών.

Επίσης μπορεί να υπάρξει μεταφορά του κινδύνου μεταξύ των νέων εργαζομένων, που μπορούν να αντέξουν τον κίνδυνο, και των παλαιότερων εργαζομένων και τους συνταξιούχους. Οι νέοι εργαζόμενοι είναι αδιάφοροι για τρέχουσα αξία των στοιχείων του ενεργητικού αφού η επιχείρηση αναμένεται να

⁴⁰ OECD, “Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries”, 2004

⁴¹ Whitehouse Edward, “New indicators of 30 OECD countries’ pension systems”, Cambridge University, November 2006

εκπληρώσει την υπόσχεση της στο μέλλον. Στα σχέδια καθορισμένης συμβολής, η σύνταξη πληρώνεται από το ετήσιο επίδομα που αγοράζεται κατά την διάρκεια της αποχώρησης και έχει τον κίνδυνο επιτοκίου. Στα σχέδια καθορισμένων-οφελών το ετήσιο επίδομα πληρώνεται από το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο και το ποσοστό, ονομαστικό ή πραγματικό, καθορίζεται εκ των προτέρων.

Εάν οι χρηματιστικές αγορές ήταν αποτελεσματικές η επιλογή του συνταξιοδοτικού κεφαλαίου δε θα είχε καμία σημασία, δεδομένου ότι οι υπάλληλοι θα μπορούσαν να δημιουργήσουν από μόνοι τους τη βέλτιστη θέση τους, αλλά δεν υπάρχει καμία αγορά που να διασφαλίζει μεγάλα μελλοντικά κέρδη. Συνήθως μόνο τα σχέδια καθορισμένων οφελών παρέχουν εισοδηματική ασφάλεια όσο είσαι ακόμα εργαζόμενος, για παράδειγμα κάλυψη σε περίπτωση νοσηλείας. Παρά τα οφέλη των σχεδίων καθορισμένων οφελών, τα σχέδια καθορισμένης συμβολής είναι ελκυστικότερα στις εταιρίες λόγω του χαμηλότερου κόστους, της απλότητας στη διοίκηση και του χαμηλότερου κινδύνου. Τα κεφάλαια καθορισμένων οφελών δείχνουν ευαισθησία όσον αφορά τη σύνταξη, αλλά το ύψος της σύνταξης είναι απρόβλεπτο και οι εργαζόμενοι μπορεί να προτιμήσουν μια σύνταξη βασισμένη στις μέσες αποδοχές τους καθόλη τη διάρκεια της εργασίας τους από τον τελικό μισθό.

Και οι δύο τύποι κεφαλαίων ωφελούνται από τις οικονομίες κλίμακας στην επεξεργασία των πληροφοριών και την απασχόληση των διαχειριστών κεφαλαίων, σε σχέση με τη μεμονωμένη αποταμίευση. Τα σχέδια καθορισμένης συμβολής μπορεί να θεωρηθούν ότι προσφέρουν την ευελιξία στα άτομα να επιλέξουν μια στρατηγική απόδοσης-κινδύνου που ταιριάζει στις προτιμήσεις τους ενώ τα κεφάλαια καθορισμένων οφελών περιορίζουν τους υπαλλήλους στο να επιλέξουν τη δική τους στρατηγική. Οι πληροφορίες για την αναλογία οφέλη αποχώρησης προς εισόδημα είναι πιο ακριβείς για τα σχέδια καθορισμένων οφελών καθώς στην περίπτωση σχεδίων καθορισμένης συμβολής κάποιος μπορεί μόνο να υποθέσει το μέγεθος ενός ετήσιου επιδόματος που μπορεί να είναι διαθέσιμο κάτω από διαφορετικά σενάρια.

Δεδομένου ότι η δέσμευση του χορηγού είναι αβέβαιη στα σχέδια καθορισμένων οφελών, η παρούσα αξία του κεφαλαίου είναι δύσκολο να υπολογιστεί - ένα χαρακτηριστικό γνώρισμα που ενισχύει τη δυσκολία της μεταφοράς που χαρακτηρίζει τέτοια κεφάλαια. Τα σχέδια καθορισμένων-οφελών μπορούν να είναι πολύπλοκα ενώ σχέδια καθορισμένης-συμβολής μπορεί να είναι εύκολα να κατανοηθούν και μπορούν να εκτιμηθούν οποιαδήποτε στιγμή.

Η ασυμμετρία των πληροφοριών και η έλλειψη διαπραγματευτικής δύναμης από τον αγοραστή καθιστούν την προσωπική συμβολή πολύ τρωτή στα προβλήματα αντιπροσώπευσης - ένα γεγονός που θα μπορούσε να οδηγήσει σε υψηλές αμοιβές μαζί με χαμηλή απόδοση. Έχουν υπάρξει πολλές περιπτώσεις όπου οι πωλητές έχουν εξαπατήσει άτομα καταρτίζοντας συμβάσεις αντίθετες προς το συμφέρον τους και παρότι τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά καθεστάτα ξεπερνούν αυτά τα προβλήματα, το θέμα της αντιπροσωπείας ένα αρκετά σημαντικό πρόβλημα. Είναι προφανές ότι το πρόβλημα είναι πολύ πιο κρίσιμο στα σχέδια καθορισμένης συμβολής παρά στα σχέδια καθορισμένων οφελών καθώς οι επιχειρήσεις έχουν μεγαλύτερο κίνητρο να εξασφαλίσουν αποδόσεις.

Τα σχέδια καθορισμένων οφελών βοηθούν τον εργοδότη στη μείωση του κύκλου εργασίας (που οδηγεί στην ακαμψία εργασίας), με την παροχή κινήτρου καθόλη τη σταδιοδρομία, καθώς οι συντάξεις συνδέονται με τον τελικό μισθό και με τη δημιουργία κινήτρων για πρόωρη συνταξιοδότηση⁴². Από τη άλλη υπάρχει το πρόβλημα backloading, δηλαδή η παρούσα αξία του οφέλους ενός έτους, όταν κάποιος είναι κοντά στην αποχώρηση, υπερβαίνει την ισοδύναμη αύξηση όταν κάποιος είναι νέος. Αυτό είναι κακό για τους πρόωρα συνταξιοδοτούμενους και προκαλεί cross-subsidies από τους νέους εργαζομένους στους παλαιούς. Επιπλέον, δημιουργεί ένα φορτίο για τις εταιρίες που έχουν υψηλή μέση ηλικία εργαζομένων αν η χρηματοδότηση δεν έχει γίνει εκ των προτέρων. Το Back loading μπορεί να καταπολεμηθεί από συσσωρευμένα οφέλη.

Στα σχέδια καθορισμένης συμβολής, σε περίπτωση που οι αποδόσεις είναι υψηλότερες από την αύξηση των μισθών, οι συνεισφορές στις τελικές συντάξεις θα είναι υψηλότερες για τις αρχικές πληρωμές από τις πιο πρόσφατες. Ένα πλεονέκτημα των σχεδίων καθορισμένης-συμβολής είναι η φορητότητα (portability), η οποία κάνει το σύστημα καλύτερο αν οι εργαζόμενοι αναμένεται να αλλάξουν δουλειά. Εάν οι εταιρίες φοβούνται την αναδιοργάνωση και τον υψηλό ανταγωνισμό από την είσοδο νέων παικτών είναι λιγότερο πιθανό να κρατήσουν έναν υπάλληλο δεδομένου ότι δεν θα είναι το ίδιο παραγωγικός σε ολόκληρη τη ζωή του, διότι οι ικανότητές του μπορεί να περιοριστούν λόγω της ανάπτυξης της τεχνολογίας οπότε θα βρουν ένα σχέδιο καθορισμένης συμβολής πιο ελκυστικό.

⁴² Bodie Z., "Pension Funds and Financial Innovation", National Bureau of Economic Research working paper 2752, October 1988

Η corporate-finance θεωρεί τα στοιχεία του παθητικού των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων καθορισμένων οφελών ως εταιρικό χρέος και τις επενδύσεις αυτών σαν εταιρικά στοιχεία του ενεργητικού που προστατεύουν τη συνταξιοδοτική υποχρέωση. Λαμβάνοντας υπόψη τη φοροαπαλλαγή, οι επιχειρήσεις αναμένεται να διαχειριστούν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια με τέτοιο τρόπο ώστε να μεγιστοποιήσουν τα οφέλη των μετόχων. Στα καθορισμένα σχέδια συμβολής επιλέγεται διαπραγματεύση στην σχέση κινδύνου-απόδοσης και η απόφαση εξαρτάται από τις διατάξεις του φορολογικού κώδικα. Η εταιρική προοπτική χρηματοδότησης τονίζει ότι μπορεί να υπάρξει μια απόκλιση μεταξύ της αξίας του κεφαλαίου και των στοιχείων του παθητικού της, γεγονός που κάνει το ζήτημα των ελάχιστων κανόνων χρηματοδότησης και το εγγυημένο όφελος απαραίτητο. Επιπλέον μετρά την πιθανότητα όπου δεν χρειάζονται στα σχέδια καθορισμένης συμβολής, εκεί δηλαδή που το σχέδιο είναι πλήρως χρηματοδοτούμενο. Οποιοσδήποτε διαστρεβλώσεις από τους φορολογικούς κανόνες μπορούν να θεωρηθούν ως μειονεκτήματα των καθορισμένων σχεδίων οφελών.

Οι αγορές κεφαλαίου επηρεάζονται από την επιλογή του συνταξιοδοτικού κεφαλαίου καθώς τα σχέδια επένδυσης διαφέρουν. Στα καθορισμένα σχέδια οφελών υπάρχουν πιο ριψοκίνδυνα στοιχεία του ενεργητικού απ'ό,τι στα σχέδια καθορισμένης συμβολής επειδή υπάρχει διασπορά κινδύνου μεταξύ των νέων και παλαιών εργαζομένων και οι επιχειρήσεις έχουν το κίνητρο πίεσης στους διαχειριστές κεφαλαίων για να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις. Επιπλέον, όταν οι υπάλληλοι έχουν τον έλεγχο, στα καθορισμένα σχέδια συμβολής, συνήθως υποστηρίζεται η επένδυση σε ομόλογα σταθερού επιτοκίου. Και οι δύο τύποι σχεδίων κρατούν μεγαλύτερο ποσοστό ομολόγων όταν είναι κοντά στην λήξη τους καθώς οι υποχρεώσεις πληρωμής τους αυξάνονται.

Οι πιθανές συνέπειες μιας στροφής από τα equities στα ομόλογα από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, καθώς αυτά πλησιάζουν στη λήξη τους, μπορούν να οδηγήσουν σε μια αύξηση στις τιμές των ομολόγων και σε μια μείωση των τιμών των equities, που οδηγούν με τη σειρά τους σε μια αύξηση του κόστους κεφαλαίου. Αυτό θα συμβεί επειδή οι τιμές ομολόγων είναι συνδεδεμένες με τον πληθωρισμό και τις διεθνείς παραγωγές ενώ τα εγχώρια equities είναι λιγότερο στενά υποκατάστατα ξένων τίτλων και πιο ευαίσθητα στις αλλαγές προσφοράς. Η άνοδος στο κόστος του κεφαλαίου λογικά πρέπει να μειώσει την επένδυση. Ως αποτέλεσμα των ρυθμίσεων των τιμών, ο εταιρικός τομέας θα στηριχθεί περισσότερο στα δάνεια παρά στα equities το οποίο θα μπορούσε να δημιουργήσει προβλήματα σε περιόδους ύφεσης.

Εντούτοις, δεδομένου ότι η χρηματοδότηση ομολόγων αντικαθιστά τα δάνεια τραπεζών, θα υπάρξει ένα μερικό μετρίασμα αυτού του φαινομένου δεδομένου ότι η διάρκεια του χρέους θα ήταν πιο μακροχρόνια και οι επιχειρήσεις θα ήταν λιγότερο τρωτές στη σφιχτή νομισματική πολιτική.

Οι δύο τύποι κεφαλαίων έχουν τα αντιπαραβαλλόμενα συγκριτικά πλεονεκτήματα σχετικά με την κινητικότητα ασφάλειας και εργασίας. Η επιλογή έχει επιπτώσεις στις κύριες αγορές και μια πιθανή λύση είναι να προχωρήσουν οι εργαζόμενοι σε έναν συνδυασμό σχεδίων. Ένα παράδειγμα είναι η Αμερική όπου τα σχέδια οφελών παρέχουν τη "βασική σύνταξη" και τα δευτεροβάθμια σχέδια συμβολής παρέχουν μια συμπληρωματική σύνταξη.

3.3 Pay-as-you-go (PAYG)

Οι συνεισφέροντες σε ένα δημόσιο σύστημα PAYG λαμβάνουν τις υποσχέσεις από την κυβέρνηση ότι από τις συγκεκριμένες εισφορές, στο μέλλον, θα λάβουν τα αγαθά και τις υπηρεσίες που χρειάζονται στα γηρατειά τους. Όταν δεν υπάρχουν αρκετά έσοδα για να εκπληρώσουν τις συνταξιοδοτικές υποσχέσεις θα υπάρξει μια διανεμητική κρίση. Οι συμμετέχοντες σε ένα προ-χρηματοδοτούμενο συνταξιοδοτικό σύστημα λαμβάνουν επίσης μια αξίωση στη μελλοντική παραγωγή, αλλά με έναν διαφορετικό τρόπο: συσσωρεύουν τα στοιχεία του ενεργητικού (ομόλογα και equities), τα οποία πωλούνται αργότερα στους νεότερους εργαζομένους. Αν η προσφορά των στοιχείων αυτών στην αγορά είναι υψηλή, λόγω του μεγάλου αριθμού των συνταξιούχων που θέλουν να πουλήσουν, και η ζήτηση για αυτά είναι χαμηλή, η τιμή τους μπορεί να πέσει, μειώνοντας έτσι την αξία του συνταξιοδοτικού κεφαλαίου. Αν τον οικονομικό κίνδυνο τον φέρουν οι συμμετέχοντες (καθορισμένη συμβολή), μια κρίση μπορεί να υπάρξει, παρά την προ-χρηματοδότηση, όταν τα έσοδα από τις πωλήσεις των ομολόγων και των equities είναι μικρότερα από τα απαιτούμενα έσοδα για την κάλυψη των συνταξιοδοτικών υποσχέσεων.

Σε ένα ισορροπημένο σύστημα PAYG⁴³, οι δαπάνες σε κάθε περίοδο είναι ίσες με το εισόδημα έτσι ώστε :

⁴³ Willmore Lary, "Population ageing and pay-as-you-go pensions", Oxford Institute of ageing, issue 1, 2004

$$pR = swL \quad (1)$$

όπου p = η μέση σύνταξη και R = ο αριθμός συνταξιούχων. Οι δαπάνες για τις συντάξεις, pR , χρηματοδοτούνται από μια ανάλογη συμβολή s (ποσοστό επί τις 100) στους μισθούς. Συνήθως καθορίζεται ένα ανώτατο όριο πάνω από το οποίο δεν υπάρχει καμία συμβολή. Εάν οι εργαζόμενοι L συμμετέχουν στο σχέδιο, και η μέση αμοιβή τους είναι W , κατόπιν swL είναι το συλλεχθέν εισόδημα. Η εξίσωση (1) μπορεί να ξαναγραφεί για να δείξει ότι το ποσοστό συμβολής (s) πρέπει να είναι ίσο με p/w (the replacement ratio), που διαιρείται με L/R (the support ratio):

$$s = (p/w)/(L/R) \quad (2)$$

Με ένα σταθερό ποσοστό αντικατάστασης (replacement ratio) και ένα σταθερό ποσοστό υποστήριξης (the support ratio), η ανάλογη συμβολή είναι επίσης σταθερή. Οι συνταξιούχοι μοιράζονται την αύξηση της παραγωγικότητας των εργαζομένων, γιατί οι αμοιβές σχετίζονται με την παραγωγικότητα και η αναλογία αντικατάστασης σχετίζεται με τις τρέχουσες αμοιβές και όχι με τις αμοιβές του παρελθόντος. Με άλλα λόγια, οι συντάξεις σχετίζονται με τις αμοιβές. Εάν η αναλογία είναι 4 εργαζόμενοι ανά συνταξιούχο, και μια μέση σύνταξη είναι ίση με το 60% της μέσης αμοιβής, κατόπιν οι εργαζόμενοι πρέπει να συμβάλουν 15% των αμοιβών τους ($60/4$) στο σύστημα PAYG. Όσον αφορά τη δεύτερη σχέση συχνά το ποσοστό συμβολής (s) είναι γνωστό ως φόρος μισθοδοτικών καταστάσεων (payroll tax). Σε ένα τέτοιο σύστημα, συσχετισμένο με τις αποδοχές, είναι καλύτερο να θεωρηθεί ως συμβολή παρά ως φόρος, για λόγους που θα γίνουν σύντομα σαφείς.

Όταν το L/R αλλάζει, το σύστημα PAYG καταρρέει γιατί οι δαπάνες δεν είναι πλέον ίσες με το εισόδημα. Υποθέτουμε ότι η γήρανση του πληθυσμού αναγκάζει το ποσοστό υποστήριξης να μειωθεί κατά το ήμισυ. Για να ισορροπηθεί το εισόδημα με τις δαπάνες, είτε οι συνεισφορές (s) πρέπει να διπλασιαστούν στο 30% ή η αναλογία αντικατάστασης (p/w) πρέπει να ελαττωθεί στο μισό, δηλαδή στο 30%. Έτσι κι αλλιώς κάποια στιγμή κάποιος μηχανισμός θα αποκαταστήσει την οικονομική φερεγγυότητα του συστήματος. Αλλά πιο είναι το ηθικά προτιμημένο σχέδιο δράσης;

Στην περίπτωση μιας επίπεδης, βασικής σύνταξης, που χρηματοδοτείται από το γενικό εισόδημα, η απάντηση είναι σαφής: πρέπει να διατηρηθεί η ακαθάριστη αξία της σύνταξης ως ποσοστό της μέσης ακαθάριστης αμοιβής. Υπό τον όρο ότι οι

συντάξεις είναι φορολογήσιμες ως εισόδημα, το δημογραφικό πρόβλημα έχει επιπτώσεις στους συνταξιούχους καθώς επίσης και τους εργαζομένους μέχρι το σημείο που το φορολογικό σύστημα είναι προοδευτικό και οι εργαζόμενοι έχουν υψηλότερα εισοδήματα από τους συνταξιούχους.

Στην περίπτωση μιας σύνταξης που είναι συσχετισμένη με τις αποδοχές, αν θεωρήσουμε τις εισφορές ως αποταμίευση παρά φόρους, η απάντηση είναι εξίσου σαφής, αλλά ακριβώς αντίθετη: γίνεται αποκατάσταση της οικονομικής φερεγγυότητας από περικοπές οφελών παρά μέσω είσπραξης υψηλότερων εισφορών από τους τρέχοντες εργαζομένους. Οι εισφορές στα συνταξιοδοτικά καθεστώτα PAYG αναφέρονται μερικές φορές ως φόροι, όμως σε αυτή την περίπτωση είναι φόροι διαφορετικοί από οποιουδήποτε άλλους, γιατί επιστρέφονται με τόκο στα γηρατειά. Οι εισφορές μοιάζουν με την αγορά των ομολόγων, γιατί οι υποσχόμενες συντάξεις είναι χρέος της κυβέρνησης, ακριβώς όπως το ομόλογο είναι ρητό χρέος. Εντούτοις υπάρχουν δύο σημαντικές διαφορές μεταξύ του συνταξιοδοτικού χρέους και του ρητού δημόσιου χρέους. Κατ' αρχάς, οι συνταξιοδοτικές εισφορές είναι υποχρεωτικές ενώ η αγορά των κυβερνητικών ομολόγων είναι εθελοντική. Δεύτερον, τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα δεν μπορούν να μεταφερθούν ή να πωληθούν, ενώ τα ομόλογα διακινούνται ελεύθερα.

Οι πρώτοι συμμετέχοντες σε ένα συνταξιοδοτικό PAYG σύστημα λαμβάνουν ένα δώρο, γιατί λαμβάνουν πλήρη σύνταξη ακόμα κι αν συμβάλλουν μόνο στο τέλος της εργασιακής σταδιοδρομίας τους. Οι αργοπορημένοι συμμετέχοντες λαμβάνουν αναπάντεχα κέρδη, επίσης με κάθε αύξηση του ποσοστού συμβολής. Σε ένα ώριμο σύστημα, με ένα σταθερό ποσοστό συμβολής, η πραγματική επιστροφή στις συνεισφορές για το μέσο συμμετέχοντα σε ένα ισορροπημένο σχέδιο PAYG θα είναι ίση με το ποσοστό του ρυθμού ανάπτυξης του εργατικού δυναμικού συν το ρυθμό αύξησης των πραγματικών αμοιβών (παραγωγικότητα). Αυτός ο κανόνας υποθέτει ένα σταθερό ποσοστό συμβολής (s), αλλά δεν απαιτεί μια σταθερή αναλογία υποστήριξης (L/R), εφόσον το ποσοστό αντικατάστασης (p/w) επιτρέπεται να ποικίλει.

3.4 Επενδύσεις συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια συλλέγουν, συγκεντρώνουν και επενδύουν τα κεφάλαια από τους χορηγούς και τους δικαιούχους για να συμβάλλουν συντάξεις των δικαιούχων⁴⁴. Παρέχουν έτσι τα μέσα για τη πραγματοποίηση αποταμίευσης κατά τη διάρκεια της οικονομικά ενεργής ζωής τους ώστε να χρηματοδοτηθούν οι ανάγκες τους όταν συνταξιοδοτηθούν. Οι επιστροφές στα μέλη των συνταξιοδοτικών σχεδίων που υποστηρίζονται από τέτοια κεφάλαια εξαρτώνται από την αγορά (καθορισμένα κεφάλαια συμβολής) ή από μια εγγύηση του ποσοστού επιστροφής από το χορηγό (καθορισμένα κεφάλαια οφελών). Τα τελευταία περιλαμβάνουν τις εγγυήσεις για τις αναλογίες αντικατάστασης (συντάξεις ως ποσοστό του εισοδήματος στην αποχώρηση) υπό την έννοια του κινδύνου πτώχευσης του χορηγού, καθώς επίσης και τη δυνατότητα διασποράς του κινδύνου μεταξύ των παλαιότερων και νεώτερων δικαιούχων. Τα καθορισμένα σχέδια συμβολής τείνουν να αυξηθούν τα τελευταία χρόνια, δεδομένου ότι οι εργοδότες έχουν επιδιώξει να ελαχιστοποιήσουν τον κίνδυνο των υποχρεώσεών τους, ενώ οι υπάλληλοι επιθυμούν τα κεφάλαια που μεταβιβάζονται με ευκολία μεταξύ των εργοδοτών.

Τόσο για τα defined benefit όσο και για τα defined contribution funds, η διάρθρωση χαρτοφυλακίου και ο αντίστοιχος συνδυασμός απόδοσης-κινδύνου στα στοιχεία ενεργητικού, επιδιώκουν να υπερβούν την αύξηση των μέσων αποδοχών εργασίας⁴⁵. Αυτό θα μεγιστοποιήσει την αναλογία αντικατάστασης (σύνταξη ως ποσοστό των τελικών αποδοχών) που είναι αποκτήσιμη από την συμμετοχή σε ένα ετήσιο επίδομα στην συνταξιοδότηση και θα μειώσει το κόστος σε μια επιχείρηση της παροχής μιας δεδομένης σύνταξης σε ένα σχέδιο καθορισμένων οφελών. Αυτή η σύνδεση των στοιχείων του παθητικού με τις αποδοχές εργασίας οδηγεί σε μια σημαντική διαφορά μεταξύ των ασφαλιστικών εταιριών: τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο των αυξανόμενων ονομαστικών στοιχείων του παθητικού (παραδείγματος χάριν, λόγω των αυξήσεων στους μισθούς), καθώς επίσης και τον κίνδυνο επένδυσης σε στοιχεία του ενεργητικού, και ως εκ τούτου πρέπει να

⁴⁴ Davis Philip, "Pension Fund Management and International Investment- A Global Perspective", The Pension Institute, 3 May 2002

⁴⁵ Bodie Z., "Pension Funds and Financial Innovation", National Bureau of Economic Research working paper 2752, October 1988

αλλάζουν την μεταβλητότητα με τις αποδόσεις. Στα πλαίσια του ανωτέρω, τα στοιχεία του παθητικού έχουν μια αβέβαιη έκβαση και έναν αβέβαιο συγχρονισμό. Στην πραγματικότητα, τα στοιχεία του παθητικού αναφέρονται σε πραγματικούς όρους και όχι σε ονομαστικούς. Ως εκ τούτου, πρέπει επίσης να εστιάσουν στα πραγματικά στοιχεία ενεργητικού που προσφέρουν κάποια μορφή προστασίας έναντι του πληθωρισμού.

Ένας πρόσθετος παράγοντας που θα επηρεάσει τη διάθρωση του χαρτοφυλακίου ενός μεμονωμένου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου είναι η διάρκεια ως τη λήξη⁴⁶. Η διάρκεια των στοιχείων του παθητικού είναι πιο μακροχρόνια για ένα διηνεκές κεφάλαιο που έχει λίγες συντάξεις να πληρώσει απ' ό,τι ένα κεφάλαιο στη λήξη όπου απαιτούνται αρκετά μεγάλες αποδόσεις. Ένα κεφάλαιο στη λήξη θα έχει στοιχεία παθητικού με πιο μικρή διάρκεια. Είναι λοιπόν λογικό ένα διηνεκές κεφάλαιο, που έχει τα "πραγματικά" στοιχεία του παθητικού, να επενδύσει κυρίως σε περιουσιακά στοιχεία (equities), των οποίων οι χρηματικές ροές έχουν μια μακροχρόνια διάρκεια ενώ ένα κεφάλαιο στη λήξη θα επενδύσει σε ένα μίγμα equities και ομολόγων. Η ευελιξία στη διάρκεια των στοιχείων του ενεργητικού που μπορεί να απαιτεί σημαντικές αλλαγές στα χαρτοφυλάκια, είναι ως εκ τούτου απαραίτητη κατά τη διάρκεια του χρόνου.

Υπάρχουν επίσης φορολογικά κριτήρια για τη μεγιστοποίηση του φορολογικού πλεονεκτήματος των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, με την επένδυση σε στοιχεία του ενεργητικού με την υψηλότερη πιθανή διαφορά μεταξύ των αποδόσεων προ φόρων και μετά φόρων. Σε πολλές χώρες αυτά τα φορολογικά κριτήρια δίνουν ένα κίνητρο στην επένδυση ομολόγων. Υπάρχει επίσης ένα κίνητρο υπερκεφαλαιοποίησης με το defined benefit για τη μεγιστοποίηση των φορολογικών οφελών. Η λογιστική και το ρυθμιστικό πλαίσιο, επίσης, έχουν επιπτώσεις στην επενδυτική προσέγγιση.

⁴⁶ Davis Philip, "Pension Fund Management and International Investment- A Global Perspective", The Pension Institute, 3 May 2002

3.5 Πλεονεκτήματα των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων (pension funds)

Το πιο σημαντικό όφελος των pension funds είναι από τη διεθνή επένδυση. Η διεύρυνση των συνόρων των αποδοτικών χαρτοφυλακίων είναι συνέπεια των διεθνών δυνατοτήτων επένδυσης. Αυτό σημαίνει ότι για ένα συνταξιοδοτικό κεφάλαιο καθορισμένης συμβολής μια υψηλότερη απόδοση είναι διαθέσιμη για το ίδιο επίπεδο κινδύνου ή χαμηλότερου κινδύνου για τις ίδιες αποδόσεις.

Τα διεθνή στοιχεία ενεργητικού θα τείνουν να είναι μέρος ενός χαρτοφυλακίου στοιχείων ενεργητικού με παρόμοια απόδοση, κίνδυνο και διάρκεια με τα συνταξιοδοτικά στοιχεία του παθητικού, εφ' όσον το κεφάλαιο δεν έχει στοιχεία παθητικού μικρής διάρκειας. Πράγματι, τα ξένα στοιχεία ενεργητικού μπορούν να προσφέρουν ενισχυμένη προστασία έναντι στον πληθωρισμό, όπως η συναλλαγματική ισοτιμία υποτιμάται κατά τη διάρκεια των περιόδων πληθωρισμού όταν οι εσωτερικές αποδόσεις των στοιχείων του ενεργητικού είναι χαμηλές.

Τα ξένα στοιχεία του ενεργητικού μπορούν να αποφευχθούν όταν η επενδυτική πολιτική που ασκείται έχει σαν σκοπό το ταίριασμα των στοιχείων του ενεργητικού με εκείνα του παθητικού. Από την άλλη, μέχρι το σημείο που οι συνταξιούχοι θα επιδιώξουν να ξοδέψουν μέρος του εισοδήματός τους σε ξένα αγαθά και υπηρεσίες, η περίπτωση μιας διεθνούς επένδυσης μπορεί να παραμείνει, εξαρτώμενη βέβαια από το μερίδιο εισαγωγών, στο καλάθι της κατανάλωσης.

Τα οφέλη της διεθνούς επένδυσης για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι πολύ σημαντικά. Στις μικρές χώρες, τα στοιχεία του ενεργητικού των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και άλλοι θεσμικοί επενδυτές μπορούν να ξεπεράσουν ολόκληρη την εσωτερική αγορά των equities, και ως εκ τούτου οι απλές εκτιμήσεις ρευστότητας απαιτούν τη διεθνή επένδυση, αφαιρώντας τις από τις εκτιμήσεις κινδύνου/απόδοσης, εφόσον το επιτρέπουν οι κανονισμοί. Επιπλέον, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορούν να είναι τρωτά στις τραπεζικές κρίσεις καθώς επίσης και τους γενικότερους κινδύνους, δεδομένου ότι τα χρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά συστήματα στα αρχικά στάδιά τους κρατούν ένα ορισμένο ποσό τραπεζικών στοιχείων ενεργητικού. Η διεθνής επένδυση αποφεύγει τέτοιες στρατηγικές και τους σχετικούς "καταστροφικούς κινδύνους".

3.6 Risk Management Techniques⁴⁷

- **Στρατηγική κατανομή στοιχείων του ενεργητικού (Strategic Asset Allocation)**

Η στρατηγική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού χρησιμοποιείται για να αντιμετωπίσει τον κίνδυνο των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, ο οποίος έγκειται στο ότι οι απαιτήσεις που υπάρχουν κατά την συνταξιοδότηση μπορεί να μην καλυφθούν⁴⁸. Για τα καθορισμένα κεφάλαια συμβολής αυτό είναι μια σχετικά απλή διαδικασία, που περιλαμβάνει τον προσδιορισμό και κατασκευή των βέλτιστων χαρτοφυλακίων που παράγουν τις υψηλότερες πιθανές αποδόσεις μέσα στα καθορισμένα πλαίσια κινδύνου. Η διαδικασία είναι πιο σύνθετη για τα καθορισμένα σχέδια οφελών που πρέπει να επιτύχουν όχι μόνο ένα καθορισμένο ποσοστό απόδοσης, αλλά πρέπει επίσης να εξασφαλίσουν ότι αυτές οι αποδόσεις είναι διαθέσιμες όταν τα στοιχεία του παθητικού γίνουν οφειλόμενα (due).

- **ALM Models (Asset-liability modelling)**

Το Asset-liability modelling⁴⁹ είναι χρηματοοικονομικό εργαλείο, προγραμματισμού, αξιολόγησης και πλάνου όσον αφορά τα στοιχεία του ενεργητικού και χρησιμοποιείται ευρέως από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια για να βοηθήσει τις μακροπρόθεσμες στρατηγικές κατανομής των στοιχείων του ενεργητικού που είναι κατάλληλες για την ανοχή κινδύνου και για τα στοιχεία του παθητικού των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Τέτοια μαθηματικά πρότυπα αναπτύχθηκαν από τους αναλογιστές κατά τη διάρκεια των προηγούμενων 10 ετών και εκτιμούν το ποσοστό επένδυσης και άλλους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι θεσμικοί επενδυτές. Οι θεματοφύλακες των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, ιδιαίτερα στις αναπτυγμένες αγορές, αμείβουν εξωτερικούς συμβούλους για να υπολογίσουν τα στοιχεία του παθητικού χρησιμοποιώντας τέτοια πρότυπα σε τακτά χρονικά διαστήματα.

⁴⁷ OECD, “Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries”, 2004

⁴⁸ Papke L.E, “The Asset Allocation of Private Pension Plans”, National Bureau of Economic Research working paper 3745, June 1991

⁴⁹ Smith A., “Asset Liability Modelling for Pension Funds”, June 2000

Με το πέρασμα του χρόνου τα μοντέλα έχουν γίνει πολυπλοκότερα, κινούμενα από τα στατικά στα δυναμικά μοντέλα, περιλαμβάνοντας στοχαστικές προσομοιώσεις των στοιχείων του ενεργητικού και των στοιχείων του παθητικού, τα οποία είναι πολύ δύσκολο να κατανοηθούν από τους θεματοφύλακες.

- **Bond/Equity**⁵⁰

Για τα καθορισμένα συνταξιοδοτικά κεφάλαια οφελών, ένα βασικό μέρος του Asset-liability modelling, και συνεπώς η στρατηγική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού, περιλαμβάνει την εύρεση εκείνων των στοιχείων που ταιριάζουν κατάλληλα με τα στοιχεία του παθητικού που τα funds έχουν υπολογίσει ότι θα έχουν. Αυτό αποτελεί τη συγκεκριμένη περίοδο ένα εξαιρετικά καυτό θέμα επένδυσης σε πολλές χώρες, και εστιάζεται στη συζήτηση σχετικά με τα ομόλογα - equities. Για πολλές δεκαετίες οι επενδυτές είναι οπαδοί των equities, δεχόμενοι το επιχείρημα ότι, τα μακροπρόθεσμα, (ο φυσικός ορίζοντας επένδυσης για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια), equities έχουν υψηλότερες αποδόσεις από τα ομόλογα για περιορισμένο πρόσθετο κίνδυνο. Μια τέτοια φιλοσοφία επένδυσης έφθασε στο αποκορύφωμά της κατά τη διάρκεια της bull market της δεκαετίας του '90 με τα funds σε μερικές αγγλοσαξονικές χώρες να έχουν ποσοστό χαρτοφυλακίου περίπου 80% σε equities. Άλλες χώρες ακολούθησαν την ίδια τάση, αν και ποτέ δεν επιτεύχθηκαν τέτοια ύψη (π.χ. τα ολλανδικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια διατηρούν περίπου 60% σε equities, με τα ιαπωνικά συνταξιοδοτικά καθεστάτα μόνο 20-30% λόγω των προβλημάτων της εγχώριας αγοράς equities και τη διαθεσιμότητα μιας ρευστής αγοράς κυβερνητικών ομολόγων).

Μετά από τη συντριβή των παγκόσμιων χρηματιστηρίων και της υπό-χρηματοδότησης που πολλοί εταιρικοί χορηγοί σχεδίων αντιμετωπίζουν, αυτός ο θεμελιώδης κανόνας επένδυσης αλλάζει. Το ερώτημα που δημιουργείται εστιάζεται επάνω στο equity risk premium και εάν τα equities πραγματικά έχουν τις υψηλότερες αποδόσεις μακροπρόθεσμα. Λαμβάνοντας υπόψη τα ελλείμματα που έχουν πολλές εταιρίες, η προσοχή επικεντρώνεται εκ νέου περισσότερο στο ταίριασμα των στοιχείων του ενεργητικού με εκείνα του παθητικού παρά στη συνάρτηση κίνδυνος-απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού. Τα καθορισμένα συνταξιοδοτικά κεφάλαια

⁵⁰ OECD, "Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries", 2004

οφελών μπορούν να θεωρηθούν ως μια σειρά ετήσιων επιδομάτων για εκείνους που έχουν συνταξιοδοτηθεί και ως αναβαλλόμενα ετήσια επιδόματα για εκείνους που εργάζονται ακόμη. Άρα αυτές οι δομές πληρωμής κάνουν τα ομόλογα να είναι καλύτερη επιλογή από τα equities στην προσπάθεια για το ταίριασμα των στοιχείων του παθητικού τους. Τέτοιες απόψεις έχουν ενισχυθεί μόνο από τις πρόσφατες αλλαγές στη λογιστική που καθιστούν τα συνταξιοδοτικά στοιχεία του παθητικού πιο διαφανή, επιτρέποντας να έχουν άμεση επίδραση στον ισολογισμό του χορηγού σχεδίων, και να αυξάνουν επίσης το κακό ταίριασμα των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού από την εκμετάλλευση των equities.

- **Άλφα αποδόσεις (Alpha Returns)**

Εκτός από τη προσέγγιση ALM, που έχει επιπτώσεις στα καθορισμένα κεφάλαια οφελών, η στρατηγική διαδικασία κατανομής (strategic allocation process) για τα καθορισμένα σχέδια συμβολής έχει υποστεί βαριά κριτική και είναι πιθανό στα ερχόμενα έτη να αλλάξει κατευθύνσεις. Αυτά τα κεφάλαια θα επηρεαστούν επίσης από τη λήξη της εμμονής στα equities και θα απαιτήσουν μια δραματική εξέταση της διαδικασίας διαχείρισής τους και κινδύνου επένδυσης για να αντιμετωπίσουν ένα λιγότερο φιλικό κλίμα επένδυσης στο μέλλον - ένα κλίμα που θέτει τις προκλήσεις για όλους τους τύπους συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Οι εταιρίες που αντιμετωπίζουν έλλειμμα δεν θα είναι σε θέση πλέον να στηριχθούν οικονομικά στο εξωτερικό περιβάλλον λόγω της τρέχουσας υπό-χρηματοδοτημένης θέσης τους, με αποτέλεσμα να πρέπει να κάνουν εσωτερικές αλλαγές. Τα Ταμεία με τα υγιή πλεονάσματα είναι πιθανό να ανοίξουν το δρόμο για επερχόμενες αλλαγές.

Μια σημαντική αλλαγή είναι η αναζήτηση των alpha αποδόσεων⁵¹. Τα έσοδα από τις επενδύσεις μπορούν να χωριστούν σε δύο μέρη: σε αποδόσεις που αποδίδονται στις κινήσεις της αγοράς, γνωστές ως beta, και σε αυτές που υπερβαίνουν τις αποδόσεις της αγοράς, γνωστές ως alpha returns. Η Ισχυρή απόδοση των equities κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '80 και της δεκαετίας του '90 οδήγησε σε μια προτίμηση στο beta αντί του alpha μέσα στα συνταξιοδοτικά σχέδια. Η παλαιά προσέγγιση, η οποία εξελίχθηκε για μία περίοδο 20 ετών όπου οι

⁵¹ OECD, "Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries", 2004

συνταξιοδοτικοί σύμβουλοι και οι ακαδημαϊκοί βασίζονταν στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίων, περιλαμβάνει την επιλογή μεταξύ των κατηγοριών των στοιχείων του ενεργητικού και της στρατηγικής buy-and-hold. Στην alpha διαχείριση οι διευθυντές κρίνονται με βάση τις αποδόσεις των στοιχείων του ενεργητικού σε σχέση με κάποιο αντίστοιχο benchmark.

Αυτή η προσέγγιση θα πρέπει να μεταβληθεί σε μια περίοδο χαμηλότερων αναμενόμενων αποδόσεων. Με χαμηλότερες αποδόσεις, σύμφωνα με το beta, διαθέσιμες, οι επενδυτές θα πρέπει να επικεντρωθούν στην εξαγωγή των alpha αποδόσεων. Η ενεργός alpha επένδυση στηρίζεται παραδοσιακά στη θεωρία χαρτοφυλακίων, χρησιμοποιώντας τις πηγές κινδύνου χαρτοφυλακίων για να προσδιορίσει τις πρόσθετες ευκαιρίες επιστροφής. Οι στρατηγικές με έναν χαμηλό συσχετισμό στις μεγαλύτερες τρέχουσες μετοχές (βαριά χαρτιά) και έναν υψηλό συσχετισμό στις κινήσεις των στοιχείων του παθητικού, θα αυξηθούν. Η προσοχή στο alpha απαιτεί περισσότερο short selling και βραχυπρόθεσμες στρατηγικές, με την bottom-up επένδυση να αντικαθιστά τη μακρο-οικονομική προσέγγιση. Η στρατηγική κατανομή (Strategic allocation) αποκτά πολύ μεγάλη σημασία σε σχέση με την τακτική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού, με την κατηγοριοποίηση σε ομάδες παρόμοιων στρατηγικών (όπως delta-tilt, alpha, η διαγώνιος αγορά, οι χαμηλές στρατηγικές ρευστότητας και equity-tilt)

- **Κίνδυνος προϋπολογισμού (Risk Budgeting)**

Μια νέα στρατηγική κατανομής είναι μια προσέγγιση στον κίνδυνο, γνωστή σαν κίνδυνος προϋπολογισμού⁵². Αυτό περιλαμβάνει τη μέτρηση της πιθανής έκθεσης κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου σε κάθε μια από διάφορες περιοχές, και ακολουθείται από την κατανομή ενός ορισμένου ποσοστού της συνολικής ανοχής κινδύνου του κεφαλαίου σε κάθε μια από αυτές τις περιοχές. Ο κίνδυνος προϋπολογισμού καθορίζει το βαθμό στον οποίο ο επενδυτής είναι πρόθυμος να επιτρέψει την έκθεση του χαρτοφυλακίου στον επενδυτικό κίνδυνο. Ο κίνδυνος προϋπολογισμού καταρτίζεται εξετάζοντας όχι απλά πόσος κίνδυνος είναι ανεκτός και ποια στοιχεία του ενεργητικού συμβάλλουν σε αυτόν τον κίνδυνο, αλλά

⁵² OECD, "Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries", 2004

πραγματοποιώντας βαθύτερη έρευνα για να την ανάλυση του κινδύνου σε πιο σύνθετα σχήματα και για να διαπιστωθεί αν χρησιμοποιείται για τη μέγιστη απόδοση.

Αυτή η νέα άλφα επένδυση και ο κίνδυνος προϋπολογισμού είναι αναγκαία εργαλεία όχι μόνο επειδή τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αντιμετωπίζουν ένα πιο προκλητικό επενδυτικό περιβάλλον, αλλά και επειδή έρχονται αντιμέτωπα με μια ευρύτερη σειρά επενδυτικών στόχων, πέραν της επίτευξης της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης για τον ελάχιστο κίνδυνο. Οι απαιτήσεις χρηματοδότησης, παραδείγματος χάριν, θα πρέπει επίσης να ληφθούν υπόψη, ενώ αυτό δεν ήταν απαραίτητο μέχρι τα τελευταία χρόνια, δεδομένου ότι ο όγκος των χαρτοφυλακίων, equities, πρόσφερε υψηλές αποδόσεις, ξεπερνώντας τις αποδόσεις των ομόλογων. Αυτό υπονοεί μια αυξανόμενη προσοχή και εστίαση στην ελαχιστοποίηση της παρούσας αξίας και της μεταβλητότητας των συνεισφορών στα οφέλη των κεφαλαίων. Η συνταξιοδοτική πολιτική είναι πιθανό να συντονιστεί με τα κέρδη και τις ταμειακές ροές κυκλικά. Όλα αυτά στοχεύουν στην αποφυγή του αρνητικού αντίκτυπου στις πιστωτικές εκτιμήσεις, του κόστους κεφαλαίου, τις ταμειακές ροές και τελικά στην αποφυγή της πτώχευσης του εταιρικού χορηγού σχεδίων.

- **Παράγωγα (Derivatives)**

Η εφαρμογή των νέων στρατηγικών επένδυσης και κινδύνου που αναλύσαμε ανωτέρω θα εξαρτηθεί ιδιαίτερα από την αυξανόμενη χρήση των παραγώγων⁵³. Αυτά είναι οικονομικά όργανα, (συμβάσεις μεταξύ δύο συμβαλλόμενων μερών), των οποίων η αξία καθορίζεται από την αναφορά σε κάποιο άλλο, ομόλογο, μετοχή, οικονομικό όργανο ή γεγονός. Οι ακαδημαϊκοί και οι σύμβουλοι, όλο και περισσότερο, υποστηρίζουν τα οφέλη στα κεφάλαια από τη μεριά της μείωσης του κινδύνου και της επίτευξης ικανοποιητικής απόδοσης. Αυτά τα όργανα μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να παρέχουν ασφάλεια, αντισταθμίζοντας τον συναλλαγματικό κίνδυνο ή τον κίνδυνο επιτοκίου, για να προστατεύσουν τα χαρτοφυλάκια σε περίπτωση ακραίων πτωτικών κινήσεων της αγοράς, ή για να ενισχύσουν το εισόδημα⁵⁴. Είναι επίσης χρήσιμα για τις αποδοτικές συναλλαγές μέσα στα

⁵³ Goldman Sacks Report, “Equity Derivatives Strategy”, 30 January 2004

⁵⁴ OECD, “Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries”, 2004

χαρτοφυλάκια (π.χ. διαχείριση των χρηματικών ροών για την ελαχιστοποίηση της επίδρασης της αγοράς), για να μειώσουν τα εμπορικά κόστη και για να βελτιώσουν τη ρευστότητα. Μπορούν επίσης να παρέχουν μια πιο στενή αντιστοιχία των στοιχείων του παθητικού των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων απ ότι τα ομόλογα (μέσω των interest rate swaps, κτλ)

- **Τακτική κατανομή στοιχείων ενεργητικού (Tactical Asset Allocation)**^{55 56}

Όταν η στρατηγική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού καθορίσει πώς να ταιριάζει τα στοιχεία του ενεργητικού με τα στοιχεία του παθητικού, και τη δομή ενός βέλτιστου κεφαλαίου, η τακτική κατανομή αποφασίζει πώς να διαθέσει τα στοιχεία του ενεργητικού των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μέσα στις διάφορες κατηγορίες του ενεργητικού και των διαθέσιμων οικονομικών οργάνων. Αυτό απαιτείται για να εξασφαλιστούν ικανοποιητικές αποδόσεις από επενδύσεις κατά τη διάρκεια του χρόνου και ότι η περιττή αστάθεια δεν οδηγεί σε μια σημαντική μείωση των τιμών των στοιχείων του ενεργητικού στο χρόνο όταν αυξάνεται η ανάγκη του σχεδίου για ρευστότητα. Η τακτική κατανομή μπορεί να θεωρηθεί ως διαδικασία μείωσης του κινδύνου απόδοσης, χρησιμοποιώντας το συγχρονισμό της αγοράς (market timing) και την ειδική έρευνα για να εκμεταλλευθεί τις ευκαιρίες ανάμεσα στις ευρείες κατηγορίες των στοιχείων του ενεργητικού.

- **Παθητική επένδυση (Passive Investing)**

Όσον αφορά τη διαδικασία κατανομής των στοιχείων του ενεργητικού, τα ζητήματα σχετικά με την άλφα επένδυση και τις υπεραποδόσεις απεικονίζονται στο δίλημμα σχετικά με την παθητική επένδυση αντί της ενεργητικής επένδυσης. Εκτός από το ζήτημα που έχει να κάνει με το αν οι υπεραποδόσεις υφίστανται, η ερώτηση περιστρέφεται γύρω από το αν οι επενδυτές συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι σε θέση να τα λάβουν. Εκείνοι που θεωρούν ότι δεν είναι σε θέση ακολουθούν την παθητική επένδυση. Οι παθητικοί επενδυτές είναι εκείνοι που προσπαθούν να ταιριάζουν τις αποδόσεις τους με έναν ευρύ μέσο όρο τίτλων στη χαμηλότερη πιθανή

⁵⁵ Pflug G., Swietanowski A., “Dynamic Asset Allocation under Uncertainty for Pension Fund Management”, Special Research Program SFBF011, October 1998

⁵⁶ Grigoriadis Constantinos, “Managing US Pension Plans”, Association of Greek Institutional Investors, 6 June 2003

διοικητική αμοιβή (management fee), ενώ οι ενεργοί επενδυτές αγοράζουν ή πωλούν τίτλους ανάλογα με το αν είναι υποεκτιμημένοι ή υπερεκτιμημένοι αντίστοιχα. Η αύξηση στα παθητικά κεφάλαια προέρχεται από την αυξανόμενη απομυθοποίηση σχετικά με την απόδοση της επένδυσης σε σχέση με τις συγκριτικές μετρήσεις επιδόσεων (benchmarks). Η λογική για αυτόν τον τύπο επένδυσης είναι ότι είναι εξαιρετικά δύσκολο να ξεπεραστεί με συνέπεια οποιαδήποτε αγορά, δεδομένου ότι όλοι οι διαχειριστές κεφαλαίων δεν μπορούν στατιστικά να το κάνουν, και ότι έχει αποδειχθεί εξαιρετικά δύσκολο να επιλεγεί ένας επιτυχημένος ενεργός διευθυντής. Ιστορικές αποδόσεις δεν φαίνεται να είναι καλός οδηγός για μελλοντικές.

- **Private Equity**⁵⁷

Μια άλλη, όλο και περισσότερο δημοφιλής, μορφή ενεργητικής επένδυσης που προσφέρει πιθανές ελκυστικές, σταθμισμένου κινδύνου αποδόσεις, με σχετικά χαμηλό συσχετισμό σε σχέση με άλλα στοιχεία του ενεργητικού είναι το Private Equity. Ο κίνδυνος αυτών των επενδύσεων είναι κυρίως η μακροπρόθεσμη φύση τους. Η επένδυση γίνεται μέσω των closed-ended private equity κεφαλαίων, ή των fund-of-funds που αποδεικνύονται όλο και περισσότερο δημοφιλή, (ιδιαίτερα στην Ευρώπη), καθώς επιτρέπουν στους συνταξιοδοτικούς επενδυτές να διαφοροποιήσουν το χαρτοφυλάκιο τους.

⁵⁷ OECD, “Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries”, 2004

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε)

4.1 Γενικά στοιχεία

Το Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε ιδρύθηκε το έτος 1934 με έδρα την Αθήνα, με κύριο κλάδο δραστηριότητας την παροχή συντάξεων. Ο κλάδος υγείας λειτουργεί από το 1963 ενώ το 1979 θεσπίστηκε ο Ειδικός Λογαριασμός Πρόσθετων Παροχών με σκοπό τη χορήγηση πρόσθετης μηνιαίας σύνταξης και εφάπαξ βοηθήματος. Επίσης παρέχει υπηρεσίες έκδοσης εγγυητικών επιστολών προς τους ασφαλισμένους του. Ο αριθμός των υποκαταστημάτων ανέρχεται σε 34, των μόνιμων εργαζομένων σε 219 και των έκτακτων σε 86⁵⁸.

Το Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε είναι ένας Ασφαλιστικός Οργανισμός, στον οποίο ασφαλίζονται τα μέλη του Τεχνικού Επιμελητηρίου Ελλάδος (Αρχιτέκτονες, Πολιτικοί Μηχανικοί κ.λ.π.), οι Εργολήπτες Δημοσίων Έργων και οι μόνιμοι υπάλληλοι του ΤΣΜΕΔΕ και του ΤΕΕ (Τεχνικό Επιμελητήριο Ελλάδος).

4.2 Διοικητικό Συμβούλιο

Το Διοικητικό Συμβούλιο του ταμείου απαρτίζεται από 11 μέλη και 1 εκπρόσωπο των εργαζομένων. Πιο αναλυτικά, συμμετέχουν:

- 3 μέλη του Τεχνικού Επιμελητηρίου της Ελλάδος,
- 1 μέλος της Πανελληνίας Ένωσης Διπλωματούχων Μηχανικών Εργοληπτών Δημοσίων Έργων,
- 1 μέλος της Ένωσης Μηχανικών Δημοσίων Υπαλλήλων Διπλωματούχων Ανωτάτων Σχολών,

⁵⁸ www.tsmede.gr

- 1 μέλος της Πανελλήνιας Ένωσης Συνδέσμων Εργοληπτών Δημοσίων Έργων,
- 1 μέλος της Επιστημονικής Ένωσης Τεχνολογικής Εκπαίδευσης Μηχανικών,
- 1 συνταξιούχος του Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε,
- 1 κυβερνητικός επίτροπος,
- 1 ειδικός σε θέματα οργάνωσης,
- 1 ειδικός σε οικονομικά θέματα,
- 1 εκπρόσωπος εργαζομένων.

Η θητεία του συμβουλίου ορίζεται στα 3 έτη.

4.3 Περιουσία

Το Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε είναι ένα από τα πλουσιότερα συνταξιοδοτικά ταμεία με περιουσία που ανέρχεται περίπου στα 2,63 δισεκατομμύρια Ευρώ⁵⁹. Πιο αναλυτικά διαθέτει:

Ρευστά διαθέσιμα	1,9 δις
Ομόλογα	263 εκ
Αμοιβαία Κεφάλαια	15 εκ
Μετοχές	395 εκ
Ακίνητα	21 εκ
Διάφοροι Λογαριασμοί	40 εκ

ΚΑΤΑΘΕΣΕΙΣ

Κατηγορία Καταθέσεων	Πιστωτικός Οργανισμός	Ποσό Καταθέσεων
Λογαριασμός Διαθεσίμων	Τράπεζα Ελλάδος	1.868.954.218
Λογαριασμός Ταμειακής Διαχείρισης	Εθνική Τράπεζα	39.208.204
Λογαριασμός Ταμειακής Διαχείρισης	Τράπεζα Αττικής	1.556.176
	Σύνολο	1.909.718.598

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Έκθεση Κινητής και Ακίνητης Περιουσίας Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, Έτους 2006

⁵⁹ Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, “Κινητή και Ακίνητη περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, 2006

ΟΜΟΛΟΓΑ

Έκδοση	Λήξη	Επιτόκιο %	Ονομαστική Αξία	Αξία Αποτίμησης
11/1/1999	11/1/2014	6,50	14.673.514,31	17.826.852,54
19/2/1999	19/2/2006	6,00	14.673.514,31	14.735.143,07
22/10/1999	22/10/2019	6,50	72.868.672,05	95.122.764,49
19/5/2000	19/5/2010	6,00	111.518.708,73	124.321.056,49
7/3/2005	20/9/2037	4,50	10.000.000,00	11.031.000,00
			Σύνολο	263.036.816,59

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Έκθεση Κινητής και Ακίνητης Περιουσίας Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, Έτος 2006

ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Αμοιβαία Κεφάλαια	Ποσοστό Συμμετοχής	Θεματοφύλακας	Αξία Αποτίμησης
Αττικής Μετοχικό Εσωτερικού	97,35%	Τράπεζα Αττικής	15.099.245,94

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Έκθεση Κινητής και Ακίνητης Περιουσίας Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, Έτος 2006

ΜΕΤΟΧΕΣ

Μετοχή	Σύνολο Μετοχών	Ποσοστό Συμμετοχής	Αξία Αποτίμησης
Εμπορική	1.385.754	1,31%	39.771.139,80
Ελλάδος	278.186	1,75%	26.274.667,70
Εθνική	2.109.611	0,63%	75.945.996,00
Άλφα	194.172	0,07%	4.796.048,40
Αττικής	34.653.108	41,96%	194.057.404,80
Eurobank	59.800	0,02%	1.597.856,00
Cosmote	433.650	0,13%	8.143.947,00
ΟΤΕ	1.299.968	0,26%	23.399.424,00
ΕΥΔΑΠ	1.135.640	1,07%	8.176.608,00
ΑΤΕ	2.013.889	0,22%	10.150.000,56
ΟΛΠ	7.010	0,03%	112.160,00
ΟΠΑΠ	96.320	0,03%	2.802.912,00
		Σύνολο	395.228.164,26

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Έκθεση Κινητής και Ακίνητης Περιουσίας Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, Έτος 2006

4.4 Δυνατά σημεία Ταμείου⁶⁰

Ένας από τους λόγους που το ΤΣΜΕΔΕ είναι από τα πιο εύρωστα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι το γεγονός ότι οι ασφαλισμένοι δύσκολα βγαίνουν στη σύνταξη, αφού δεν είναι υποχρεωμένοι να το κάνουν συμπληρώνοντας τα 35 έτη ασφάλισης, όπως ισχύει στο Δημόσιο. Συνεχίζουν να εργάζονται αναλαμβάνοντας διάφορα έργα, πληρώνοντας κανονικά τις εισφορές στο ταμείο. Έτσι ο λόγος συνταξιούχων προς εν ενεργεία ασφαλισμένων ανέρχεται στο 1 : 7,5 (12.500

⁶⁰ Μπουζιάκας Δημήτριος, Αντιπρόεδρος Ταμείου Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ)

συνταξιούχοι προς 95.000 εν ενεργεία ασφαλισμένους). Η αναλογία αυτή είναι η καλύτερη μεταξύ των υπολοίπων ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων.

Επιπλέον το ταμείο έχει μικρή εισφοροδιαφυγή γιατί η ασφάλιση είναι υποχρεωτική και για την άσκηση επαγγελματικής δραστηριότητας ασφαρίζεται η ιδιότητα και απαιτείται η έκδοση ασφαλιστικής ενημερότητας. Αυτό σημαίνει πως κανένας μηχανικός δεν μπορεί να ασκήσει το επάγγελμα χωρίς προηγουμένως να έχει ασφαλιστεί και καταβάλλει τις απαιτούμενες εισφορές στο ταμείο.

Το ΤΣΜΕΔΕ διαθέτει σημαντική ακίνητη περιουσία σε γήπεδα και οικοπέδα, αξίας 20 εκ. Ευρώ, σε σχέση με τα υπόλοιπα ταμεία, που σημαίνει πως έχει επιπλέον έσοδα και πόρους πέραν των εισφορών. Έχει σε ρευστά διαθέσιμα κατατεθειμένα στην Τράπεζα της Ελλάδος περίπου 2,1 δις Ευρώ, που του δίνει την δυνατότητα να μπορεί να πραγματοποιεί τόσο σχεδιασμένες επενδύσεις όσο και επενδυτικές ευκαιρίες που μπορεί να εμφανιστούν ξαφνικά.

Δυνατό σημείο αποτελεί η έκδοση των εγγυητικών επιστολών. Το ταμείο κάνει ουσιαστικά μια τραπεζική εργασία, πραγματοποιώντας ικανοποιητικά κέρδη και παράλληλα εξυπηρετώντας τους ασφαλισμένους του. Τα κέρδη που προέρχονται από τις προμήθειες έκδοσης εγγυητικών επιστολών είναι της τάξης του 6% των ετήσιων κερδών του.

Τέλος με βάση το νέο θεσμικό πλαίσιο, Ν.3518/21.12.2006, δημιουργήθηκαν νέοι κλάδοι που καλύπτουν τις ανάγκες ενός σύγχρονου ταμείου, με αποτέλεσμα να υπάρχει καλύτερη λειτουργία του ταμείου, με οριοθετημένες αρμοδιότητες. Τέλος επαναπροσδιορίστηκαν τα επίπεδα των συντάξεων φτάνοντας, για ασφαλισμένο με 35 έτη εργασίας, τα 1900 Ευρώ από τα 1300 Ευρώ που ήταν πριν την εφαρμογή του νέου θεσμικού πλαισίου.

4.5 Αδύνατα σημεία⁶¹

Ένα από τα αδύνατα σημεία του ταμείου είναι το γεγονός πως ο αριθμός των υπαλλήλων είναι πολύ μικρός σε σχέση με τους εργαζόμενους. Ο ισχύον οργανισμός είχε προβλεφθεί για ένα ταμείο με 300 υπαλλήλους και 15.000 ασφαλισμένους, ενώ

⁶¹ Μπουζιάκας Δημήτριος, Αντιπρόεδρος Ταμείου Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ)

σήμερα υπάρχουν 219 υπάλληλοι για 95.000 ασφαλισμένους. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με το ότι για την πλειοψηφία των ζητημάτων τους οι ασφαλισμένοι πρέπει να προσέλθουν στα γραφεία του ταμείου και την ύπαρξη γραφειοκρατίας, έχει ως αποτέλεσμα να υπάρχει χαμηλό επίπεδο εξυπηρέτησης και διεκπεραίωσης κάποιων υποθέσεων, για παράδειγμα για την έκδοση σύνταξης απαιτείται η πάροδος περίπου 6 μηνών.

Σημαντική αδυναμία αποτελεί η χαμηλή απόδοση των αποθεματικών, αφού το μεγαλύτερο μέρος της περιουσίας του ταμείου βρίσκεται εγκλωβισμένο σε καταθετικούς λογαριασμούς με απόδοση μόλις της τάξης του 3% ετησίως! Αν κι σ' αυτό το φαινόμενο συμβάλει και το ισχύον θεσμικό πλαίσιο, υπάρχει δυνατότητα για καλύτερη αξιοποίηση των αποθεματικών.

Η έλλειψη ολοκληρωμένου πληροφοριακού συστήματος αποτελεί εμπόδιο στην καλύτερη οργάνωση και αποτελεσματικότερη λειτουργία του ταμείου και την εξάλειψη της γραφειοκρατίας. Η εισαγωγή νέων τεχνολογιών καθώς και η επιμόρφωση του προσωπικού θα μειώσει σε μεγάλο βαθμό τις ατελείωτες ουρές στα γραφεία του ταμείου και τις χρονοβόρες διαδικασίες έκδοσης διαφόρων πιστοποιητικών.

Τέλος υπάρχει μεγάλη εξάρτηση από τη Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων όχι τόσο σε οργανωτικά θέματα, αλλά σε οικονομικά. Για παράδειγμα για να αλλάξει η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του ταμείου ή να πραγματοποιηθεί πώληση μετοχών σε μια ενδεχόμενη πτώση του Χρηματιστηρίου, θα πρέπει να δώσει έγκριση ο αρμόδιος Υπουργός. Η διαδικασία αυτή είναι εξαιρετικά χρονοβόρα με αποτέλεσμα να υπάρχει κίνδυνος απώλειας ενός μεγάλου μέρους των χρημάτων του ταμείου.

4.6 Δυνατότητες Επένδυσης

Είναι απόλυτα λογικό να αναρωτηθεί κάποιος γιατί το συγκεκριμένο ταμείο να είναι υποχρεωμένο να κρατά ως ρευστά διαθέσιμα ένα τόσο μεγάλο ποσό, το οποίο πλησιάζει τα 2 δισεκατομμύρια Ευρώ. Όπως προαναφέραμε το θεσμικό πλαίσιο είναι αυτό που θέτει ισχυρούς περιορισμούς στο ύψος των επενδύσεων που πραγματοποιεί το ταμείο.

Στις αρχές του έτους 2003, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών ανερχόταν στις 1748 μονάδες. Στις αρχές του έτους 2007 ο Γενικός Δείκτης

άγγιξε τις 4394 μονάδες, δηλαδή σημείωσε μια άνοδο τις τάξης του 151%. Αν το 2003 είχαν επενδυθεί τα μισά από τα ρευστά διαθέσιμα, δηλαδή 1 δισεκατομμύριο Ευρώ, το ΤΣΜΕΔΕ μέσα σε 4 χρόνια θα μπορούσε να αυξήσει την περιουσία του κατά 1,5 δισεκατομμύριο Ευρώ.

Τι θα γινόταν όμως στην περίπτωση που ο δείκτης του χρηματιστηρίου είχε μεγάλες απώλειες της τάξης του 151%; Η απάντηση είναι απλή: το ταμείο θα μπορούσε να διαφοροποιήσει επαρκώς το χαρτοφυλάκιο του και να πραγματοποιεί ενεργή διαχείριση ούτως ώστε να είναι σε θέση να πωλήσει μετοχές σε μια διαφαινόμενη συνεχή πτώση.

Επιπλέον το ταμείο θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου και options, swaps, exchange-traded funds, hedge-funds. Πρόσφατα άρχισε να προσφέρεται και ένα ομόλογο το οποίο είναι συνδεδεμένο με τον πληθωρισμό και που διασφαλίζει την πραγματική αξία του κεφαλαίου. Όλα τα παραπάνω αποτελούν χρήσιμα εργαλεία που πρέπει να χρησιμοποιηθούν από τα συνταξιοδοτικά ταμεία για την επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων.

Τέλος θα μπορούσε το ΤΣΜΕΔΕ να επενδύσει για παράδειγμα στην Αττική οδό, που έχει αποδειχθεί μια κερδοφόρα επιχείρηση με καθαρά κέρδη που αγγίζουν, για το 2006, τα 47 εκατομμύρια ευρώ.

Σε κάθε περίπτωση το ΤΣΜΕΔΕ πρέπει να επενδύσει σε διάφορους κλάδους πέραν του κατασκευαστικού και με τη χρήση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων να καταφέρει να αντισταθμίσει τον κίνδυνο. Η απλή επένδυση των αποθεματικών σε αμοιβαία κεφάλαια έχει αποδειχθεί αναποτελεσματική.

4.7 Συμπέρασμα

Είναι δεδομένο πως οι μηχανικοί θα προσπαθήσουν τις εισφορές τους να τις μετατρέψουν σε βελτίωση των όρων του βιοτικού τους επιπέδου στο μέλλον. Παρόλο το ΤΣΜΕΔΕ αποτελεί ένα από τα πιο εύρωστα συνταξιοδοτικά ταμεία στην Ελλάδα, πρέπει να αναλάβει περισσότερους επενδυτικούς κινδύνους στο μέλλον. Η καλύτερη αξιοποίηση των ρευστών διαθεσίμων του είναι μονόδρομος, μέσα βέβαια στα πλαίσια που ορίζει ο νόμος για την αποφυγή δυσάρεστων εκπλήξεων, όπως απώλεια μεγάλου μέρους της επένδυσης και αδυναμία πληρωμής των μελλοντικών συντάξεων. Βέβαια απαιτείται και εκσυγχρονισμός του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου και αποτελεσματική διαχείριση, μακριά από σκοπιμότητες, και πάντα προς όφελος των ασφαλισμένων. Επιτακτική είναι και η εισαγωγή των νέων τεχνολογιών μέσα στο ταμείο καθώς και της πρόσληψης μέσω ΑΣΕΠ του απαιτούμενου αριθμού εργαζομένων, που θα βοηθήσουν στην καλύτερη εξυπηρέτηση των ασφαλισμένων και τον περιορισμό της γραφειοκρατίας και θα οδηγήσουν στην αποτελεσματικότερη λειτουργία του ταμείου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Αμοιβαία Κεφάλαια Ασφαλιστικών Οργανισμών

Με πρωτοβουλία των Ασφαλιστικών Οργανισμών ΙΚΑ, ΟΓΑ και ΟΑΕΕ καθώς και με τη συμμετοχή της Εθνικής Τράπεζας συστάθηκε τον Ιούλιο του 2000 η ΑΕΔΑΚ Ασφαλιστικών Οργανισμών⁶², η μετοχική σύνθεση της οποίας έχει ως εξής:

Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος	40% του Μ.Κ.	470.400,00 ΕΥΡΩ
ΙΚΑ	30% του Μ.Κ.	352.800,00
ΟΓΑ	15% του Μ.Κ.	176.400,00
ΟΑΕΕ	15% του Μ.Κ.	176.400,00
ΣΥΝΟΛΟ	100%	1.176.000,00

Η ΑΕΔΑΚ Ασφαλιστικών Οργανισμών είναι η εταιρία που δημιουργήθηκε με σκοπό την ενεργητική διαχείριση των Αποθεματικών των Ασφαλιστικών Οργανισμών. Η εταιρία διαχειρίζεται δύο Αμοιβαία Κεφάλαια: ένα Μικτό Εσωτερικού και ένα Ομολογιακό Εσωτερικού. Στα Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζεται η εταιρία επιτρέπεται να συμμετέχουν Ασφαλιστικά Ταμεία Κύριας και Επικουρικής Ασφάλισης με οποιοδήποτε ποσό επιθυμούν. Η αγορά και εξαγορά μεριδίων δεν επιβαρύνεται με προμήθειες.

Το εννεαμελές Διοικητικό Συμβούλιο με θητεία μέχρι τη Γενική Συνέλευση του 2007 αποτελείται από εκπροσώπους των Ασφαλιστικών Οργανισμών ΙΚΑ, ΟΓΑ, ΟΑΕΕ (Οργανισμός Ασφάλισης Ελεύθερων Επαγγελματιών), της Εθνικής Τράπεζας, των Υπουργείων Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Αλληλεγγύης, του ΣΕΒ, και της ΓΣΕΕ. Για κάθε Αμοιβαίο Κεφάλαιο έχει συγκροτηθεί Επενδυτική Επιτροπή που αποτελείται από μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου και επιστημονικό προσωπικό εξειδικευμένο στο αντικείμενο. Θεματοφύλακας είναι η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος.

⁶² www.asfalistikonorgan-funds.gr

5.1 Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών- Μικτό Εσωτερικού

Συστάθηκε στις 28/11/2002 και σύμφωνα με τον εγκεκριμένο από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, ο επιδιωκόμενος επενδυτικός σκοπός αποβλέπει:

α) στην επίτευξη της υψηλότερης δυνατής απόδοσης για τους μεριδιούχους με την ανάληψη του ελάχιστου δυνατού επενδυτικού κινδύνου σε τίτλους μετοχών της εσωτερικής χρηματιστηριακής αγοράς. Η κατηγορία άλλωστε του μικτού και η δέσμευση να μην υπερβαίνει το ποσοστό μετοχών το 50% του χαρτοφυλακίου αποβλέπουν στην μείωση του επενδυτικού κινδύνου από μετοχικές αξίες.

β) στην εξυπηρέτηση των αναγκών κάλυψης των εκροών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης που συμμετέχουν στο Αμοιβαίο Κεφάλαιο. Δεν παρέχεται εγγύηση από πιστωτικό ίδρυμα για το σύνολο ή μέρος του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου δεν συναρτάται άμεσα με ορισμένους δείκτες.

- **Επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου⁶³**

α) Οι επενδύσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου πρέπει να πραγματοποιούνται μέχρι 50% του ενεργητικού στην ελληνική αγορά μετοχών και το υπόλοιπο σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου και μέσων ελληνικής χρηματαγοράς. Συνεπώς ο επενδυτικός κίνδυνος επιμερίζεται στα αντίστοιχα στοιχεία ενεργητικού των μετοχικών αξιών που επιλέγουμε κυρίως υψηλής κεφαλαιοποίησως και στα ομόλογα ελληνικού δημοσίου αλλά και την ελληνική χρηματαγορά.

β) Η κατανομή των τοποθετήσεων σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου γίνεται σε χρονικές διάρκειες που καλύπτουν βραχυχρόνιες, μέσο και μακροπρόθεσμες λήξεις ανάλογα με τα δεδομένα της αγοράς, με γνώμονα πάντα την ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

γ) Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα επιτρέπονται μόνο για αντιστάθμιση του κινδύνου και σ' αυτή την κατηγορία θα γίνουν τοποθετήσεις εάν αυτό κριθεί από τα αρμόδια όργανα της εταιρίας αναγκαίο.

⁶³ Αμοιβαία Κεφάλαια Ασφαλιστικών Οργανισμών, “Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο”, Ιανουάριος 2007

δ) Η επενδυτική πολιτική αλλά και η ακολουθούμενη στρατηγική είναι να αποφεύγονται οι εναλλαγές των στοιχείων του ενεργητικού όταν δεν είναι απολύτως επιβεβλημένες για την εξυπηρέτηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- **Κίνδυνοι του χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

Όπως είναι γνωστό τα Αμοιβαία Κεφάλαια δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές. Στο πλαίσιο αυτό είναι δυνατόν σε πτωτικές περιόδους των μετοχικών αξιών και των άλλων στοιχείων του ενεργητικού να υπάρχουν υποαποδόσεις για τους μεριδιούχους. Η αποφυγή ή μη αρνητικών αποδόσεων συναρτάται με την πραγματοποίηση εξαγορών από τους μεριδιούχους σε περιόδους πτώσης των στοιχείων του ενεργητικού. Με βάση πάντως τον σκοπό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και την επενδυτική του πολιτική, λόγω και της μορφής του ως μικτού, ο κίνδυνος είναι ισορροπημένος και κατά βάση χαμηλός. Ειδικότερα θα μπορούσαμε να κάνουμε τις παρακάτω αναφορές σχετικά με τους κινδύνους ενός χαρτοφυλακίου Αμοιβαίου Κεφαλαίου:

1) Κίνδυνος Αγοράς

Ο κίνδυνος αυτός αναφέρεται στο ενδεχόμενο υποχώρησης τιμών κάποιων αξιών του χαρτοφυλακίου και την αντίστοιχη μείωση της τιμής του μεριδίου ανάλογα με την συμμετοχή του χαρτοφυλακίου στις αξίες που υποχωρούν και για όσο διάστημα διαρκεί η πτώση.

2) Πιστωτικός κίνδυνος

Αν κάποιος εκδότης κινητών αξιών στις οποίες έχει επενδύσει το Αμοιβαίο Κεφάλαιο περιέλθει σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του, τότε ενδεχομένως να προκύψει θέμα για τις συγκεκριμένες αξίες αλλά το θέμα θα αντιμετωπισθεί μέσα στα πλαίσια των κανόνων που ακολουθεί η χρηματιστηριακή και γενικά η νομοθεσία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.

3) Κίνδυνος ρευστότητας

Ο κίνδυνος αυτός συνίσταται στην αδυναμία ρευστοποίησης στοιχείων του ενεργητικού σε τιμές συμφέρουσες αλλά και σε χρόνο που μπορεί να είναι πιστωτικός. Ο κίνδυνος αυτός αποφεύγεται αφενός από το πρόγραμμα διαχείρισης που πρέπει να προβλέπει σχετική ύπαρξη ρευστότητας αλλά και από τον έγκαιρο προγραμματισμό

των αναγκών των μεριδιούχων έτσι ώστε να μην γίνονται ρευστοποιήσεις υπό πίεση και σε περιόδους που δεν συμφέρουν από πλευράς αποδόσεων.

4) Συναλλαγματικός κίνδυνος

Σύμφωνα με τον κανονισμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου οι επενδύσεις γίνονται μόνο σε ΕΥΡΩ οπότε δεν υφίσταται θέμα συναλλαγματικού κινδύνου.

5) Κίνδυνος Θεματοφυλακής

Δεν υφίσταται τέτοιος κίνδυνος λόγω αφενός του μεγέθους και της αξιοπιστίας του Θεματοφύλακα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αλλά και των δεσμεύσεων που έχει αναλάβει κατά την υπογραφή της σύμβασης ανάληψης της θεματοφυλακής του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

6) Κίνδυνος μείωσης του ενεργητικού

Το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου αυξομειώνεται από δύο αιτίες:

- Από τις εισροές ή εκροές κεφαλαίων λόγω συμμετοχών ή εξαγορών και
- Από την αύξηση ή μείωση των τιμών των αξιών στις οποίες είναι επενδεδυμένο το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

• Απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

1) Ορισμός δείκτη αναφοράς (benchmark)

Η εταιρεία αφού έλαβε υπ' όψη το χαρακτήρα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, την επενδυτική πολιτική και τους ιδιαίτερους περιορισμούς στα ποσοστά επενδύσεων ανά κατηγορία αξιών και τίτλο, βάσει υπουργικών αποφάσεων, όρισε το παρακάτω δείκτη αναφοράς (benchmark), προκειμένου να ελέγχει την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου:

- Μετοχές ΧΑ 40% - Σύγκριση με γενικό δείκτη ΧΑ
- Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου 47,5% - Σύγκριση με JP MORGAN-GREEK GOVERNMENT BOND.
- Καταθέσεις 12,5% - Σύγκριση με one month EYRIBOR μείον 0,125% ΕΥΡΩ προσαρμοσμένο λόγω του φόρου τόκων.

Ο δείκτης αυτός ορίστηκε την 30/05/2003. Το αρχικό χαρτοφυλάκιο περιέχει 90% ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου και 10% μετρητά και μετοχές. Η επιτροπή Κεφαλαιαγοράς όρισε εξάμηνη προθεσμία εναρμόνισης του χαρτοφυλακίου, η οποία έγινε.

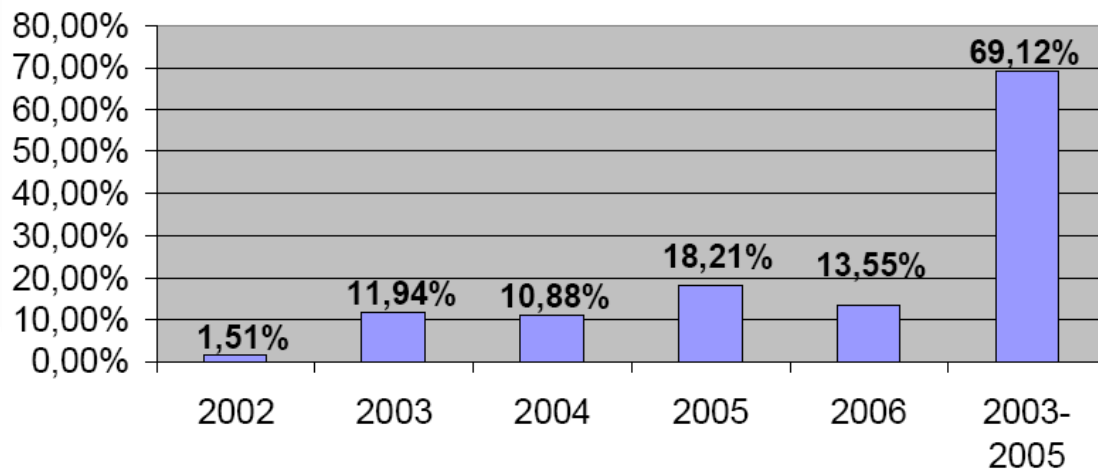
2) Διάγραμμα απόδοσης Α/Κ – Έναντι δείκτη αναφοράς

ΑΠΟΔΟΣΗ Α/Κ ΕΝΑΝΤΙ ΔΕΙΚΤΗ ΑΝΑΦΟΡΑΣ
ΑΠΟ 19/11/2002 - 30/12/2006



3) Διάγραμμα Ετήσιων Αποδόσεων

ΕΤΗΣΙΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ - ΣΩΡΡΕΥΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ



- **Αμοιβές, Προμήθειες και λοιπά έξοδα που βαρύνουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

Οι αμοιβές, οι προμήθειες και τα λοιπά έξοδα που βαρύνουν το ενεργητικό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι οι εξής:

1. Προμήθεια διαχείρισης.

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιβαρύνεται με προμήθεια διαχείρισης μέχρι 0,20% ετησίως επί του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που αναλύεται σε προμήθεια ΑΕΔΑΚ μέχρι 0,15% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε μήνα και προμήθεια εξωτερικών διαχειριστών 0,05% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε τριμήνου.

2. Προμήθεια Θεματοφύλακα

Ο θεματοφύλακας δικαιούται αμοιβή 0,05% ετησίως, στην οποία περιλαμβάνεται και η αμοιβή κάθε τρίτου προσώπου που έχει στη φύλαξή του το σύνολο ή μέρος των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η αμοιβή υπολογίζεται επί της αξίας του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε μήνα και καταβάλλεται ανά τρίμηνο.

3. Αμοιβή των ορκωτών ελεγκτών οι οποίοι ελέγχουν τις εκθέσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 28 του Ν. 3283/2004.

4. Έξοδα και προμήθειες συναλλαγών που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

5. Έξοδα των προβλεπομένων δημοσιεύσεων από το Ν.3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

6. Έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

7. Εισφορές που καταβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή και σε οποιαδήποτε άλλη κατά το νόμο αρμόδια αρχή για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, εκτός από τις εξαμηνιαίες εισφορές στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που επιβαρύνουν την ΑΕΔΑΚ σύμφωνα με την με αριθμό 36730/Β.903/15-09-2006 απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.

- **Φορολογικό καθεστώς**

Η πράξη σύστασης Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η διάθεση και η εξαγορά των μεριδίων απαλλάσσονται από κάθε φόρο, τέλος χαρτοσήμου, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ του Δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου και γενικώς τρίτων.

Τα εισοδήματα από κινητές αξίες που αποκτούν τα αμοιβαία κεφάλαια από την ημεδαπή ή αλλοδαπή απαλλάσσονται της φορολογίας εισοδήματος και δεν υπόκεινται σε παρακράτηση φόρου. Ειδικά για τους τόκους ομολογιακών δανείων, η απαλλαγή ισχύει με την προϋπόθεση ότι οι τίτλοι από τους οποίους προκύπτουν οι τόκοι αυτοί έχουν αποκτηθεί τουλάχιστον τριάντα (30) ημέρες πριν από το χρόνο που έχει ορισθεί για την εξαργύρωση των τοκομεριδίων. Σε αντίθετη περίπτωση, ενεργείται παρακράτηση φόρου, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 12 και 54 του Κώδικα Φορολογίας Εισοδήματος, που κυρώθηκε με το ν. 2238/1994 (ΦΕΚ 151Α΄) και με την παρακράτηση αυτή εξαντλείται η φορολογική υποχρέωση του αμοιβαίου κεφαλαίου και των μεριδιούχων για τα εισοδήματα αυτά.

Η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται σε καταβολή φόρου, του οποίου ο συντελεστής ορίζεται σε δέκα τοις εκατό (10%) επί του εκάστοτε ισχύοντος επιτοκίου παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (Επιτοκίου Αναφοράς), προσαυξανόμενου ως ακολούθως, αναλόγως της κατηγορίας κάθε αμοιβαίου κεφαλαίου βάσει της υπ' αριθ. 1/317/11.11.2004 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ 1746 Β΄/26.11.2004), όπως εκάστοτε ισχύει:

- α) για αμοιβαία κεφάλαια διαθεσίμων άνευ προσαυξήσεως,
- β) για ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια, κατά είκοσι πέντε εκατοστά της μονάδας (0,25)
- γ) για μικτά αμοιβαία κεφάλαια, κατά πέντε δέκατα της μονάδας (0,5)
- δ) για μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και για κάθε άλλο τύπο αμοιβαίων πλην των αναφερόμενων πιο πάνω περιπτώσεων, κατά μία (1) μονάδα.

Ο φόρος υπολογίζεται επί του εξαμηνιαίου μέσου όρου του καθαρού ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, λογίζεται καθημερινά και αποδίδεται στην αρμόδια Δημόσια Οικονομική Υπηρεσία μέσα στο πρώτο δεκαπενθήμερο των μηνών Ιουλίου και Ιανουαρίου του επόμενου εξαμήνου από τον υπολογισμό του. Η καταβολή του φόρου γίνεται στο όνομα και για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου

• Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2006-31/12/2006

2. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΣΡΟΩΝ - ΕΚΡΟΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ, ΔΙΑΦΟΡΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ (01/01/2006-31/12/2006)

I. ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΩΝ

	<u>Μερίδια</u>	<u>Ευρώ</u>
Μερίδια σε κυκλοφορία την 31/12/2005	112.589.337,157	341.502.011,78
Πλέον: Διάθεση μεριδίων 01/01-31/12/2006	0,000	0,00
Μείον: Εξαγορές μεριδίων 01/01-31/12/2006	-332.440,000	-1.564.861,57
	<u>112.256.897,157</u>	<u>339.937.150,21</u>
Πλέον: Κέρδη προηγ. χρήσεων Κεφαλαιοποιηθέντα	0,000	80.847.323,06
Μερίδια σε κυκλοφορία την 31/12/2006	<u>112.256.897,157</u>	<u>420.784.473,27</u>

II. ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Καθαρό Ενεργητικό σε τιμές κτήσης την 31/12/2006	472.068.891,35	
Καθαρό Ενεργητικό σε τρέχουσες τιμές την 31/12/2006	<u>569.548.635,84</u>	<u>97.479.744,49</u>

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μετοχών		5.932.488,23
Τόκοι		<u>10.776.922,49</u>
Σύνολο εσόδων από προσόδους		16.709.410,72
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων		46.930.565,15
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφων		<u>-8.220.925,66</u>
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου		<u>38.709.639,49</u>
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου		55.419.050,21
Μείον: Έξοδα		
Αμοιβή Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου		1.058.688,83
Αμοιβή Θεματοφυλακής		266.717,70
Έξοδα Συμμετοχών και Χρεωγράφων		334.695,45
Φόρος (τόκων, ενεργητικού, χρηματ. συναλλ.)		2.459.559,32
Αμοιβές Σ.Ο.Λ.		4.641,00
Έξοδα Δημοσιεύσεων		713,41
Συνδρομή επιτροπής Κεφαλαιαγοράς		<u>9.616,42</u>
Σύνολο εξόδων		<u>4.134.632,13</u>
Καθαρά Κέρδη Περιόδου		<u>51.284.418,08</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>569.548.635,84</u>

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 112.256.897,157 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 5,0736)

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	51.284.418,08
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	51.284.418,08

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2002 έως 2006

	Καθαρή αξία Ενεργητικού	Καθαρή αξία Μεριδίου
31/12/2002	323.242.823,92	3,0453
31/12/2003	372.321.153,11	3,4089
31/12/2004	418.494.484,71	3,7798
31/12/2005	503.071.008,55	4,4682
31/12/2006	569.548.635,84	5,0736

5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:

19.11.2002-31.12.2002	0,1104%
01.01.2003-31.12.2003	0,2505%
01.01.2004-31.12.2004	0,3448%
01.01.2005-31.12.2005	0,3510%
01.01.2006-31.12.2006	0,4895%

6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ (Δ.Σ.Ε):

01.01.2005-31.12.2005	0,25359%
01.01.2006-31.12.2006	0,25211%

• **Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2005-31/12/2005**

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μετοχών	6.723.485,83	
Τόκοι	<u>9.342.538,76</u>	
Σύνολο εσόδων από προσόδους	16.066.024,59	
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων	29.723.152,27	
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφων	<u>-1.521.769,67</u>	
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου	<u>28.201.382,60</u>	
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου	44.267.407,19	
Μείον: Έξοδα		
Αμοιβή Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου	918.317,61	
Αμοιβή Θεματοφυλακής	230.966,11	
Εξοδα Συμμετοχών και χρεογράφων	193.080,16	
Φόρος (τόκων, ενεργητικού, χρηματ. συναλλ.)	2.415.737,12	
Αμοιβές Σ.Ο.Λ.	4.462,10	
Έξοδα Δημοσιεύσεων	1.147,04	
Συνδρομή Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	<u>9.616,42</u>	
Σύνολο εξόδων	<u>3.773.326,56</u>	
Καθαρά Κέρδη Περιόδου	40.494.080,63	<u>40.494.080,63</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>503.071.008,55</u>

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 112.589.337,157 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 4,4682)

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	40.494.080,63
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	40.494.080,63

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2002 έως 2005

	<u>31/12/2002</u>	<u>31/12/2003</u>	<u>31/12/2004</u>	<u>31/12/2005</u>
- Καθαρή αξία Ενεργητικού	323,242,823.92	372.321.153,11	418.494.484,71	503.071.008,55
- Καθαρή αξία Μεριδίου	3,0453	3,4089	3,7798	4,4682

5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:

19.11.2002-31.12.2002	0,1104%
01.01.2003-31.12.2003	0,2505%
01.01.2004-31.12.2004	0,3448%
01.01.2005-31.12.2005	0,3510%

6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ (Δ.Σ.Ε):

01.01.2005-31.12.2005	0,0025359
------------------------------	-----------

• **Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2004-31/12/2004**

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μετοχών	5.047.536,39	
Τόκοι	<u>8.690.275,46</u>	
Σύνολο εσόδων από προσόδους	13.737.811,85	
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων	10.765.825,54	
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφων	<u>-4.888.050,49</u>	
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου	<u>5.877.775,05</u>	
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου	19.615.586,90	
Μείον: Έξοδα		
Έξοδα κτήσης Προσόδων	3.010.240,02	
Έξοδα αγοραπωλησίας χρεογράφων	<u>354.098,15</u>	
Σύνολο εξόδων	<u>3.364.338,17</u>	
Καθαρά Κέρδη Περιόδου	16.251.248,73	<u>16.251.248,73</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>418.494.484,71</u>

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 110.719.088,386 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 3,7798)

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	16.251.248,73
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	16.251.248,73

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2002 έως 2004

	<u>31/12/2002</u>	<u>31/12/2003</u>	<u>31/12/2004</u>
- Καθαρή αξία Ενεργητικού	323.242.823,92	372.321.153,11	418.494.484,71
- Καθαρή αξία Μεριδίου	3,0453	3,4089	3,7798

5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:	19.11.2002-31.12.2002	0,1104%
	01.01.2003-31.12.2003	0,2505%
	01.01.2004-31.12.2004	0,3448%

• Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2003-31/12/2003

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ (παρ.3β)

Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μετοχών	3.757.987,40	
Τόκοι	<u>10.373.542,71</u>	
Σύνολο εσόδων από προσόδους	14.131.530,11	
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων	13.771.147,23	
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφων	<u>-1.605.719,43</u>	
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου	<u>12.165.427,80</u>	
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου	26.296.957,91	
Μείον: Έξοδα		
Έξοδα κτήσης Προσόδων	2.854.464,09	
Έξοδα αγοραπωλησίας χρεογράφων	<u>465.149,36</u>	
Σύνολο εξόδων	<u>3.319.613,45</u>	
Καθαρά Κέρδη Περιόδου	22.977.344,46	<u>22.977.344,46</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>372.321.153,11</u>

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 109.220.163,389 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (παρ.3γ)

Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	22.977.344,46
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	22.977.344,46

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2002-2003 (παρ.3η)

	<u>31/12/2002</u>	<u>31/12/2003</u>
- Καθαρή αξία Ενεργητικού	323.242.823,92	372.321.153,11
- Καθαρή αξία Μεριδίου	3,0453	3,4089

5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:	19.11.2002-31.12.2002	0,1104%
	01.01.2003-31.12.2003	0,2505%

- *Ανάλυση Ισολογισμών ετών 2003-2006 του Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου*

1) Total Expense Ratio

Το Total Expense Ratio είναι ένα μέτρο που μας δείχνει τα συνολικά κόστη σε σχέση με την διαχείριση και λειτουργία ενός επενδυτικού κεφαλαίου, στην συγκεκριμένη περίπτωση του μικτού αμοιβαίου κεφαλαίου των ασφαλιστικών οργανισμών. Ο υπολογισμός του γίνεται διαιρώντας το σύνολο των εξόδων της κάθε περιόδου μείον τους φόρους, με το σύνολο του ενεργητικού.

Το μέγεθος του Total Expense Ratio είναι πολύ σημαντικό για τους επενδυτές, γιατί τα κόστη του αμοιβαίου κεφαλαίου επηρεάζουν την απόδοση που θα λάβουν οι επενδυτές. Για παράδειγμα αν το αμοιβαίο έχει απόδοση της τάξεως του 7% για το έτος και το Total Expense Ratio είναι 4%, τότε η πραγματική απόδοση είναι 3%.

Υπολογίζοντας το Total Expense Ratio για το έτος **2003** διαπιστώνουμε ότι είναι της τάξης του **0,89%**, για το **2004** είναι **0,8%**, για το **2005** είναι **0,26%** και για το έτος **2006** είναι **0,28%**.

Παρατηρούμε ότι τα παραπάνω ποσοστά κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα, πράγμα που σημαίνει πως τα έξοδα του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρά, και ότι η διαχείριση από πλευράς εξόδων κρίνεται ικανοποιητική.

2) Δείκτης Συχνότητας Εναλλαγής Χαρτοφυλακίου (ΔΕΧ)

Ο δείκτης Εναλλαγής Χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι το άθροισμα της συνολικής αξίας αγορών και πωλήσεων κινητών αξιών του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μείον το άθροισμα της συνολικής αξίας των διατιθέντων και εξαγορασθέντων μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου προς το μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού του. Για το μικτό αμοιβαίο κεφάλαιο για το έτος **2005** ο ΔΕΧ **150,02** ενώ για το έτος **2006** είναι **169,46**. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο περισσότερες είναι οι αγοραπωλησίες από πλευράς διαχειριστή με αποτέλεσμα να αυξάνονται τα έξοδα του αμοιβαίου κεφαλαίου, αφού κάθε αγοραπωλησία συνεπάγεται κάποιο κόστος από πλευράς προμηθειών. Οι παραπάνω δείκτες είναι σε χαμηλά επίπεδα συγκρινόμενοι με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων αμοιβαίων κεφαλαίων.

5.2 Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ασφαλιστικών Οργανισμών- Ομολογιακό

Εσωτερικού (5/8/2003)

- **Επενδυτική πολιτική του Αμοιβαίου Κεφαλαίου⁶⁴**

α) Η κατανομή των τοποθετήσεων σε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου γίνεται σε χρονικές διάρκειες που καλύπτουν βραχυχρόνιες, μέσο και μακροπρόθεσμες λήξεις ανάλογα με τα δεδομένα της αγοράς, με γνώμονα πάντα την ελαχιστοποίηση του κινδύνου.

β) Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα επιτρέπονται μόνο για αντιστάθμιση του κινδύνου και σ' αυτή την κατηγορία θα γίνουν τοποθετήσεις εάν αυτό κριθεί από τα αρμόδια όργανα της εταιρίας αναγκαίο.

γ) Η επενδυτική πολιτική αλλά και η ακολουθούμενη στρατηγική είναι να αποφεύγονται οι εναλλαγές των στοιχείων του ενεργητικού όταν δεν είναι απολύτως επιβεβλημένες για την εξυπηρέτηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

- **Απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου**

1) Ορισμός δείκτη αναφοράς (benchmark)

Η εταιρεία όπως στο μικό Α/Κ έτσι και στο ομολογιακό όρισε τον παρακάτω δείκτη αναφοράς (benchmark) προκειμένου να ελέγχει την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου:

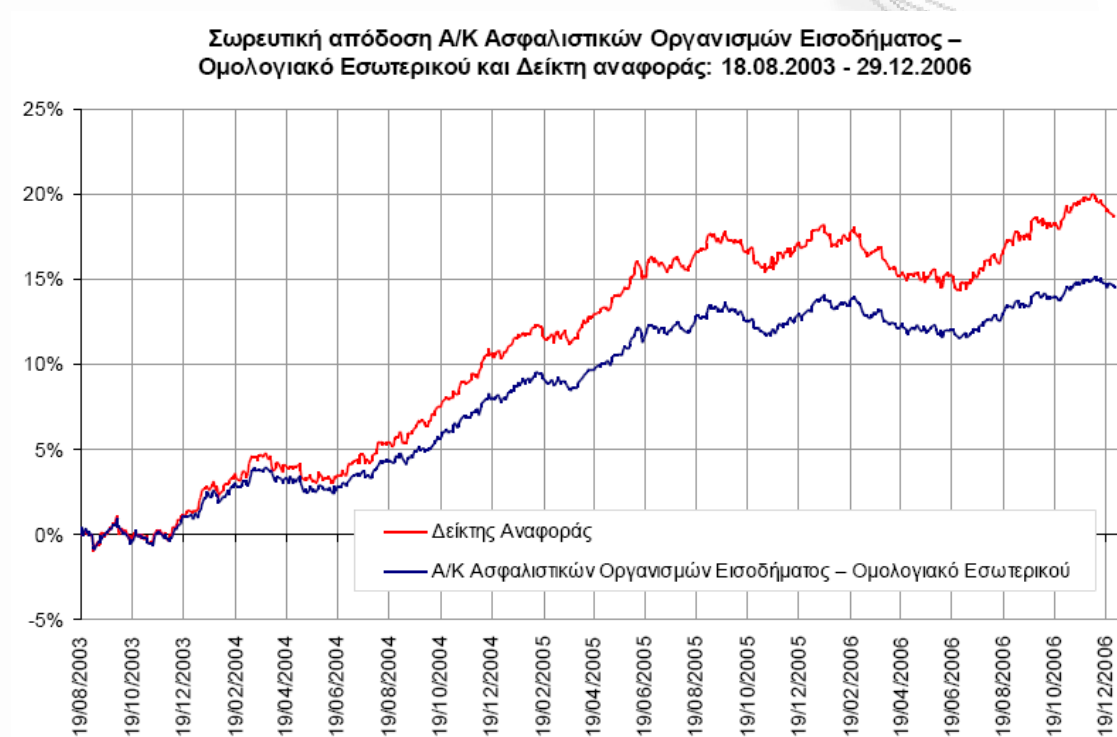
-Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου 95% - Σύγκριση με JP MORGAN – GREEK GOVERNMENT BOND.

-Μετοχές ΧΑΑ 5% - Σύγκριση με Γενικό Δείκτη ΧΑΑ.

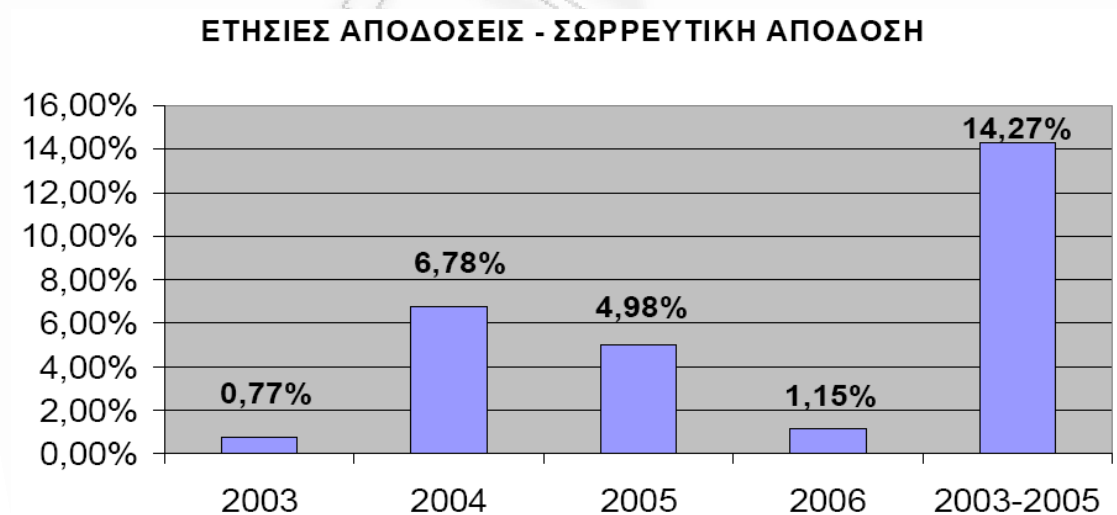
-Ο δείκτης αυτός ορίστηκε την 18/08/2003.

⁶⁴ Αμοιβαία Κεφάλαια Ασφαλιστικών Οργανισμών, “Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο”, Ιανουάριος 2007

2) Διάγραμμα απόδοσης Α/Κ έναντι δείκτη αναφοράς



3) Διάγραμμα Ετήσιων Αποδόσεων



- **Προμήθειες**

1. Προμήθεια διαχείρισης

Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο επιβαρύνεται με προμήθεια διαχείρισης μέχρι 0,13% ετησίως επί του καθαρού ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, που αναλύεται σε προμήθεια ΑΕΔΑΚ μέχρι 0,10% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε μήνα και σε προμήθεια εξωτερικών διαχειριστών 0,03% ετησίως επί του μέσου όρου των ημερήσιων αποτιμήσεων και καταβάλλεται στο τέλος κάθε τριμήνου.

2. Προμήθεια Θεματοφύλακα

Ο θεματοφύλακας δικαιούται αμοιβή 0,03% ετησίως, στην οποία περιλαμβάνεται και η αμοιβή κάθε τρίτου προσώπου που έχει στη φύλαξή του το σύνολο ή μέρος των στοιχείων του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου. Η αμοιβή υπολογίζεται επί του μέσου όρου των ημερησίων αποτιμήσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και καταβάλλεται ανά τρίμηνο.

3. Αμοιβή των ορκωτών ελεγκτών οι οποίοι ελέγχουν τις εκθέσεις του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 28 του Ν.3283/2004.

4. Έξοδα και προμήθειες συναλλαγών που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του Αμοιβαίου Κεφαλαίου.

5. Έξοδα των προβλεπομένων δημοσιεύσεων από το Ν.3283/2004 που πραγματοποιούνται για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

6. Έξοδα που αφορούν την υποχρεωτική από την κείμενη νομοθεσία ενημέρωση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου.

7. Εισφορές που καταβάλλονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή και σε οποιαδήποτε άλλη κατά το νόμο αρμόδια αρχή για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου, εκτός από τις εξαμηνιαίες εισφορές στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς που επιβαρύνουν την ΑΕΔΑΚ σύμφωνα με την αριθμό 36730/Β.903/15-09-2006 απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών.

• **Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2006-31/12/2006**

2. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΣΡΟΩΝ - ΕΚΡΩΝ ΜΕΡΙΔΙΩΝ, ΔΙΑΦΟΡΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΠΕΡΙΟΔΟΥ (01/01/2006-31/12/2006)		
I. ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΡΙΔΙΟΥΧΩΝ	Μερίδια	Ευρώ
Μερίδια σε κυκλοφορία την 31/12/2005	94.513.054,315	283.728.377,77
Πλέον: Διάθεση μεριδίων 01/01-31/12/2006	5.877.167,205	20.000.000,00
Μείον: Εξαγορές μεριδίων 01/01-31/12/2006	0,000	0,00
	<u>100.390.221,520</u>	<u>303.728.377,77</u>
Πλέον: Κέρδη προηγ. χρήσεων κεφαλαιοποιηθέντα	0,000	33.109.849,47
Μερίδια σε κυκλοφορία την 30/06/2006	<u>100.390.221,520</u>	<u>336.838.227,24</u>
II. ΔΙΑΦΟΡΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ		
Καθαρό Ενεργητικό σε τιμές κτήσης την 31/12/2006	343.976.549,69	
Καθαρό Ενεργητικό σε τρέχ/σες τιμές την 31/12/2006	<u>344.162.710,96</u>	<u>186.161,27</u>
III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ		
Έσοδα από προσόδους		412.215,25
Μερίσματα μετοχών		11.944.681,05
Τόκοι		12.356.896,30
Σύνολο εσόδων από προσόδους		12.356.896,30
Ζημιές Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων		5.542.668,22
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφων		-8.526.153,88
Σύνολο Ζημιών Κεφαλαίου		-2.983.485,66
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου		9.373.410,64
Μείον: Έξοδα		
Αμοιβή Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου		440.422,70
Αμοιβή Θεματοφύλακα		101.630,58
Έξοδα Συμμετοχών και Χρεογράφων		35.180,99
Φόρος (τόκων, ενεργητικού, χρηματ. συναλλαγών)		1.643.691,59
Αμοιβή ΣΟΛ		3.832,50
Έξοδα Δημοσιεύσεων		713,41
Συνδρομή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς		9.816,42
Σύνολο εξόδων		2.235.088,19
Καθαρά Κέρδη Περιόδου		<u>7.138.322,45</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>344.162.710,96</u>
(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 100.390.221,520 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 3,4282)		
3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ		
Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	7.138.322,45	
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	7.138.322,45	
4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2003 έως 2006	Καθαρή αξία Ενεργητικού	Καθαρή αξία Μεριδίου
<u>31/12/2003</u>	282.897.017,49	3,0232
<u>31/12/2004</u>	303.664.974,63	3,2283
<u>31/12/2005</u>	320.310.412,12	3,3891
<u>31/12/2006</u>	344.162.710,96	3,4282
5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:		
08.08.2003-31.12.2003		0,2118%
01.01.2004-31.12.2004		0,1559%
01.01.2005-31.12.2005		0,1348%
01.01.2006-31.12.2006		0,1253%
6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ (Δ.Σ.Ε): 01.01.2006-31.12.2006		0,16419%

• **Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2005-31/12/2005**

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μετοχών	564.495,50	
Τόκοι	<u>10.427.354,09</u>	
Σύνολο εσόδων από προσόδους	10.991.849,59	
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων	9.215.738,20	
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφων	<u>-783.887,94</u>	
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου	<u>8.431.850,26</u>	
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου	19.423.699,85	
Μείον: Έξοδα		
Αμοιβή Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου	407.863,22	
Αμοιβή Θεματοφύλακα	94.103,06	
Έξοδα Συμμετοχών και Χρεογράφων	10.562,94	
Φόρος (τόκων, ενεργητικού, χρηματ. συναλλαγών)	1.975.898,30	
Αμοιβή ΣΟΛ	3.570,00	
Έξοδα Δημοσιεύσεων	1.147,04	
Συνδρομή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	<u>9.616,42</u>	
Σύνολο εξόδων	<u>2.502.760,98</u>	
Καθαρά Κέρδη Περιόδου	16.920.938,87	<u>16.920.938,87</u>

ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

320.310.412,12

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 94.513.054,315 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 3,3891)

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	16.920.938,87
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	16.920.938,87

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2003 έως 2005

	<u>31/12/2003</u>	<u>31/12/2004</u>	<u>31/12/2005</u>
- Καθαρή αξία Ενεργητικού	282.897.017,49	303.664.974,63	320.310.412,12
- Καθαρή αξία Μεριδίου	3,0232	3,2283	3,3891

5. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ:

08.08.2003-31.12.2003	0,2118%
01.01.2004-31.12.2004	0,1559%
01.01.2005-31.12.2005	0,1348%

6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ (Δ.Σ.Ε): 01.01.2005-31.12.2005

0,0016457

• **Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2004-31/12/2004**

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μετοχών	418.303,40	
Τόκοι	<u>10.278.341,75</u>	
Σύνολο εσόδων από προσόδους	10.696.645,15	
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων	6.128.501,05	
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφων	<u>-772.449,15</u>	
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου	<u>5.356.051,90</u>	
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλαίου	16.052.697,05	
Μείον: Έξοδα		
Έξοδα κτήσης Προσόδων	2.367.791,92	
Έξοδα αγοραπωλησίας χρεογράφων	<u>68.869,23</u>	
Σύνολο εξόδων	<u>2.436.661,15</u>	
Καθαρά Κέρδη Περιόδου	13.616.035,90	<u>13.616.035,90</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>303.664.974,63</u>

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 94.063.629,579 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 3,2283)

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	13.616.035,90
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	13.616.035,90

4. ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΟΣ ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΤΩΝ 2003 έως 2004

	<u>31/12/2003</u>	<u>31/12/2004</u>
- Καθαρή αξία Ενεργητικού	282.897.017,49	303.664.974,63
- Καθαρή αξία Μεριδίου	3,0232	3,2283

**4. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ: 08.08.2003-31.12.2003
01.01.2004-31.12.2004**

0,2118%
0,1559%

• **Αποτελέσματα περιόδου 01/01/2003-31/12/2003**

III. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΕΡΙΟΔΟΥ (παρ.3β)

Έσοδα από προσόδους		
Μερίσματα μετοχών	33.889,50	
Τόκοι	<u>4.256.685,81</u>	
Σύνολο εσόδων από προσόδους	4.290.575,31	
Έσοδα Κεφαλαίου		
Κέρδη από πώληση χρεογράφων	574.355,16	
Μείον: Ζημιές από πώληση χρεογράφω	<u>-1.312.365,28</u>	
Σύνολο εσόδων Κεφαλαίου	<u>-738.010,12</u>	
Σύνολο Προσόδων και Εσόδων Κεφαλ	3.552.565,19	
Μείον: Έξοδα		
Έξοδα κτήσης Προσόδων	934.026,76	
Έξοδα αγοραπωλησίας χρεογράφων	<u>45.663,73</u>	
Σύνολο εξόδων	<u>979.690,49</u>	
Καθαρά Κέρδη Περιόδου	2.572.874,70	<u>2.572.874,70</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		<u>282.897.017,49</u>

(ΜΕΡΙΔΙΑ ΣΕ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ : 93.576.125,923 ΕΠΙ ΚΑΘΑΡΗ ΤΙΜΗ ΜΕΡΙΔΙΟΥ: 3,0232)

3. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (παρ.3γ)

Καθαρά Κέρδη προς διάθεση	2.572.874,70
Μεταφορά κερδών στο κεφάλαιο μεριδιούχων	2.572.874,70

4. ΣΧΕΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ-ΑΠΟΔΟΣΗΣ: 08.08.2003-31.1 0,2118%

- Ανάλυση Ισολογισμών ετών 2003-2006 του Ομολογιακού Εσωτερικού Αμοιβαίου Κεφαλαίου

1) Total Expense Ratio

Υπολογίζοντας το Total Expense Ratio για το έτος **2003** διαπιστώνουμε ότι είναι της τάξης του **0,34%**, για το **2004** είναι **0,8%**, για το **2005** είναι **0,16%** και για το έτος **2006** είναι **0,17%**.

Παρατηρούμε ότι τα παραπάνω ποσοστά κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα, πράγμα που σημαίνει πως τα έξοδα του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι μικρά, και ότι η διαχείριση από πλευράς εξόδων κρίνεται ικανοποιητική.

2) Δείκτης Συχνότητας Εναλλαγής Χαρτοφυλακίου (ΔΕΧ)

Ο δείκτης Εναλλαγής Χαρτοφυλακίου του Αμοιβαίου Κεφαλαίου είναι το άθροισμα της συνολικής αξίας αγορών και πωλήσεων κινητών αξιών του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου μείον το άθροισμα της συνολικής αξίας των διατιθέντων και εξαγορασθέντων μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου προς το μέσο όρο του καθαρού ενεργητικού του. Για το ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο εσωτερικού για το έτος **2005** ο ΔΕΧ **268,95** ενώ για το έτος **2006** είναι **317,82**. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο περισσότερες είναι οι αγοραπωλησίες από πλευράς διαχειριστή με αποτέλεσμα να αυξάνονται τα έξοδα του αμοιβαίου κεφαλαίου, αφού κάθε αγοραπωλησία συνεπάγεται κάποιο κόστος από πλευράς προμηθειών. Οι παραπάνω δείκτες μπορεί να είναι σε υψηλότερα επίπεδα από τους αντίστοιχους του μικτού αμοιβαίου κεφαλαίου αλλά συγκρινόμενοι με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων ομολογιακών αμοιβαίων κεφαλαίων βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα.

5.3 Σύνοψη Χαρτοφυλακίου Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου

ΕΤΟΣ 2003

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και Μερ/ξεις Εισ/τέες Μετ. Εισ/νων στο ΧΑΑ	148.593.290,20	39,91%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	175.269.919,12	47,07%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>47.788.226,74</u>	<u>12,84%</u>
	371.651.436,06	99,82%

ΕΤΟΣ 2004

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και Μερ/ξεις Εισ/τέες Μετ. Εισ/νων στο ΧΑΑ	186.129.480,90	44,48%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	179.017.465,58	42,78%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>50.243.605,35</u>	<u>12,01%</u>
	415.390.551,83	99,26%

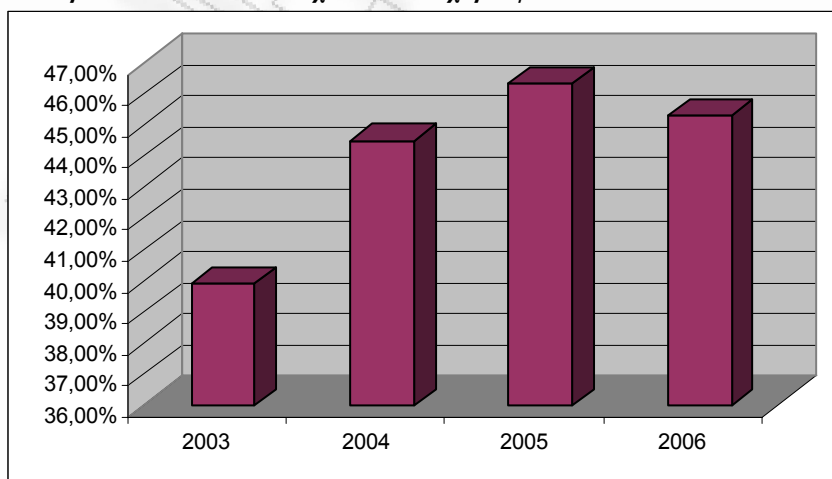
ΕΤΟΣ 2005

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και Μερ/ξεις Εισ/τέες Μετ. Εισ/νων στο ΧΑΑ	232.977.159,70	46,31%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	204.451.307,17	40,64%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>61.346.572,92</u>	<u>12,19%</u>
	498.775.039,79	99,15%

ΕΤΟΣ 2006

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α., Μερ/ξεις Εισ/τέες Μετ. Εισ/νων στο ΧΑ	257.917.509,36	45,28%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	239.720.640,17	42,09%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>67.393.888,12</u>	<u>11,83%</u>
	565.032.037,65	99,21%

Πορεία Ποσοστού Μετοχών επί του χαρτοφυλακίου από 2003-2006



5.4 Σύνοψη Χαρτοφυλακίου Ομολογιακού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Εσωτερικού

ΕΤΟΣ 2003

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α.	4.045.046,60	1,43%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	235.130.396,82	83,12%
Μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων Εσωτερικού	6.555.123,62	2,32%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>34.221.525,84</u>	<u>12,10%</u>
	279.952.092,88	98,96%

ΕΤΟΣ 2004

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και Μερ/ξεις Εισ/τέες Μετ. Εισ/νων στο ΧΑΑ	15.950.196,40	5,25%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	256.234.567,91	84,38%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>28.597.183,57</u>	<u>9,42%</u>
	300.781.947,88	99,05%

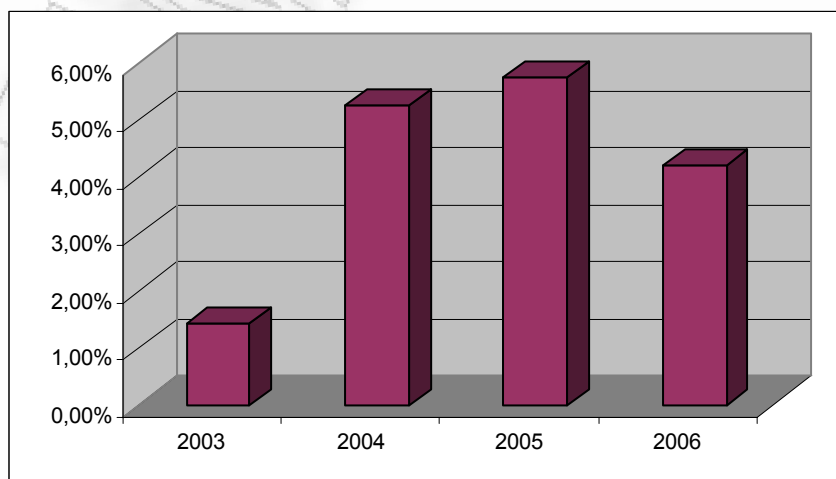
ΕΤΟΣ 2005

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και Μερ/ξεις Εισ/τέες Μετ. Εισ/νων στο ΧΑΑ	18.377.398,52	5,74%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	277.412.583,57	86,61%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>20.955.475,33</u>	<u>6,54%</u>
	316.745.457,42	98,89%

ΕΤΟΣ 2006

Μετοχές εισηγμένες στο Χ.Α.	14.450.842,50	4,20%
Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	296.808.808,20	86,24%
Τραπεζικές Καταθέσεις	<u>28.592.081,51</u>	<u>8,31%</u>
	339.851.732,21	98,75%

Πορεία Ποσοστού Μετοχών επί του χαρτοφυλακίου από 2003-2006



5.5 Ανάλυση Χαρτοφυλακίου Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Παρατηρώντας τις μετοχές που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο του μικτού αμοιβαίου των ασφαλιστικών οργανισμών (*βλέπε Παράρτημα*), καταλήγουμε στα εξής: Το έτος **2003** από τις 30 μετοχές του χαρτοφυλακίου, οι 16 ανήκουν στο δείκτη μεγάλης κεφαλαιοποίησης FTSE20 και οι 10 μετοχές στο δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE40. Το **2004** από τις 29 μετοχές του χαρτοφυλακίου, οι 14 ανήκουν στον FTSE20 και οι 9 στον FTSE40. Το **2005** από τις 30 μετοχές, οι 14 ανήκουν στον FTSE20 και οι 9 στο FTSE40. Τέλος το **2006** από τις 28 μετοχές, οι 15 ανήκουν στον FTSE20 και οι 11 στον FTSE40.

Επιπλέον διαπιστώνουμε ότι για το έτος **2006** οι 23 από τις 28 μετοχές που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο συμμετέχουν στον Γενικό Δείκτη. Το έτος **2003** η αξία του χαρτοφυλακίου ανερχόταν στα 148.480.036,60 Ευρώ ενώ το **2006** ανερχόταν στα 257.738.799,36 Ευρώ σημειώνοντας μια αύξηση της τάξεως του 73%. Στις αρχές του έτους 2003, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου αξιών Αθηνών ανερχόταν στις 1748 μονάδες. Στις αρχές του έτους 2007 ο Γενικός Δείκτης άγγιξε τις 4394 μονάδες, δηλαδή σημείωσε μια άνοδο τις τάξης του 151%.

Το ερώτημα που δημιουργείται είναι γιατί ο διαχειριστής δεν ακολούθησε μια τέτοια τακτική ώστε να πετύχει μια απόδοση της τάξης του Γενικού Δείκτη. Για να απαντήσουμε με ακρίβεια στο παραπάνω ερώτημα θα προχωρήσουμε σε μια οικονομετρική ανάλυση στο επόμενο κεφάλαιο, εξετάζοντας αν ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου έχει συγχρονισμό (market timing) και επιλεκτικότητα (selectivity) στις μετοχές.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Σε αυτό το κεφάλαιο θα αξιολογήσουμε την επίδοση των αμοιβαίων κεφαλαίων των ασφαλιστικών οργανισμών και θα ερευνήσουμε αν οι διαχειριστές αυτών των αμοιβαίων κεφαλαίων διακρίνονται από συγχρονισμό και επιλεκτικότητα. Πριν προχωρήσουμε στην οικονομετρική ανάλυση πρέπει να αναλύσουμε τα υποδείγματα του Jensen και των Treynor-Mazuy καθώς και το τι εννοούμε λέγοντας συγχρονισμός και επιλεκτικότητα του διαχειριστή.

6.1 Υπόδειγμα Jensen (1968)

Μια προσέγγιση για την αξιολόγηση της επίδοσης των αμοιβαίων κεφαλαίων είναι η μέθοδος της διαφορικής απόδοσης (Jensen, 1968). Βασισμένος στο Capital Asset Modeling (CAPM), ο Jensen εκφράζει την επιπλέον απόδοση με την ακόλουθη σχέση:

$$R_{pt} - R_{ft} = \beta(R_{Mt} - R_{ft}) + \epsilon_t$$

Όπου:

R_{pt} : η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά την περίοδο t ,

R_{ft} : η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t ,

R_{Mt} : η απόδοση της αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t ,

β : ο συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου,

ϵ_t : μια τυχαία μεταβλητή (σφάλμα), η οποία αναμένεται να είναι μηδέν.

Αν ο διαχειριστής έχει εξαιρετικές ικανότητες επιλογής μετοχών, το σφάλμα στην παραπάνω εξίσωση θα είναι μεγαλύτερο του μηδενός, για παράδειγμα το χαρτοφυλάκιο θα επιτύχει την παραπάνω απόδοση γρηγορότερα απ' ό,τι αναμενόταν, για το ίδιο επίπεδο συστηματικού κινδύνου. Αν προσθέσουμε μια ακόμα μεταβλητή στην παραπάνω εξίσωση θα έχουμε μια σχέση της ακόλουθης μορφής που είναι γνωστή ως μοντέλο του Jensen:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha + \beta(R_{Mt} - R_{ft}) + \epsilon_t$$

όπου το α εκφράζει το δείκτη του Jensen και ερμηνεύει την απόδοση του διαχειριστή. Αν αυτός ο συντελεστής είναι θετικός και στατιστικά σημαντικός, τότε ο διαχειριστής

πέτυχε καλύτερη απόδοση από την αναμενόμενη σε σχέση με το συστηματικό κίνδυνο που ανέλαβε. Αν ο συντελεστής είναι ίσος με το μηδέν, ο διαχειριστής πέτυχε την αναμενόμενη απόδοση, ενώ αν είναι μικρότερος του μηδενός, ο διαχειριστής θα πρέπει να ελεγχθεί για τη διαχείρισή του⁶⁵.

6.2 Συγχρονισμός και Επιλεκτικότητα

Σύμφωνα με τον Fama (1972), η ικανότητα πρόβλεψης ενός διαχειριστή διακρίνεται σε μικροπροβλέψεις και μακροπροβλέψεις. Οι πρώτες αναφέρονται στην ικανότητα πρόβλεψης μεμονωμένων μετοχών σε σχέση με το σύνολο των μετοχών, που ονομάζεται επιλεκτικότητα (selectivity) ενώ οι δεύτερες στην ικανότητα πρόβλεψης της πορείας των μετοχών γενικά ως προς την πορεία των τίτλων σταθερού εισοδήματος, που ονομάζεται συγχρονισμός (market timing)⁶⁶.

Αν ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου έχει την ικανότητα να κάνει σωστές προβλέψεις όσον αφορά τις κινήσεις της αγοράς, τότε μπορεί να αλλάξει τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου του και να το προσαρμόσει στις νέες συνθήκες της αγοράς. Άρα ο διαχειριστής έχει προβλέψει μια ενδεχόμενη άνοδο της αγοράς θα πρέπει να έχει επιλέξει από πριν επιθετικές μετοχές με συντελεστή βήτα μεγαλύτερο της μονάδας. Αντίθετα αν προβλέπει πτώση της αγοράς θα πρέπει να επιλέξει μετοχές χαμηλού κινδύνου και να επενδύσει τα κεφάλαια σε περισσότερο ασφαλείς επενδύσεις.

Επιπλέον σημαντικό ρόλο παίζει και η ικανότητα του διαχειριστή για πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του. Οι επενδυτές επιθυμούν ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο το οποίο εξαλείφει τον μη συστηματικό κίνδυνο και ανταμείβεται από την αγορά. Πολλοί διαχειριστές υποστηρίζουν ότι σημαντική είναι και η προνομιακή πληροφόρηση, επομένως η επιλεκτικότητα και ο συγχρονισμός εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την ποιότητα της πληροφόρησης του διαχειριστή.

⁶⁵ Φίλιππας Νικόλαος, “Επενδύσεις”, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, 2005

⁶⁶ Rahman Shafiqur, Cheng-Few Lee, “Market Timing, selectivity and Mutual fund Performance: an empirical investigation”, The Journal of Business, vol 63, No 2, pp 261-278, April 1990

6.3 Υπόδειγμα Treynor – Mazuy (1966)

Η ικανότητα συγχρονισμού του διαχειριστή μπορεί να ελεγχθεί με το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy (1966), με τη βοήθεια της χαρακτηριστικής γραμμής και την απευθείας σύγκριση των αποδόσεων του Αμοιβαίου Κεφαλαίου με τις αποδόσεις της αγοράς. Το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy βασίζεται στη ακόλουθη σχέση:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_p(R_{Mt} - R_{ft}) + c_p(R_{Mt} - R_{ft})^2 + \epsilon_t$$

Όπου:

R_{pt} : η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου κατά την περίοδο t ,

R_{ft} : η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο t ,

R_{Mt} : η απόδοση της αγοράς κατά τη χρονική περίοδο t ,

β : ο συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου,

α : η ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity)

c : κριτήριο μέτρησης ικανότητας συγχρονισμού (market timing)

ϵ_t : μια τυχαία μεταβλητή (σφάλμα).

Η ικανοποιητική διαχείριση προϋποθέτει οι τιμές των α και c να είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές.

**6.4 Οικονομετρική Ανάλυση του Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Ασφαλιστικών
Οργανισμών⁶⁷**

Αρχικά με τη βοήθεια του προγράμματος Eviews συγκρίνουμε την απόδοση του Μικτού αμοιβαίου κεφαλαίου από τις 29/08/2003 μέχρι τις 31/12/2006 με την απόδοση του Γενικού Δείκτη κατά την ίδια περίοδο, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Jensen και καταλήγουμε στον παρακάτω πίνακα:

Dependent Variable: MIKTO				
Method: Least Squares				
Date: 07/06/07 Time: 12:38				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002528	0.001149	2.200604	0.0339
GD	0.383034	0.023880	16.04016	0.0000
R-squared	0.871311	Mean dependent var		0.008715
Adjusted R-squared	0.867925	S.D. dependent var		0.018834
S.E. of regression	0.006845	Akaike info criterion		-7.082013
Sum squared resid	0.001780	Schwarz criterion		-6.997569
Log likelihood	143.6403	F-statistic		257.2866
Durbin-Watson stat	2.217397	Prob(F-statistic)		0.000000

Ο σταθερός όρος της παλινδρόμησης, που είναι το c, ερμηνεύει την ικανότητα του διαχειριστή να επιλέγει μεμονωμένες μετοχές (selectivity). Ο συντελεστής είναι μεγαλύτερος του μηδενός και στατιστικά σημαντικός (αφού το t-statistic είναι σε απόλυτη τιμή μεγαλύτερο του 1,96). Αυτό σημαίνει πως ο διαχειριστής έχει καλό selectivity. Επίσης το R-squared είναι 0,871311 που σημαίνει ότι η μεταβλητότητα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εξηγείται κατά 87,1311% από τη μεταβλητότητα του Γενικού Δείκτη.

⁶⁷ Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν για την οικονομετρική ανάλυση παρατίθενται στο Παράρτημα

Στη συνέχεια εξετάζουμε την απόδοση του Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τον δείκτη της Morgan Stanley των Ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Jensen. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον ακόλουθο πίνακα:

Dependent Variable: MIKTO				
Method: Least Squares				
Date: 07/06/07 Time: 13:12				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001806	0.000969	1.863561	0.0703
GD	0.393753	0.019992	19.69585	0.0000
MSCIG	0.468524	0.110147	4.253620	0.0001
R-squared	0.913574	Mean dependent var		0.008715
Adjusted R-squared	0.908903	S.D. dependent var		0.018834
S.E. of regression	0.005684	Akaike info criterion		-7.430123
Sum squared resid	0.001196	Schwarz criterion		-7.303457
Log likelihood	151.6025	F-statistic		195.5567
Durbin-Watson stat	1.700356	Prob(F-statistic)		0.000000

Ο σταθερός όρος που μας δείχνει το selectivity, είναι μεγαλύτερος του μηδενός αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός, αφού το t-statistic είναι μικρότερο του 1,96. Άρα ο διαχειριστής δεν έχει selectivity. Το R τετράγωνο είναι μεγαλύτερο από την προηγούμενη παλινδρόμηση γιατί χρησιμοποιήσαμε και τον δείκτη των ομολόγων, άρα η μεταβλητότητα του Μικτού αμοιβαίου Κεφαλαίου εξηγείται καλύτερα από τη μεταβλητότητα του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη των Ομολόγων απ' ότι μόνο με τον Γενικό δείκτη. Αυτό είναι λογικό να συμβαίνει γιατί η σύνθεση του χαρτοφυλακίου είναι 45,28% σε μετοχές εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών και 42,09% σε ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου.

Στην επόμενη ανάλυση χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy για να εξετάσουμε την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη για να διαπιστώσουμε αν ο διαχειριστής έχει ικανότητα συγχρονισμού (market timing) . Τα αποτελέσματα είναι τα εξής:

Dependent Variable: MIKTO				
Method: Least Squares				
Date: 07/06/07 Time: 12:40				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002273	0.001564	1.452846	0.1547
GD	0.383554	0.024274	15.80085	0.0000
GD^2	0.106778	0.436917	0.244390	0.8083
R-squared	0.871519	Mean dependent var		0.008715
Adjusted R-squared	0.864574	S.D. dependent var		0.018834
S.E. of regression	0.006931	Akaike info criterion		-7.033626
Sum squared resid	0.001777	Schwarz criterion		-6.906960
Log likelihood	143.6725	F-statistic		125.4900
Durbin-Watson stat	2.231521	Prob(F-statistic)		0.000000

Παρατηρούμε ότι ο σταθερός όρος είναι μεγαλύτερος του μηδενός αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός, άρα ο διαχειριστής δεν έχει selectivity. Ο Γενικός δείκτης υψωμένος στο τετράγωνο (GD²) μας δείχνει αν ο διαχειριστής έχει ικανότητα συγχρονισμού (market timing). Ο όρος αυτός είναι θετικός αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Άρα ο διαχειριστής δεν έχει market timing. Ο συντελεστής προσδιορισμού (R-squared) είναι σχεδόν ίδιος με την πρώτη παλινδρόμηση που χρησιμοποιήσαμε το υπόδειγμα του Jensen για τις ίδιες μεταβλητές.

Στη συνέχεια εξετάζουμε το selectivity και market timing του διαχειριστή χρησιμοποιώντας την απόδοση του Γενικού δείκτη και του δείκτη των Ομολόγων, αφού το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από μετοχές και ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, υψώνοντας στο τετράγωνο τον Γενικό δείκτη και καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα:

Dependent Variable: MIKTO				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 16:15				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001367	0.001314	1.040695	0.3050
GD	0.394700	0.020285	19.45732	0.0000
GD^2	0.181608	0.362459	0.501045	0.6194
MSCIG	0.471249	0.111412	4.229786	0.0002
R-squared	0.914173	Mean dependent var		0.008715
Adjusted R-squared	0.907021	S.D. dependent var		0.018834
S.E. of regression	0.005743	Akaike info criterion		-7.387072
Sum squared resid	0.001187	Schwarz criterion		-7.218184
Log likelihood	151.7414	F-statistic		127.8158
Durbin-Watson stat	1.724137	Prob(F-statistic)		0.000000

Ο σταθερός όρος είναι θετικός και στατιστικά μη σημαντικός, άρα δεν υπάρχει selectivity. Το GD² είναι θετικό αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικό, άρα δεν υπάρχει ούτε market timing. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι σχεδόν ίδιος με αυτόν της παλινδρόμησης με το υπόδειγμα του Jensen και τις ανεξάρτητες μεταβλητές του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη των Ομολόγων.

Στην επόμενη ανάλυση εξετάζουμε το selectivity και market timing του διαχειριστή χρησιμοποιώντας την απόδοση του Γενικού δείκτη και του δείκτη των Ομολόγων, υψώνοντας στο τετράγωνο τον δείκτη των ομολόγων και καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα:

Dependent Variable: MIKTO				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 16:12				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001290	0.001469	0.878191	0.3857
GD	0.394166	0.020224	19.48976	0.0000
MSCIG	0.477685	0.113010	4.226945	0.0002
MSCIG^2	7.220570	15.32717	0.471096	0.6404
R-squared	0.914104	Mean dependent var		0.008715
Adjusted R-squared	0.906946	S.D. dependent var		0.018834
S.E. of regression	0.005745	Akaike info criterion		-7.386269
Sum squared resid	0.001188	Schwarz criterion		-7.217381
Log likelihood	151.7254	F-statistic		127.7035
Durbin-Watson stat	1.721247	Prob(F-statistic)		0.000000

Ο σταθερός όρος είναι θετικός και στατιστικά μη σημαντικός, άρα δεν υπάρχει selectivity. Το MSCIG² είναι θετικό αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικό, άρα δεν υπάρχει ούτε market timing. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι σχεδόν ίδιος με αυτόν της παλινδρόμησης με το υπόδειγμα του Jensen και τις ανεξάρτητες μεταβλητές του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη των Ομολόγων.

6.5 Οικονομετρική Ανάλυση του Ομολογιακού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Εσωτερικού

Ασφαλιστικών Οργανισμών

Αρχικά με τη βοήθεια του προγράμματος Eviews συγκρίνουμε την απόδοση του Ομολογιακού αμοιβαίου κεφαλαίου εσωτερικού από τις 29/08/2003 μέχρι τις 31/12/2006 με τον δείκτη των ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου της Morgan Stanley κατά την ίδια περίοδο, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Jensen και καταλήγουμε στον παρακάτω πίνακα:

Dependent Variable: ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ				
Method: Least Squares				
Date: 07/06/07 Time: 12:44				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000370	0.000428	0.864536	0.3927
MSCIG	0.701763	0.051500	13.62659	0.0000
R-squared	0.830118	Mean dependent var		0.001192
Adjusted R-squared	0.825647	S.D. dependent var		0.006416
S.E. of regression	0.002679	Akaike info criterion		-8.957929
Sum squared resid	0.000273	Schwarz criterion		-8.873485
Log likelihood	181.1586	F-statistic		185.6841
Durbin-Watson stat	1.833690	Prob(F-statistic)		0.000000

Ο σταθερός όρος είναι μεγαλύτερος του μηδενός και μη στατιστικά σημαντικός. Αυτό σημαίνει πως ο διαχειριστής δεν έχει selectivity. Επίσης το R-squared είναι 0,830118 που σημαίνει ότι η μεταβλητότητα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου εξηγείται κατά 83,0118% από τη μεταβλητότητα του Δείκτη των Ομολόγων.

Στη συνέχεια εξετάζουμε την απόδοση του Ομολογιακού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Εσωτερικού σε σχέση με τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τον δείκτη της Morgan Stanley των Ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου, χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Jensen. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον ακόλουθο πίνακα:

Dependent Variable: ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ				
Method: Least Squares				
Date: 07/06/07 Time: 12:42				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000415	0.000280	-1.485985	0.1458
GD	0.046291	0.005767	8.026268	0.0000
MSCIG	0.733911	0.031777	23.09590	0.0000
R-squared	0.938024	Mean dependent var		0.001192
Adjusted R-squared	0.934674	S.D. dependent var		0.006416
S.E. of regression	0.001640	Akaike info criterion		-9.916291
Sum squared resid	9.95E-05	Schwarz criterion		-9.789625
Log likelihood	201.3258	F-statistic		280.0033
Durbin-Watson stat	2.490011	Prob(F-statistic)		0.000000

Ο σταθερός όρος που μας δείχνει το selectivity, είναι μικρότερος του μηδενός και δεν είναι στατιστικά σημαντικός, αφού το t-statistic είναι μικρότερο σε απόλυτη τιμή του 1,96. Άρα ο διαχειριστής δεν έχει selectivity. Το R τετράγωνο είναι μεγαλύτερο από την προηγούμενη παλινδρόμηση γιατί χρησιμοποιήσαμε και τον Γενικό δείκτη, αφού το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου σε ποσοστό 86,24% και σε μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών σε ποσοστό 4,20%. Άρα η μεταβλητότητα του Μικτού αμοιβαίου Κεφαλαίου εξηγείται καλύτερα από τη μεταβλητότητα του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη των Ομολόγων απ' ότι μόνο με τον Δείκτη των Ομολόγων.

Στην επόμενη ανάλυση χρησιμοποιούμε το υπόδειγμα των Treynor και Mazuy για να εξετάσουμε την απόδοση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου σε σχέση με τον Δείκτη των ομολόγων. Τα αποτελέσματα είναι τα εξής:

Dependent Variable: ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 16:03				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000533	0.000668	0.797318	0.4304
MSCIG	0.698919	0.052870	13.21958	0.0000
MSCIG^2	-2.314056	7.226635	-0.320212	0.7506
R-squared	0.830587	Mean dependent var		0.001192
Adjusted R-squared	0.821430	S.D. dependent var		0.006416
S.E. of regression	0.002711	Akaike info criterion		-8.910696
Sum squared resid	0.000272	Schwarz criterion		-8.784031
Log likelihood	181.2139	F-statistic		90.70060
Durbin-Watson stat	1.847334	Prob(F-statistic)		0.000000

Παρατηρούμε ότι ο σταθερός όρος είναι μεγαλύτερος του μηδενός αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός, άρα ο διαχειριστής δεν έχει selectivity. Ο δείκτης ΤΩΝ ομολόγων υψωμένος στο τετράγωνο (MSCIG²) μας δείχνει αν ο διαχειριστής έχει ικανότητα συγχρονισμού (market timing). Ο όρος αυτός είναι αρνητικός αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικός. Άρα ο διαχειριστής δεν έχει market timing. Ο συντελεστής προσδιορισμού (R-squared) είναι σχεδόν ίδιος με την πρώτη παλινδρόμηση που χρησιμοποιήσαμε το υπόδειγμα του Jensen για τις ίδιες μεταβλητές.

Στην επόμενη ανάλυση εξετάζουμε το selectivity και market timing του διαχειριστή χρησιμοποιώντας την απόδοση του Γενικού δείκτη και του δείκτη των Ομολόγων, υψώνοντας στο τετράγωνο τον δείκτη των ομολόγων και καταλήγουμε στα παρακάτω αποτελέσματα:

Dependent Variable: ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ				
Method: Least Squares				
Date: 07/09/07 Time: 16:04				
Sample: 1 40				
Included observations: 40				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000359	0.000425	-0.844025	0.4042
GD	0.046246	0.005850	7.905381	0.0000
MSCIG	0.732903	0.032688	22.42100	0.0000
MSCIG^2	-0.794949	4.433412	-0.179309	0.8587
R-squared	0.938079	Mean dependent var		0.001192
Adjusted R-squared	0.932919	S.D. dependent var		0.006416
S.E. of regression	0.001662	Akaike info criterion		-9.867184
Sum squared resid	9.94E-05	Schwarz criterion		-9.698296
Log likelihood	201.3437	F-statistic		181.7967
Durbin-Watson stat	2.481928	Prob(F-statistic)		0.000000

Ο σταθερός όρος είναι αρνητικός και στατιστικά μη σημαντικός, άρα δεν υπάρχει selectivity. Το MSCIG² είναι αρνητικό αλλά δεν είναι στατιστικά σημαντικό, άρα δεν υπάρχει ούτε market timing. Ο συντελεστής προσδιορισμού είναι σχεδόν ίδιος με αυτόν της παλινδρόμησης με το υπόδειγμα του Jensen και τις ανεξάρτητες μεταβλητές του Γενικού Δείκτη και του Δείκτη των Ομολόγων.

6.6 Συμπεράσματα

Τα αποτελέσματα των οικονομετρικών αναλύσεων δείχνουν πως ο διαχειριστής των Αμοιβαίων Κεφαλαίων των Ασφαλιστικών Οργανισμών δεν έχει ούτε επιλεκτικότητα στις μετοχές ούτε ικανότητα συγχρονισμού. Αυτό μπορεί επίσης να φανεί παρατηρώντας τη διάθρωση του χαρτοφυλακίου των Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου είναι επενδυμένο στις ίδιες μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης από το 2003 μέχρι το 2006.

Σκοπός της κάθε επένδυσης είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης, η οποία μπορεί να επιτευχθεί με σωστές τοποθετήσεις αλλά και με μείωση των προμηθειών και διάφορων άλλων εξόδων. Όσον αφορά τα Αμοιβαία Κεφάλαια των Ασφαλιστικών Οργανισμών, αφού ο διαχειριστής δεν έχει επιλεκτικότητα και ικανότητα συγχρονισμού, προτείνουμε την επένδυση σε Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια (Index Funds).

Το πρώτο Δεικτοποιημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο ιδρύθηκε το έτος 1975⁶⁸ με κεφάλαια ύψους 11 εκατομμυρίων δολαρίων. Μετά από 20 χρόνια τα κεφάλαια του Δεικτοποιημένου Αμοιβαίου κεφαλαίου έφτασαν τα 18 δισεκατομμύρια δολάρια. Η μεγάλη εξέλιξη των συγκεκριμένων κεφαλαίων οφείλεται κυρίως σε δυο λόγους: ο πρώτος είναι ότι τα έξοδα των Δεικτοποιημένων Αμοιβαίων Κεφαλαίων είναι σημαντικά χαμηλότερα από εκείνα των Αμοιβαίων Κεφαλαίων ενεργητικής διαχείρισης, εξ' αιτίας των ελάχιστων συναλλαγών των μετοχών οι οποίες πραγματοποιούνται. Επομένως οι δαπανηρές έρευνες που πραγματοποιούνται για την εύρεση υποτιμημένων και υπερτιμημένων μετοχών ελαχιστοποιούνται και τα συνολικά έξοδα είναι πολύ χαμηλότερα. Ο δεύτερος λόγος είναι ότι προσφέρουν στους επενδυτές διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους χωρίς επιπλέον κόστη. Η μείωση των εξόδων έχει ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να πετυχαίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις και σε πιο σύντομο χρονικό διάστημα.

Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει πως σε αρκετές χώρες του κόσμου οι διαχειριστές δεν πετυχαίνουν καλή απόδοση, έχοντας μόνο επιλεκτικότητα και όχι ικανότητα συγχρονισμού ή το αντίστροφο, και πολλές φορές τίποτα από τα δυο. Πιο συγκεκριμένα έρευνες που έγιναν για τα Αμοιβαία Κεφάλαια της Αγγλίας έδειξαν πως οι επενδυτές προτιμούν ολοένα και περισσότερο τα Δεικτοποιημένα Αμοιβαία

⁶⁸ Bogle J., "The first Index Mutual Fund", 30 June 1997

Κεφάλαια παρά αυτά που έχουν ενεργητική διαχείριση, αφού η επίδοση των διαχειριστών μακροχρόνια δεν είναι καλή. Στην Αμερική οι διαχειριστές δείχνουν να έχουν ικανοποιητική επιλεκτικότητα, αλλά υπάρχει έλλειψη ικανότητας συγχρονισμού⁶⁹. Στην Αυστραλία οι επενδυτές προτιμούν Δεικτοποιημένα Αμοιβαία Κεφάλαια γιατί έχουν μικρότερα έξοδα και γιατί τα υπόλοιπα funds δεν πετυχαίνουν ικανοποιητικές αποδόσεις⁷⁰. Τέλος σε όλες τις ανεπτυγμένες χώρες το μεγαλύτερο μέρος των χρημάτων των επενδυτών επενδύεται σε Index Funds⁷¹. Η θεωρία της παθητικής επένδυσης προέρχεται από την υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Αν η αγορά είναι ακατόρθωτο να προβλεφθεί τότε δεν υπάρχει λόγος να ξοδεύονται χρήματα σε μεθόδους και στρατηγικές στην προσπάθεια να ξεπεραστεί η απόδοση της αγοράς.

Από την άλλη πλευρά η συγκρότηση μιας ΑΕΔΑΚ από κάθε Ασφαλιστικό φορέα είναι μια ενέργεια που θα λύσει το πρόβλημα της διαχείρισης των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων, αφού σίγουρα οι αποδόσεις θα είναι μεγαλύτερες, και τα αποθεματικά δεν θα μειώνονται λόγω της τεράστιων προμηθειών και των άστοχων τοποθετήσεων σε διάφορες επενδύσεις.

⁶⁹ Tonks I., “Performance Persistence of Pension Fund Managers”, University of Bristol, February 2002

⁷⁰ Gallagher D.-Jarnecic E., “Where are the active returns from Australian Bond Funds?”, Summer 2000

⁷¹ Sethu G.-Baid R., “Index Funds Performance- Some insights”, Proceedings of the 6th Capital Markets Conference, December 2002

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία, η δομή του συνταξιοδοτικού συστήματος καθώς και η επιδείνωση του δημογραφικού προβλήματος καθιστούν σχεδόν αβέβαιη την πληρωμή συντάξεων στο μέλλον, καθώς οι συνταξιούχοι θα είναι περισσότεροι από τους εργαζόμενους. Η λύση του ασφαλιστικού προβλήματος είναι επιτακτική αλλά συνάμα πολύ δύσκολη στην εφαρμογή. Την αναγκαιότητα της μεταρρύθμισης θα την καταλάβουμε αν αναλογιστούμε το κόστος της μη εφαρμογής της.

Πέρα από το νέο Θεσμικό Πλαίσιο που πρέπει να εφαρμοστεί, πρέπει να υπάρξει και προσπάθεια μείωσης της κατασπατάλησης των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων λόγω κακών χειρισμών στη διαχείριση και άστοχων επενδύσεων. Ο στόχος αυτός μπορεί να επιτευχθεί με ανάθεση των επενδύσεων σε ειδικούς συμβούλους αλλά και με τον συνεχή έλεγχο της επίδοσης αυτών, με την εξάλειψη της γραφειοκρατίας και την αλλαγή της νοοτροπίας όλων όσων εμπλέκονται σε αυτό το φλέγον ζήτημα των ασφαλιστικών ταμείων γιατί μέχρι τώρα η κατάσταση δεν έχει αντιμετωπιστεί με την σοβαρότητα που της αρμόζει.

Από την έρευνα που πραγματοποιήσαμε διαπιστώνουμε ότι υπάρχουν πολλές ευκαιρίες επένδυσης των αποθεματικών των ασφαλιστικών οργανισμών που μπορούν να οδηγήσουν στην επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων, αυξάνοντας παράλληλα και την περιουσία των ασφαλιστικών ταμείων. Η λύση της ανάθεσης της διαχείρισης της περιουσίας σε επαγγελματίες διαχειριστές αποδεικνύεται πως δεν είναι πάντοτε η ενδεδειγμένη. Χρειάζεται συνεχής έλεγχος και αξιολόγηση της επίδοσης του κάθε διαχειριστή και η αναζήτηση εναλλακτικών λύσεων σε περίπτωση που διαπιστωθεί ανικανότητα. Ακολουθώντας σωστά βήματα και τεχνικές και με συνεχή προσπάθεια το ασφαλιστικό πρόβλημα θα αντιμετωπιστεί.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Benetti M., "The Italian Pension System", International Social Security, November 2002
2. Bodie Z., "Pension Funds and Financial Innovation", National Bureau of Economic Research working paper 2752, October 1988
3. Bogle J., "The first Index Mutual Fund", 30 June 1997
4. Davis Philip, "The European Pension Management Industry", The Pension Institute, October 2002
5. Davis Philip, "Pension Fund Management and International Investment- A Global Perspective", The Pension Institute, 3 May 2002
6. Gallagher D.-Jarnecic E., "Where are the active returns from Australian Bond Funds?", Summer 2000
7. Goldman Sacks Report, "Equity Derivatives Strategy", 30 January 2004
8. Grigoriadis Constantinos, "Managing US Pension Plans", Association of Greek Institutional Investors, 6 June 2003
9. Natali David, "France: The pension system", Research Project, 2004
10. Natali David, "The Netherlands, The Pension System, Research Project, 2004
11. Natali David, "Spain: The pension system", Research Project, 2004
12. Natali David, "Greece: The pension system", Research Project, 2004
13. OECD, "Developments in Pension Fund Risk Management In selected OECD and Asian Countries", 2004
14. OECD, "Pension Markets in Focus", Issue 3, October 2006
15. Papke L.E., "The Asset Allocation of Private Pension Plans", National Bureau of Economic Research working paper 3745, June 1991
16. Peng Vincent, "Selectivity, timing and the performance of listed property trusts: Implications for investment strategies", University of Western Sydney, 2004
17. Pflug G., Swietanowski A., "Dynamic Asset Allocation under Uncertainty for Pension Fund Management", Special Research Program SFBF011, October 1998
18. Rahman Shafiqur, Cheng-Few Lee, "Market Timing, selectivity and Mutual fund Performance: an empirical investigation", The Journal of Business, vol 63, No 2, pp 261-278, April 1990

19. Scatigna Michela, “Institutional Investors, Corporate Governance and Pension Funds”, Center for Research on Pensions and Welfare Policies, working paper 13/01
20. Sethu G.-Baid R., “Index Funds Performance- Some insights”, Proceedings of the 6th Capital Markets Conference, December 2002
21. Smith A., “Asset Liability Modelling for Pension Funds”, June 2000
22. Tonks I., “Performance Persistence of Pension Fund Managers”, University of Bristol, February 2002
23. Whitehouse Edward, “New indicators of 30 OECD countries’ pension systems”, Cambridge University, November 2006
24. Wilke C.-Borsch-Supan A., “The German Public Pension System“, Bureau of Economic Research, 25 August 2003
25. Willmore Lary, “Population ageing and pay-as-you-go pensions”, Oxford Institute of ageing, issue 1, 2004

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

26. Alpha Bank, “Κοινωνική Ασφάλιση: Μεταρρύθμιση τώρα”, Οικονομικό Δελτίο, Μάρτιος 2006
27. Αμοιβαία Κεφάλαια Ασφαλιστικών Οργανισμών, “Απλοποιημένο Ενημερωτικό Δελτίο”, Ιανουάριος 2007
28. Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, “Κοινή Έκθεση της Επιτροπής και του Συμβουλίου σχετικά με τις επαρκείς και βιώσιμες συντάξεις”, Μάρτιος 2003
29. Κωστάκης Αλέξανδρος – Φίλιππος Νικόλαος, “Ασφαλιστικά Ταμεία: Επαγγελματική Διαχείριση στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Δελτίο Διοίκησης Επιχειρήσεων, Μάρτιος-Απρίλιος 2007
30. Συριόπουλος Κώστας, “Διαχείριση Κεφαλαίων Ασφαλιστικών Ταμείων: Δημιουργία Αξίας στους Δικαιούχους και Δημόσια Χρηματοοικονομική Ισχύς”, 1^ο Συνέδριο Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών, 6 Ιουνίου 2003
31. Φίλιππος Νικόλαος, “Επενδύσεις”, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό, 2005
32. Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, Σχέδιο Νόμου, “Θεσμικό πλαίσιο Επενδύσεων και αξιοποίησης της περιουσίας των φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, Ιούνιος 2007
33. Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων, “Κινητή και Ακίνητη περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης”, 2006
34. Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, “Κοινωνικός Προϋπολογισμός 2006”
35. Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Υπουργείο Οικονομίας και Οικονομικών, “Η Ελληνική Έκθεση Στρατηγικής για τις συντάξεις”, 2005

ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

36. www.ggka.gr
37. www.oecd.org
38. www.asfalistikonorgan-funds.gr
39. www.citigroup.com
40. www.eurostat.com
41. www.agii.gr
42. www.tsmede.gr
43. www.ypakp.gr
44. www.observatoire-retraites.org
45. www.parliament.gr
46. www.opra.gov.uk
47. www.ika.gr
48. www.ypakp.gr
49. www.periousia.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

1. Στοιχεία Παλινδρομήσεων

Ημερομηνία	Μικτό	Ομολογιακό	GD	MSCIG
29/8/2003	3,3081	2,9954	2210,57	1494,494
30/9/2003	3,2683	3,0156	2019,76	1517,232
31/10/2003	3,2995	2,9869	2121,06	1497,882
28/11/2003	3,3286	2,9871	2170,05	1493,224
31/12/2003	3,4089	3,0232	2263,58	1508,626
30/1/2004	3,5129	3,048	2432,58	1521,446
27/2/2004	3,5405	3,086	2451,5	1541,528
31/3/2004	3,5013	3,1017	2370,65	1556,09
30/4/2004	3,5777	3,085	2517,62	1540,121
28/5/2004	3,5242	3,0801	2423,72	1535,333
30/6/2004	3,517	3,0798	2349,16	1540,155
30/7/2004	3,5078	3,0982	2319,3	1554,486
31/8/2004	3,5127	3,1285	2314,26	1576,312
30/9/2004	3,5087	3,1384	2328,24	1581,612
29/10/2004	3,6091	3,1721	2489,19	1596,901
30/11/2004	3,7089	3,2062	2654,81	1613,924
31/12/2004	3,7798	3,2283	2786,18	1623,35
31/1/2005	3,9208	3,2643	2919,93	1643,33
28/2/2005	4,014	3,265	3145,16	1635,344
31/3/2005	3,8604	3,2554	2854,91	1643,219
28/4/2005	3,9208	3,2931	2868,45	1665,786
31/5/2005	3,9973	3,3225	2959,53	1684,149
30/6/2005	4,0951	3,3587	3060,73	1702,007
29/7/2005	4,2234	3,3649	3271,78	1694,816
31/8/2005	4,2205	3,378	3231,48	1711,302
30/9/2005	4,3302	3,3892	3381,96	1710,658
31/10/2005	4,2367	3,3549	3307,32	1693,718
30/11/2005	4,2997	3,3563	3441,64	1690,862
31/12/2005	4,4682	3,3891	3663,9	1704,728
31/1/2006	4,6279	3,3895	3977,84	1693,368
28/2/2006	4,7709	3,3992	4202,85	1695,945
31/3/2006	4,7358	3,3685	4122,34	1676,988
28/4/2006	4,7522	3,348	4139,96	1662,144
31/5/2006	4,5968	3,3514	3753,21	1666,107
30/6/2006	4,5729	3,342	3693,75	1662,781
31/7/2006	4,6218	3,3696	3747,98	1681,507
31/8/2006	4,6851	3,3951	3868,62	1700,118
29/9/2006	4,7464	3,4161	3931,05	1710,79
31/10/2006	4,869	3,4181	4128,6	1715,579
30/11/2006	4,9595	3,437	4220,5	1725,172
31/12/2006	5,0736	3,4282	4394,13	1708,113

2. Μετοχές γαρτοφυλακίου Μικτού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Ασφαλιστικών

Οργανισμών

• Έτος 2006

1. ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	
ΤΕΜΑΧΙΑ				
Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑ				
ΤΡΑΠΕΖΕΣ				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	515.000	22,80	11.793.500,00	2,07%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	442.500	27,44	12.142.200,00	2,13%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	348.500	34,80	12.092.850,00	2,12%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	479.368	24,42	11.706.166,56	2,06%
ΤΑΧΥΔΡ.ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΑΤΕ (ΚΟ)	380.000	17,86	6.786.800,00	1,19%
ΣΥΝΟΛΟ			54.521.516,56	9,57%
ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ				
ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ (ΚΟ)	1.504.700	5,58	8.396.226,00	1,47%
ΣΥΝΟΛΟ			8.396.226,00	1,47%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	540.000	22,76	12.290.400,00	2,16%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	535.000	22,40	11.984.000,00	2,10%
ΣΥΝΟΛΟ			24.274.400,00	4,26%
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	885.000	10,44	9.239.400,00	1,62%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	456.000	19,52	8.881.600,00	1,56%
ΣΥΝΟΛΟ			18.121.000,00	3,18%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	415.000	19,20	7.968.000,00	1,40%
ΣΥΝΟΛΟ			7.968.000,00	1,40%
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ				
INTRALOT ΑΕ (ΚΟ)	425.000	26,50	11.262.500,00	1,98%
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	371.950	29,28	10.890.696,00	1,91%
ΣΥΝΟΛΟ			22.153.196,00	3,89%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				
Μ.Ι.ΜΑΙΛΛΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	350.000	2,70	945.000,00	0,17%
Ο.Λ.Π. ΑΕ (ΚΟ)	212.000	17,86	3.786.320,00	0,66%
ΣΥΝΟΛΟ			4.731.320,00	0,83%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ				
ΕΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	1.350.000	8,46	11.421.000,00	2,01%
TITAN ΑΕΤ (ΚΟ)	287.000	41,30	11.853.100,00	2,08%
ΤΕΡΝΑ (ΚΟ)	379.190	12,80	4.853.632,00	0,85%
ΣΥΝΟΛΟ			28.127.732,00	4,94%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ				
FOURLIS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	668.053	16,06	10.728.931,18	1,88%
ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ (ΚΟ)	198.800	8,04	1.596.744,00	0,28%
JUMBO ΑΕ (ΚΟ)	765.000	16,58	12.683.700,00	2,23%
NOTOS COM HOLDINGS (ΚΟ)	184.053	3,54	651.547,62	0,11%
FOLLI - FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	419.140	29,90	12.532.286,00	2,20%
ΣΥΝΟΛΟ			38.193.298,80	6,71%
ΕΜΠΟΡΙΟ				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	675.000	15,80	10.665.000,00	1,87%
ΣΥΝΟΛΟ			10.665.000,00	1,87%
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ				
VIVARTIA ΑΒΕΕ (ΚΟ)	355.000	14,44	5.126.200,00	0,90%
COCA COLA Ε.Ε.Ε. (ΚΑ)	410.000	29,60	12.136.000,00	2,13%
ΣΥΝΟΛΟ			17.262.200,00	3,03%

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	750.000	13,94	<u>10.455.000,00</u>	1,84%
ΣΥΝΟΛΟ			10.455.000,00	1,84%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΔΕΣ				
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	429.000	30,00	<u>12.870.000,00</u>	2,26%
ΣΥΝΟΛΟ			12.870.000,00	2,26%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.			257.738.799,36	45,25%
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΟΔΕΙΞΕΙΣ ΕΙΣ/ΤΕΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΑΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑ			178.710,00	0,03%

• Έτος 2005

1. ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
------------------------	---------	-------------------------------------	-----------------------------	-----------------------------------

Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ

ΤΡΑΠΕΖΕΣ				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	424.900	24,70	10.495.030,00	2,09%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	395.400	26,72	10.565.088,00	2,10%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	307.800	36,00	11.080.800,00	2,20%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	342.231	28,70	9.822.029,70	1,95%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠ. ΑΕ (ΥΠΟ ΠΑΡΑΛΑΒΗ)	102.087	28,70	2.929.896,90	0,58%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	618.551	18,10	<u>11.195.773,10</u>	2,23%
ΣΥΝΟΛΟ			56.088.617,70	11,15%

ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ				
ΕΘΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ (ΚΟ)	1.601.305	5,30	8.486.916,50	1,69%
ΣΥΝΟΛΟ			8.486.916,50	1,69%

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ				
ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	1.377.870	5,46	7.523.170,20	1,50%
FOURLIS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	421.000	11,46	4.824.660,00	0,96%
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	760.460	4,70	3.574.162,00	0,71%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	991.670	8,96	<u>8.885.363,20</u>	1,77%
ΣΥΝΟΛΟ			24.807.355,40	4,93%

ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	616.490	18,00	11.096.820,00	2,21%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	586.860	18,78	<u>11.021.230,80</u>	2,19%
ΣΥΝΟΛΟ			22.118.050,80	4,40%

ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	870.160	11,88	10.337.500,80	2,05%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	481.000	19,86	<u>9.552.660,00</u>	1,90%
ΣΥΝΟΛΟ			19.890.160,80	3,95%

ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	555.430	18,46	<u>10.253.237,80</u>	2,04%
ΣΥΝΟΛΟ			10.253.237,80	2,04%

ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ				
Μ.Ι.ΜΑΪΛΛΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	1.148.920	3,38	3.883.349,60	0,77%
ΣΥΝΟΛΟ			3.883.349,60	0,77%

ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΚΑΙ ΤΣΙΜΕΝΤΑ				
ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	325.000	34,50	11.212.500,00	2,23%
ΣΥΝΟΛΟ			11.212.500,00	2,23%
ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ				
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΕ (ΚΟ)	76.040	7,16	544.446,40	0,11%
ΣΥΝΟΛΟ			544.446,40	0,11%
ΔΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	669.275	14,90	9.972.197,50	1,98%
JUMBO ΑΕ (ΚΟ)	813.000	9,18	7.463.340,00	1,48%
NOTOS COM HOLDINGS (ΚΟ)	265.000	3,36	890.400,00	0,18%
ΣΥΝΟΛΟ			18.325.937,50	3,64%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ				
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	774.880	14,30	11.080.784,00	2,20%
ΣΥΝΟΛΟ			11.080.784,00	2,20%
ΤΡΟΦΙΜΑ				
ΝΙΚΑΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	80.000	5,50	440.000,00	0,09%
ΣΥΝΟΛΟ			440.000,00	0,09%
ΠΟΤΟΠΟΪΑ				
COCA - COLA Ε.Ε.Ε.(ΚΑ)	448.500	24,88	11.158.680,00	2,22%
ΣΥΝΟΛΟ			11.158.680,00	2,22%
ΒΟΗΘΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ				
Ο.Λ.Π. ΑΕ (ΚΟ)	102.620	16,00	1.641.920,00	0,33%
ΣΥΝΟΛΟ			1.641.920,00	0,33%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ				
ΤΕΡΝΑ ΑΕ (ΚΟ)	283.190	7,40	2.095.606,00	0,42%
ΣΥΝΟΛΟ			2.095.606,00	0,42%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ				
FOLLI-FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	414.590	22,50	9.328.275,00	1,85%
ΣΥΝΟΛΟ			9.328.275,00	1,85%
ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ				
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	382.950	29,10	11.143.845,00	2,22%
ΗΥΑΤΤ REGENCY ΑΕ (ΚΟ)	964.290	10,68	10.298.617,20	2,05%
ΣΥΝΟΛΟ			21.442.462,20	4,26%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.			232.798.299,70	46,28%
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΙΣ ΕΙΣ/ΤΕΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ			178.860,00	0,04%
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤ/ΧΩΝ ΕΙΣ/ΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΚΑΙ ΜΕΡ/ΞΕΩΝ ΕΙΣ/ΤΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ			232.977.159,70	46,31%

• Έτος 2004

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΞΗΝΗΓΗΤΙΚΟΥ
Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ				
<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</u>				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	357.528	25,66	9.174.168,48	2,19%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	363.900	25,28	9.199.392,00	2,20%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	377.050	24,28	9.154.774,00	2,19%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	375.120	23,32	8.747.798,40	2,09%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	716.473	12,86	<u>9.213.842,78</u>	2,20%
ΣΥΝΟΛΟ			45.489.975,66	10,87%
<u>ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ</u>				
Ή ΕΘΝΙΚΗ ΑΕΕΓΑ (ΚΟ)	1.114.205	4,36	4.857.933,80	1,16%
ΣΥΝΟΛΟ			4.857.933,80	1,16%
<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</u>				
ΕΛΛΗΝ.ΕΤ.ΕΠ.ΧΑΡΤ/ΚΙΟΥ (ΚΑ)	655.899	2,80	<u>1.836.517,20</u>	0,44%
ΣΥΝΟΛΟ			1.836.517,20	0,44%
<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ</u>				
ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	1.442.870	3,32	4.790.328,40	1,14%
FOURLIS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	257.000	5,82	1.495.740,00	0,36%
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	834.040	4,00	3.336.160,00	0,80%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	976.670	7,60	<u>7.422.692,00</u>	1,77%
ΣΥΝΟΛΟ			17.044.920,40	4,07%
<u>ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ</u>				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	686.542	13,22	9.076.085,24	2,17%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	559.000	14,76	<u>8.250.840,00</u>	1,97%
ΣΥΝΟΛΟ			17.326.925,24	4,14%
<u>ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ</u>				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	1.064.160	8,00	8.513.280,00	2,03%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	849.000	10,06	<u>8.540.940,00</u>	2,04%
ΣΥΝΟΛΟ			17.054.220,00	4,08%
<u>ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ</u>				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	438.930	20,60	<u>9.041.958,00</u>	2,16%
ΣΥΝΟΛΟ			9.041.958,00	2,16%
<u>ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ</u>				
Μ.Ι.ΜΑΪΛΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	885.000	3,72	3.292.200,00	0,79%
ΣΥΝΟΛΟ			3.292.200,00	0,79%

<u>ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΚΑΙ ΤΣΙΜΕΝΤΑ</u>				
ΑΕΤ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	395.000	21,80	8.611.000,00	2,06%
ΣΥΝΟΛΟ			8.611.000,00	2,06%
<u>ΕΙΔΗ - ΛΥΣΕΙΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ</u>				
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΕ (ΚΟ)	148.540	9,68	1.437.867,20	0,34%
ΣΥΝΟΛΟ			1.437.867,20	0,34%
<u>ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</u>				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	604.695	12,90	7.800.565,50	1,86%
JUMBO ΑΕ (ΚΟ)	681.950	5,74	3.914.393,00	0,94%
NOTOS COM HOLDINGS (ΚΟ)	524.050	3,28	1.718.884,00	0,41%
ΣΥΝΟΛΟ			13.433.842,50	3,21%
<u>ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ</u>				
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	421.690	21,80	9.192.842,00	2,20%
ΣΥΝΟΛΟ			9.192.842,00	2,20%
<u>ΠΟΤΟΠΟΙΙΑ</u>				
COCA - COLA Ε.Ε.Ε.(ΚΑ)	476.780	17,98	8.572.504,40	2,05%
ΣΥΝΟΛΟ			8.572.504,40	2,05%
<u>ΒΟΗΘΗΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣ ΤΙΣ ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</u>				
Ο.Λ.Π. ΑΕ (ΚΟ)	193.560	10,46	2.024.637,60	0,48%
ΣΥΝΟΛΟ			2.024.637,60	0,48%
<u>ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ</u>				
ΤΕΡΝΑ ΑΕ (ΚΟ)	308.450	6,60	2.035.770,00	0,49%
ΣΥΝΟΛΟ			2.035.770,00	0,49%
<u>ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ</u>				
FOLLI-FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	377.090	21,60	8.145.144,00	1,95%
ΣΥΝΟΛΟ			8.145.144,00	1,95%
<u>ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ</u>				
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	440.030	20,36	8.959.010,80	2,14%
ΗΥΑΤΤ REGENCY ΑΕ (ΚΟ)	912.790	8,40	7.667.436,00	1,83%
ΣΥΝΟΛΟ			16.626.446,80	3,97%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.			186.024.704,80	44,45%
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΙΣ ΕΙΣ/ΤΕΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ			104.776,10	0,03%
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤ/ΧΩΝ ΕΙΣ/ΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΚΑΙ ΜΕΡ/ΞΕΩΝ ΕΙΣ/ΤΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ			186.129.480,90	44,48%

• Έτος 2003

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ				
<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</u>				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	301.000	23,98	7.217.980,00	1,94%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	476.000	15,44	7.349.440,00	1,97%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	348.000	20,74	7.217.520,00	1,94%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	269.560	19,92	5.369.635,20	1,44%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	672.525	9,68	6.510.042,00	1,75%
ΣΥΝΟΛΟ			33.664.617,20	9,04%
<u>ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ</u>				
Ἡ ΕΘΝΙΚΗ ἈΕΕΓΑ (ΚΟ)	446.160	5,64	2.516.342,40	0,68%
ΣΥΝΟΛΟ			2.516.342,40	0,68%
<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</u>				
ΕΛΛΗΝ.ΕΤ.ΕΠ.ΧΑΡΤ/ΚΙΟΥ (ΚΑ)	738.149	2,36	1.742.031,64	0,47%
ΣΥΝΟΛΟ			1.742.031,64	0,47%
<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ</u>				
ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	758.770	5,00	3.793.850,00	1,02%
ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ (ΚΟ)	674.470	4,26	2.873.242,20	0,77%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	634.670	6,54	4.150.741,80	1,11%
ΣΥΝΟΛΟ			10.817.834,00	2,91%
<u>ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ</u>				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	692.002	10,48	7.252.180,96	1,95%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	669.140	10,76	7.199.946,40	1,93%
ΣΥΝΟΛΟ			14.452.127,36	3,88%
<u>ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ</u>				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	944.650	6,96	6.574.764,00	1,77%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	545.000	6,86	3.738.700,00	1,00%
ΣΥΝΟΛΟ			10.313.464,00	2,77%
<u>ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ</u>				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	366.740	19,60	7.188.104,00	1,93%
ΣΥΝΟΛΟ			7.188.104,00	1,93%
<u>ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ</u>				
ΙΝΤΡΑΛΟΤ ΑΕ (ΚΟ)	379.820	15,46	5.872.017,20	1,58%
ΣΥΝΟΛΟ			5.872.017,20	1,58%
<u>ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ</u>				
Μ.Ι.ΜΑΪΛΛΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	360.000	3,12	1.123.200,00	0,30%
ΣΥΝΟΛΟ			1.123.200,00	0,30%
<u>ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ</u>				
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΕ (ΚΟ)	550.000	5,40	2.970.000,00	0,80%
ΣΥΝΟΛΟ			2.970.000,00	0,80%
<u>ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΚΑΙ ΤΣΙΜΕΝΤΑ</u>				
ΑΕΤ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	208.660	32,46	6.773.103,60	1,82%
ΣΥΝΟΛΟ			6.773.103,60	1,82%

ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	237.295	15,56	3.692.310,20	0,99%
JUMBO ΑΕ (ΚΟ)	598.620	4,60	2.753.652,00	0,74%
NOTOS COM HOLDINGS (ΚΟ)	345.290	3,80	1.312.102,00	0,35%
ΣΥΝΟΛΟ			7.758.064,20	2,08%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ				
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	360.290	19,84	7.148.153,60	1,92%
ΣΥΝΟΛΟ			7.148.153,60	1,92%
ΤΡΟΦΙΜΑ				
ΧΗΡΙΤΑ INTERNATIONAL (ΚΟ)	709.270	3,74	2.652.669,80	0,71%
ΣΥΝΟΛΟ			2.652.669,80	0,71%
ΠΟΤΟΠΟΪΑ				
COCA - COLA Ε.Ε.Ε. (ΚΑ)	428.230	16,52	7.074.359,60	1,90%
ΣΥΝΟΛΟ			7.074.359,60	1,90%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ				
ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ (ΚΟ)	674.170	5,22	3.519.167,40	0,95%
ΤΕΡΝΑ ΑΕ (ΚΟ)	219.270	7,98	1.749.774,60	0,47%
ΣΥΝΟΛΟ			5.268.942,00	1,42%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ				
FOLLI-FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	318.300	22,32	7.104.456,00	1,91%
ΣΥΝΟΛΟ			7.104.456,00	1,91%
ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ				
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	613.370	11,40	6.992.418,00	1,88%
HYATT REGENCY ΑΕ (ΚΟ)	774.520	9,10	7.048.132,00	1,89%
ΣΥΝΟΛΟ			14.040.550,00	3,77%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.			148.480.036,60	39,88%
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΙΣ ΕΙΣ/ΤΕΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ			113.253,60	0,03%
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤ/ΧΩΝ ΕΙΣ/ΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΚΑΙ ΜΕΡ/ΞΕΩΝ ΕΙΣ/ΤΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ			148.593.290,20	39,91%

3. Μετοχές χαρτοφυλακίου Ομολογιακού Αμοιβαίου Κεφαλαίου Εσωτερικού Ασφαλιστικών Οργανισμών

• Έτος 2006

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	
ΤΕΜΑΧΙΑ				
Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ				
ΤΡΑΠΕΖΕΣ				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	30.460	22,90	697.534,00	0,20%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	26.240	27,44	720.025,60	0,21%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	21.387	34,90	746.406,30	0,22%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	29.325	24,42	716.116,50	0,21%
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ (ΚΟ)	160.000	3,90	624.000,00	0,18%
ΤΑΧΥΔΡ. ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΑΤΕ (ΚΟ)	15.219	17,86	271.811,34	0,08%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ (ΚΟ)	15.000	10,36	155.400,00	0,05%
ΣΥΝΟΛΟ			3.931.293,74	1,14%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	29.300	22,76	666.868,00	0,19%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	28.200	22,40	631.680,00	0,18%
ΣΥΝΟΛΟ			1.298.548,00	0,38%
ΠΕΤΡΕΛΑΙΟ & ΑΕΡΙΟ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	61.100	10,44	637.884,00	0,19%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	36.000	19,52	702.720,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			1.340.604,00	0,39%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	36.400	19,20	698.880,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			698.880,00	0,20%
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ				
ΑΤΤΙΣ ΑΝΩΝ.ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜ/ΧΩΝ	84.000	4,00	336.000,00	0,10%
ΙΝΤΡΑΛΟΤ ΑΕ (ΚΟ)	13.000	26,50	344.500,00	0,10%
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	22.950	29,28	671.976,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			1.352.476,00	0,39%
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				
ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ (ΚΟ)	57.590	9,44	543.649,60	0,16%
ΜΕΤΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)	26.636	10,20	271.687,20	0,08%
ΣΥΝΟΛΟ			815.336,80	0,24%
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ				
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΑΕ (ΚΟ)	60.000	5,14	308.400,00	0,09%
ΣΥΝΟΛΟ			308.400,00	0,09%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ & ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ				
ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	59.173	8,46	500.603,58	0,15%
ΤΙΤΑΝ ΑΕΤ (ΚΟ)	17.405	41,30	718.826,50	0,21%
ΗΡΑΚΛΗΣ ΑΓΕΤ (ΚΟ)	22.562	16,24	366.406,88	0,11%
ΣΥΝΟΛΟ			1.585.836,96	0,46%
ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ				
FOLLI - FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	22.890	29,90	684.411,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			684.411,00	0,20%
ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ				
COSA COLA Ε.Ε.Ε. (ΚΑ)	23.800	29,60	704.480,00	0,20%
ΣΥΝΟΛΟ			704.480,00	0,20%

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	43.800	13,94	610.572,00	0,18%
ΓΕΚ (ΚΟ)	14.700	8,32	122.304,00	0,04%
EUROBANK PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π. (ΚΟ)	20.000	17,02	340.400,00	0,10%
ΣΥΝΟΛΟ			1.073.276,00	0,31%
ΠΡΩΤΕΣ ΥΛΕΣ				
S AND B ΒΙΟΜ. ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)	27.000	9,90	267.300,00	0,08%
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ ΑΕ (ΚΟ)	13.000	30,00	390.000,00	0,11%
ΣΥΝΟΛΟ			657.300,00	0,19%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.			14.450.842,50	4,20%

• Έτος 2005

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
------------------------	---------	-------------------------------------	-----------------------------	-----------------------------------

Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ

ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ

ΤΡΑΠΕΖΕΣ				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	33.900	24,70	837.330,00	0,26%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	31.060	26,72	829.923,20	0,26%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	24.200	36,00	871.200,00	0,27%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	21.800	28,70	625.660,00	0,20%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠ. ΑΕ (ΥΠΟ ΠΑΡΑΛΑΒΗ)	5.800	28,70	166.460,00	0,05%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	47.000	18,10	850.700,00	0,27%
ΣΥΝΟΛΟ			4.181.273,20	1,31%
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ				
ΑΤΤΙΣΑ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	90.000	4,02	361.800,00	0,11%
ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	149.340	5,46	815.396,40	0,25%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ (ΚΑ)	100.000	6,80	680.000,00	0,21%
FOURLIS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	39.500	11,46	452.670,00	0,14%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (ΚΟ)	82.602	8,96	740.113,92	0,23%
ΣΥΝΟΛΟ			3.049.980,32	0,95%
ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	47.500	18,00	855.000,00	0,27%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	45.500	18,78	854.490,00	0,27%
ΣΥΝΟΛΟ			1.709.490,00	0,53%
ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	65.500	11,88	778.140,00	0,24%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	42.500	19,86	844.050,00	0,26%
ΣΥΝΟΛΟ			1.622.190,00	0,51%
ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	38.500	18,46	710.710,00	0,22%
ΣΥΝΟΛΟ			710.710,00	0,22%

ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ				
INTRALOT ΑΕ (ΚΟ)	28.000	14,80	414.400,00	0,13%
ΣΥΝΟΛΟ			414.400,00	0,13%
ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΚΑΙ ΤΣΙΜΕΝΤΑ				
S AND B ΒΙΟΜ.ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)	50.000	8,78	439.000,00	0,14%
TITAN (ΚΟ)	26.000	34,50	897.000,00	0,28%
Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ)	22.000	10,00	220.000,00	0,07%
ΣΥΝΟΛΟ			1.556.000,00	0,49%
ΔΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	49.000	14,90	730.100,00	0,23%
NOTOS COM HOLDINGS (ΚΟ)	100.000	3,36	336.000,00	0,10%
ΣΥΝΟΛΟ			1.066.100,00	0,33%
ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ				
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	55.400	14,30	792.220,00	0,25%
ΣΥΝΟΛΟ			792.220,00	0,25%
ΠΟΤΟΠΟΪΑ				
COCA - COLA Ε.Ε.Ε.(ΚΑ)	33.500	24,88	833.480,00	0,26%
ΣΥΝΟΛΟ			833.480,00	0,26%
ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ				
FOLLI-FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	33.050	22,50	743.625,00	0,23%
ΣΥΝΟΛΟ			743.625,00	0,23%
ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ				
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	29.500	29,10	858.450,00	0,27%
ΗΥΑΤΤ REGENCY ΑΕ (ΚΟ)	78.000	10,68	833.040,00	0,26%
ΣΥΝΟΛΟ			1.691.490,00	0,53%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.			18.370.958,52	5,74%
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΠΟΔΕΙΞΕΙΣ ΕΙΣ/ΤΕΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ			6.440,00	0,00%
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤ/ΧΩΝ ΕΙΣ/ΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΚΑΙ ΜΕΡ/ΞΕΩΝ ΕΙΣ/ΤΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ			18.377.398,52	5,74%

• Έτος 2004

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	
ΤΕΜΑΧΙΑ				
ΙΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ				
<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</u>				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	29.000	25,66	744.140,00	0,25%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΕ)	29.480	25,28	745.254,40	0,25%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	31.500	24,28	764.820,00	0,25%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	31.000	23,32	722.920,00	0,24%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	60.000	12,86	<u>771.600,00</u>	0,25%
ΣΥΝΟΛΟ			3.748.734,40	1,23%
<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ</u>				
ΑΤΤΙΚΑ ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΑ)	90.000	2,82	253.800,00	0,08%
ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	197.000	3,32	654.040,00	0,22%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ (ΚΑ)	100.000	6,70	670.000,00	0,22%
FOURLIS ΑΕ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	57.400	5,82	334.068,00	0,11%
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ (ΚΟ)	60.000	7,60	<u>456.000,00</u>	0,15%
ΣΥΝΟΛΟ			2.367.908,00	0,78%
<u>ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ</u>				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	57.000	13,22	753.540,00	0,25%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	47.190	14,76	696.524,40	0,23%
ΣΥΝΟΛΟ			1.450.064,40	0,48%
<u>ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ</u>				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	79.410	8,00	635.280,00	0,21%
ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ ΑΕ (ΚΟ)	74.000	10,06	<u>744.440,00</u>	0,25%
ΣΥΝΟΛΟ			1.379.720,00	0,45%
<u>ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ</u>				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	37.500	20,60	<u>772.500,00</u>	0,25%
ΣΥΝΟΛΟ			772.500,00	0,25%
<u>ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ</u>				
ΙΝΤΡΑΛΟΤ ΑΕ (ΚΟ)	20.000	18,04	360.800,00	0,12%
ΣΥΝΟΛΟ			360.800,00	0,12%
<u>ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ</u>				
Μ.Ι.ΜΑΪΛΗΣ ΑΕΒΕ (ΚΟ)	48.430	3,72	180.159,60	0,06%
ΣΙΔΕΝΟΡ ΑΕ (ΚΑ)	77.060	3,60	277.416,00	0,09%
ΣΥΝΟΛΟ			457.575,60	0,15%
<u>ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΚΑΙ ΤΣΙΜΕΝΤΑ</u>				
S AND B ΒΙΟΜ.ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)	50.000	5,78	289.000,00	0,10%
ΑΕΤ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	33.000	21,80	719.400,00	0,24%
Α.Γ.Ε.Τ. ΗΡΑΚΛΗΣ (ΚΟ)	29.750	9,08	270.130,00	0,09%
ΣΥΝΟΛΟ			1.278.530,00	0,42%
<u>ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</u>				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	47.620	12,90	614.298,00	0,20%
ΝΟΤΟΣ COM HOLDINGS (ΚΟ)	100.000	3,28	328.000,00	0,11%
ΣΥΝΟΛΟ			942.298,00	0,31%

<u>ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ</u>				
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	33.030	21,80	720.054,00	0,24%
ΣΥΝΟΛΟ			720.054,00	0,24%
<u>ΠΟΤΟΠΟΙΑ</u>				
COCA - COLA Ε.Ε.Ε.(ΚΑ)	38.000	17,98	683.240,00	0,22%
ΣΥΝΟΛΟ			683.240,00	0,22%
<u>ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ</u>				
FOLLI-FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	18.000	21,60	388.800,00	0,13%
ΣΥΝΟΛΟ			388.800,00	0,13%
<u>ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ</u>				
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	37.000	20,36	753.320,00	0,25%
ΗΥΑΤΤ REGENCY ΑΕ (ΚΟ)	76.030	8,40	638.652,00	0,21%
ΣΥΝΟΛΟ			1.391.972,00	0,46%
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.			15.942.196,40	5,25%
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑΠΟΔΕΙΞΕΙΣ ΕΙΣ/ΤΕΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ			8.000,00	0,00%
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤ/ΧΩΝ ΕΙΣ/ΝΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ ΚΑΙ ΜΕΡ/ΞΕΩΝ ΕΙΣ/ΤΕΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ			15.950.196,40	5,25%

• Έτος 2003

ΕΙΔΟΣ ΚΙΝΗΤΩΝ ΑΞΙΩΝ	ΤΕΜΑΧΙΑ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙ ΤΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ
Ι.ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ				
ΜΕΤΟΧΕΣ ΕΙΣΑΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΑΑ				
<u>ΤΡΑΠΕΖΕΣ</u>				
ALPHA BANK ΑΕ (ΚΟ)	7.640	23,98	183.207,20	0,06%
EFG EUROBANK ERGASIAS ΑΕ (ΚΟ)	11.990	15,44	185.125,60	0,07%
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	9.000	20,74	186.660,00	0,07%
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΕ (ΚΟ)	7.440	19,92	148.204,80	0,05%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ (ΚΟ)	1.000	98,95	98.950,00	0,03%
ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΑΕ (ΚΟ)	10.000	9,68	96.800,00	0,03%
ΣΥΝΟΛΟ			898.947,60	0,32%
<u>ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΠΑΡΟΧΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ</u>				
ΕΛΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ ΤΕΒ ΑΕ (ΚΟ)	36.000	5,00	180.000,00	0,06%
ΒΙΟΧΑΛΚΟ ΑΕ (ΚΑ)	25.000	5,14	128.500,00	0,05%
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ ΑΕ (ΚΟ)	20.000	5,76	115.200,00	0,04%
ΣΥΝΟΛΟ			423.700,00	0,15%
<u>ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ</u>				
ΟΤΕ ΑΕ (ΚΟ)	16.500	10,48	172.920,00	0,06%
FORTHnet ΑΕ (ΚΟ)	10.600	5,48	58.088,00	0,02%
COSMOTE ΑΕ (ΚΟ)	17.000	10,76	182.920,00	0,06%
ΝΟΔΑΦΟΝΕ-ΠΑΝΑΦΟΝ ΑΕ (ΚΟ)	28.350	6,18	175.203,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			589.131,00	0,21%
<u>ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ</u>				
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ ΑΕ (ΚΟ)	20.000	6,96	139.200,00	0,05%
ΜΟΤΟΡ Οίλ ΑΕ (ΚΟ)	25.000	6,86	171.500,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			310.700,00	0,11%
<u>ΗΛΕΚΤΡΙΚΗ ΕΝΕΡΓΕΙΑ</u>				
ΔΕΗ ΑΕ (ΚΟ)	9.240	19,60	181.104,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			181.104,00	0,06%
<u>ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ</u>				
ΙΝΤΡΑΛΟΤ ΑΕ (ΚΟ)	11.200	15,46	173.152,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			173.152,00	0,06%

<u>ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΤΑΛΛΑ</u>				
Μ.Ι.ΜΑΪΛΛΗΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	32.500	3,12	101.400,00	0,04%
ΣΥΝΟΛΟ			101.400,00	0,04%

<u>ΜΗ ΜΕΤΑΛΛΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ ΚΑΙ ΤΣΙΜΕΝΤΑ</u>				
S AND B ΒΙΟΜ.ΟΡΥΚΤΑ (ΚΟ)	14.000	6,48	90.720,00	0,03%
ΑΕΤ ΤΙΤΑΝ (ΚΟ)	5.400	32,46	175.284,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			266.004,00	0,09%

<u>ΛΙΑΝΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ</u>				
ΚΑΕ ΑΕ (ΚΟ)	7.450	15,56	115.922,00	0,04%
ΣΥΝΟΛΟ			115.922,00	0,04%

<u>ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΙΝΗΤΗΣ ΤΗΛΕΦΩΝΙΑΣ</u>				
ΓΕΡΜΑΝΟΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	8.000	19,84	158.720,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			158.720,00	0,06%

<u>ΠΟΤΟΠΟΪΑ</u>				
СОСА - СОLА Ε.Ε.Ε. (ΚΑ)	10.500	16,52	173.460,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			173.460,00	0,06%

<u>ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ</u>				
ΑΚΤΩΡ ΑΤΕ (ΚΟ)	21.500	5,22	112.230,00	0,04%
J AND P-ΑΒΑΞ ΑΕ (ΚΟ)	11.500	5,18	59.570,00	0,02%
ΣΥΝΟΛΟ			171.800,00	0,06%

<u>ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ ΚΟΣΜΗΜΑΤΩΝ</u>				
FOLLI-FOLLIE ΑΒΕΕ (ΚΟ)	7.000	22,32	156.240,00	0,06%
ΣΥΝΟΛΟ			156.240,00	0,06%

<u>ΤΥΧΕΡΑ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ</u>				
ΟΠΑΠ ΑΕ (ΚΟ)	14.950	11,40	170.430,00	0,06%
ΗΥΑΤΤ REGENCY ΑΕ (ΚΟ)	16.960	9,10	154.336,00	0,05%
ΣΥΝΟΛΟ			324.766,00	0,11%

ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΟΧΩΝ ΕΙΣΑΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.			4.045.046,60	1,43%
---	--	--	---------------------	--------------

4. Εξελίξεις στο νομοθετικό πλαίσιο επενδυτικής πρακτικής ασφαλιστικών

ταμείων

A/A	ΝΟΜΟΣ / ΑΠΟΦΑΣΗ	ΠΕΡΙΛΗΨΗ
1	N. 1902/1990/A-138 Συνταξιοδοτικό-Οικονομικά ΔΕΚΟ, Ταμείων κλπ. <u>Άρθρο 12-</u> Συγκρότηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων	Επιτρέπεται στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης να συγκροτούν ίδια ή ομαδικά αμοιβαία κεφάλαια, σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις περί αμοιβαίων κεφαλαίων (N.1969/91).Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να αναθέτουν τη διαχείριση των ως άνω
2	N. 1902/1990/A-138 Συνταξιοδοτικό-Οικονομικά ΔΕΚΟ, Ταμείων κλπ. <u>Άρθρο 13-</u> Αξιοποίηση Διαθεσίμων	Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης επιτρέπεται αν επενδύουν ελεύθερα τα διαθέσιμα τους σε τίτλους του Ελληνικού δημοσίου και ομόλογα τραπεζών, που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα. Ομοίως, επιτρέπεται η αγορά και πώληση μετοχών πάσης φύσεως κατόπιν εγκριτικής απόφασης του ΥΥΠΚΑ και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.
3	N. 2042/A-75 Αύξηση συντάξεων κλπ διατάξεις/ <u>Άρθρο 14-Επενδύσεις διαθεσίμων</u> δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων	Επιτρέπεται η επένδυση με κατανομή 40% σε ακίνητα και 60% σε χρεόγραφα από δημόσιους οργανισμούς και ασφαλιστικά ταμεία του ποσού μέχρι το 20% ετησίως των κατατεθειμένων κεφαλαίων τους στην ΤτΕ (ή άλλη τράπεζα).
4	N. 2076/1992/A-130 Δραστηριότητες πιστωτικών ιδρυμάτων κλπ/ <u>Άρθρο 34</u>	Με απόφαση του ΥΥΠΚΑ μπορεί να ανατίθεται η εκτίμηση της ακίνητης περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης απευθείας σε οποιοδήποτε νπδδ ή σε τράπεζα του δημόσιου τομέα.
5	N. 2076/1992/A-130 Δραστηριότητες πιστωτικών ιδρυμάτων κλπ/ <u>Άρθρο 35</u>	Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης δύνανται να συστήνουν όλοι μαζί ή κατά ομάδες ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, στις οποίες θα συμμετέχει μια νόμιμα λειτουργούσα στην Ελλάδα τράπεζα. Με απόφαση των ΥΠΕΘΟ, ΥΠΚΑ και Υγείας, συγκροτείται ειδική 5-μελή επιτροπή εμπειρογνομόνων, μετά από πρόταση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με σκοπό την αξιολόγηση των προσφορών των εταιριών διαχείρισης της παραγράφου 2 του άρθρου 12 του Ν. 1902/1990.
6	N. 2216/1994/A-83 ΕΟΚ Αποφυγή διπλής φορολόγησης / <u>Άρθρο 3 – Διαχείριση Κεφαλαίων</u>	Τα διαθέσιμα των δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων τα μη-επενδύόμενα σύμφωνα με το ά. 13 του Ν. 1902/90 και του ά. 14 του Ν. 2042/92, πλην αυτών της ταμιακής διαχείρισης, μεταφέρονται υποχρεωτικά στην ΤτΕ, η οποία τα επενδύει σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου επιλογής των Υπουργών Οικονομικών και Υγείας, Πρόνοιας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων.
7	N. 2469/1997/A-38 Περιορισμός κρατικών δαπανών	Οι επενδύσεις (αγορές και ρευστοποιήσεις) σε ακίνητα και κινητές αξίες πραγματοποιούνται χωρίς την προηγούμενη

	/Άρθρο 11- Επενδύσεις δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων	απόφαση των Διοικητικών Συμβουλίων των δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων και την προηγούμενη έγκριση των εποπτευόντων Υπουργών ή του Διοικητή της ΤτΕ. Επιτρέπεται η διάθεση από τους δημόσιους οργανισμούς και ασφαλιστικά ταμεία μέχρι ποσοστού 20% ετησίως από τα κατατεθειμένα στην ΤτΕ ή άλλη τράπεζα διαθέσιμα κεφάλαιά τους, για επενδύσεις σε ακίνητα και σε κινητές αξίες. Η κατανομή μόνο σε ακίνητα ή μόνο σε κινητές αξίες δεν μπορεί να υπερβαίνει σε ποσοστό το 40% και το 60%, αντίστοιχα, του ενός δεκάτου των διαθέσιμων κεφαλαίων τους.
8	Ν. 2469/1997/Α-38 Περιορισμός κρατικών δαπανών/Άρθρο15-Τροποποιούμενες, συμπληρούμενες και καταργούμενες διατάξεις.	Το ενεργητικό των ασφαλιστικών φορέων επενδύεται σε κινητές αξίες του Ελληνικού Δημοσίου. Η διαχειριστική χρήση ορίζεται στο ημερολογιακό εξάμηνο, στο τέλος του οποίου οι καθαρές πρόσδοδοι κατανέμονται στους δικαιούχους.
9	Ν. 2676/1999/Α-1 Συγχώνευση Ασφαλιστικών Ταμείων, Οφειλές ΙΚΑ, λοιπές διατάξεις/ Άρθρο 40.	Επιτρέπεται στους ασφαλιστικούς οργανισμούς να επενδύουν μέχρι 23% των στοιχείων του ενεργητικού τους σε ακίνητα μέχρι 40%, μετοχές και άλλα χρεόγραφα εταιριών εισηγμένων στο ΧΑΑ και σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μέχρι ποσοστού 60%. Αποκλίσεις, επιτρέπονται ύστερα από κοινή απόφαση Υπουργού και Διοικητή της ΤτΕ.
10	Ν. 2676/1999/Α-1 Συγχώνευση Ασφαλιστικών Ταμείων, Οφειλές ΙΚΑ, λοιπές διατάξεις/ Άρθρο 41.	Οι ασφαλιστικοί φορείς, οι οποίοι επενδύουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, υποχρεούνται να καταθέτουν στην ΤτΕ στατιστικά στοιχεία εκάστου μηνός σχετικά με την επενδυτική τους δραστηριότητα.
11	Ν. 2676/1999/Α-1 Συγχώνευση Ασφαλιστικών Ταμείων, Οφειλές ΙΚΑ, λοιπές διατάξεις/ Άρθρο 44.	Στο άρθρο αυτό περιγράφεται λεπτομερώς η ανάθεση έργων ή εργασιών αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας από Ασφαλιστικούς Οργανισμούς σε Τράπεζες.
12	Ν. 2768/1999 Καταστατικό ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ Α.Ε./Άρθρο 12	Με το άρθρο αυτό ιδρύεται η Εταιρία Διαχείρισης του Ειδικού Κεφαλαίου του Ταμείου Ασφάλισης Προσωπικού του ΟΤΕ. Σκοπός της είναι η κατανομή του ειδικού κεφαλαίου σε κινητές αξίες (μέχρι ποσοστού 60% σε εισηγμένες μετοχές και μετοχικά και αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών και μέχρι ποσοστού 40% σε χρεόγραφα χωρίς κίνδυνο).
13	Ν. 3029/2002 Ρυθμίσεις για τους ασφαλισμένους του δημοσίου/ Άρθρο 5.	Το ΙΚΑ μετονομάζεται σε ΙΚΑ-ΕΤΑΜ (Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων- Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης Μισθωτών) και, μέχρι την 1.1.2008 οι κλάδοι σύνταξης των ταμείων ΤΑΠ-ΟΤΕ, ΤΣΠ-ΗΣΑΠ, ΤΣΠ-ΕΤΕ, ΤΣΠ-ΑΤΕ, ΤΑΠ-ΙΑΤ, ΤΑΠ-ΕΤΒΑ, ΤΣΕΑΠΣΓΟ και ΤΑΠΑΕ-ΕΘΝΙΚΗ εντάσσονται στον κλάδο σύνταξης του ΙΑΚ-ΕΤΑΜ, το οποίο θα σιαχειρίζεται το σύνολο του ενεργητικού τους και του παθητικού τους. Οι αποδόσεις της ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ Α.Ε. καταβάλλονται στο ΙΚΑ-ΕΤΑΜ.

14	Ν. 3029/2002 Ρυθμίσεις για τους ασφαλισμένους του δημοσίου/ Άρθρο 7- Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης	Τα ταμεία επαγγελματικής σύνταξης είναι νπδ μη-κερδοσκοπικού χαρακτήρα και εποπτεύονται από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων, με στόχο την παροχή στους ασφαλισμένους πέραν της παρεχόμενης από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση για τους ασφαλιστικούς κινδύνους. Λειτουργούν με βάση το κεφαλαιοποιητικό σύστημα και, η υπαγωγή τους στην ασφάλιση των ταμείων επαγγελματικής σύνταξης είναι προαιρετική.
15	Ν. 3029/2002 Ρυθμίσεις για τους ασφαλισμένους του δημοσίου/ Άρθρο 9. Εθνική Αναλογιστική Αρχή.	Συνίσταται ανεξάρτητη διοικητική αρχή με την επωνυμία Ε.Α.Α., η οποία εποπτεύεται από τον Υπουργό Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων και συντάσσει αναλογιστικές εκθέσεις για την εξασφάλιση της κοινωνικής ανταποδοτικότητας και της βιωσιμότητας του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.
16	Υπουργική Απόφαση Αριθ. 155492/Β. 638 (Μάρτιος 02)- Α Πλαίσιο Επενδύσεων	Οι ασφαλιστικοί φορείς αρμοδιότητας του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων επιτρέπεται με αποφάσεις του Δ.Σ. να επενδύουν ελεύθερα τα διαθέσιμά τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, ομόλογα τραπεζών και σε γeros. Σε μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, ΧΠΑ και αμοιβαία κεφάλαια επιτρέπεται μέχρι ποσοστού 23% των διαθέσιμων τους των κατατεθειμένων στην ΤτΕ, των επενδύσεων σε ακίνητα και κινητές αξίες και των ετήσιων προϋπολογισθέντων εσόδων τους. Η κατανομή είναι 40% σε ακίνητα και 60% σε κινητές αξίες.
17	Υπουργική Απόφαση Αριθ. 155492/Β. 638 (Μάρτιος 02)- Β Κανόνες Επενδυτικής Συμπεριφοράς.	Η επενδυτική πολιτική και οι επενδυτικοί στόχοι θα πρέπει να καθορίζονται με τρόπο ώστε οι επενδυτικές επιλογές των ασφαλιστικών φορέων να έχουν κυρίως, μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα με γνώμονα την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης με ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Αναφορικά με τις μετοχές στο ΧΑΑ, θα πρέπει να αποτιμώνται με ορθολογικά κριτήρια και να προτιμώνται οι μετοχές με μεγάλη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα, εταιριών υψηλής ή μεσαίας κεφαλαιοποίησης και υψηλό δείκτη φερεγγυότητας. ΤΑ χρηματοοικονομικά εργαλεία του ΧΠΑ χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για αντιστάθμιση κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Η διασπορά στο μετοχικό χαρτοφυλάκιο δεν μπορεί να υπερβαίνει περισσότερες των 30 εταιριών, ενώ δεν επιτρέπεται να τοποθετούνται κεφάλαια μεγαλύτερα του 5% του μετοχικού χαρτοφυλακίου σε μετοχές του ίδιου εκδότη και 30% σε μετοχές του ίδιου κλάδου.
18	Υπουργική Απόφαση Αριθ. 166316/Β. 972 (Μάιος 2002)	Οι ασφαλιστικοί φορείς δύνανται να προσλαμβάνουν συμβούλους διαχείρισης για την αξιοποίηση της περιουσίας τους με απόφαση του Διοικητικού τους Χαρτοφυλακίου, μέσω πρόσκλησης ενδιαφέροντος. Οι ενδιαφερόμενοι να συμμετάσχουν ως σύμβουλοι διαχείρισης οφείλουν να υποβάλλουν μεταξύ άλλων:

		<ul style="list-style-type: none"> ο τα στοιχεία της άδειας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που έχουν λάβει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή την ΓτΕ. ο Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου τους, καθώς και τα στοιχεία για την οργανωτική του δομή. ο Τον αριθμό και την επάρκεια του τεχνικού και επιστημονικού τους προσωπικού. ο Την εμπειρία τους και τις αποδόσεις που επέτυχαν ύστερα από επενδυτικές προτάσεις που έκαναν σε παρόμοιες περιπτώσεις. ο Στοιχεία σχετικά με την αξιοπιστία τους και το κύρους τους. ο Τις οικονομικές τους καταστάσεις της τελευταίας 3-ετίας. ο Πληροφορίες και στοιχεία για τις συνδεδεμένες με αυτές επιχειρήσεις. ο Ασφαλιστική κάλυψη του επαγγελματικού κινδύνου ή εγγυητική επιστολή ίση, τουλάχιστον, με το 5% του υπό διαχείριση αποθεματικού.
19	<p>N. 3283/2004 (ΦΕΚ 210/Α/2.11.2004)</p> <p>Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις.</p>	<p>Με το νόμο αυτό ενσωματώνεται η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2001/107/ΕΚ</p> <p>ΟΣΕΚΑ και Εταιρίες Διαχείρισης (βλ. το αμέσως επόμενο πίνακα, σημείο 2). Συγκεκριμένα, το α.4, παρ. 2.α «... η ΑΕΔΑΚ μπορεί να παρέχει ... διαχείριση χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία ...».</p>