

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ
ΜΠΣ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ

PENSION FUND MANAGEMENT



Επιμέλεια : Ευγενία Γ. Ντάλλα

Επιβλέπων Καθηγητής : Επικ.Καθ. Φίλιππος Νικόλαος

Τριμελής Επιτροπή: Επικ. Καθ. Ν. Φίλιππος

Λέκτορας Π. Σταϊκούρας

Λέκτορας Ν. Κουρογένης

Ιούλιος 2008

PENSION FUND MANAGEMENT

Πρόλογος	4
-----------------------	---

I. Κεφάλαιο Πρώτο: Βασικές Έννοιες

1. Ορισμοί και γενικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα.....	7
2. Κοινωνική Ασφάλιση-Οι τρεις Πυλώνες.....	16
3. Σχέδια Καθορισμένης Συμβολής και Σχέδια Καθορισμένων Οφελών.....	18
4. Διανεμητικό και Κεφαλαιοποιητικό Σύστημα χρηματοδότησης της Κοινωνικής Ασφάλισης.....	23
5. Προσωπικοί Λογαριασμοί Συνταξιοδότησης.....	30
6. Συστήματα συνταξιοδότησης στις χώρες του ΟΟΣΑ.....	33

II. Κεφάλαιο Δεύτερο: Επενδυτική Πολιτική και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

1. Θεσμικό Πλαίσιο Επενδύσεων.....	43
i. Επιχειρήματα για τους κανονισμούς χαρτοφυλακίων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων.....	46
ii. Εμπειρική έρευνα για τους κανονισμούς χαρτοφυλακίων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων.....	50
2. Διεθνής Διαφοροποίηση.....	58
3. Διάρθρωση Χαρτοφυλακίου Συνταξιοδοτικών Κεφαλαίων.....	62
i. Βέλτιστη σύνθεση χαρτοφυλακίων του συνταξιοδοτικού κεφαλαίου.....	71

III. Κεφάλαιο Τρίτο: Συνταξιοδοτικά Ταμεία και Αγορές Κεφαλαίων

1. Η επίδραση των Pension Funds στην Ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά.....	78
2. Pension Funds και Αναδυόμενες Αγορές.....	81
3. Η Αποδοτικότητα των Ελληνικών Χαρτοφυλακίων Συνταξιοδοτικών Ταμείων.....	90

IV. Κεφάλαιο Τέταρτο: ΤΣΜΕΔΕ

1. Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών Εργοληπτών Δημοσίων Έργων: γενικά χαρακτηριστικά.....	99
2. Διαχρονική Εξέλιξη Περιουσίας ΤΣΜΕΔΕ.....	105
3. Στρατηγικές Επένδυσης.....	110
4. Winners- Losers- Σενάρια Επένδυσης.....	111
5. Συμπεράσματα.....	122
Επίλογος.....	124
Βιβλιογραφία.....	127
Παράρτημα: Θεσμικό Πλαίσιο Επενδύσεων και Αξιοποίησης της Περιουσίας των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης.....	130

Πρόλογος

Η δημογραφική μετάβαση σε γηραιότερες κοινωνίες στις ανεπτυγμένες κυρίως χώρες και η επιθυμία των ατόμων να διατηρήσουν το βιοτικό τους επίπεδο υψηλό έχει εισάγει τα τελευταία χρόνια νέες προκλήσεις για τα δημόσια και ιδιωτικά συστήματα συνταξιοδότησης. Το γεγονός αυτό είναι που έχει οδηγήσει στην ταχεία ανάπτυξη των ιδιωτικών συστημάτων αλλά και της προσωπικής αποταμίευσης με σκοπό την παροχή επιπλέον εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση.

Η απουσία όμως κατάλληλων πολιτικών στα πλαίσια των μεταρρυθμίσεων των συνταξιοδοτικών συστημάτων εισάγει νέους κινδύνους ως προς τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος και τη δημοσιονομική αντοχή των οικονομιών. Τρεις είναι οι βασικοί τομείς στους οποίους πρέπει να επικεντρωθούν οι χαράσσοντες την πολιτική: α) έλεγχος και ρυθμιστικό καθεστώς, β) προσφορά κατάλληλων χρηματοοικονομικών εργαλείων, και γ) προστασία και ενημέρωση των δικαιούχων.

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι η περιγραφή των κυριότερων εννοιών και τάσεων που σχετίζονται με την παροχή συνταξιοδοτικής κάλυψης κυρίως στις χώρες του ΟΟΣΑ, ποια συστήματα έχουν υιοθετηθεί και ποια είναι τα χαρακτηριστικά τους. Επιπλέον η εργασία επικεντρώνεται στην επενδυτική πολιτική και στις στρατηγικές επένδυσης του αναπτυσσόμενου όγκου των κεφαλαίων αυτών και στη μελέτη ενός από τα πιο εύρωστα συνταξιοδοτικά ταμεία στην Ελλάδα, του Ταμείου Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ). Τέλος χρησιμοποιούμε εναλλακτικά σενάρια επένδυσης που υπακούοντας στο εθνικό θεσμικό πλαίσιο διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων θα μπορούσαν να έχουν εφαρμογή στο χαρτοφυλάκιο του υπό εξέταση ταμείου.

Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο επιχειρείται μια πρώτη ταξινόμηση των εννοιών που θα συναντήσουμε στην πορεία της μελέτης αυτής. Κατόπιν αναφερόμαστε στην έννοια της κοινωνικής ασφάλισης, στους τρεις διακεκριμένους πυλώνες των συνταξιοδοτικών συστημάτων καθώς και στις δύο κυρίαρχες τάσεις των συστημάτων αυτών, τα σχέδια καθορισμένης συμβολής και τα σχέδια καθορισμένων οφελών. Στο

κεφάλαιο αυτό της μελέτης μας αναλύουμε επίσης τις δύο βασικές απόψεις σχετικά με τη χρονική κατανομή των εισφορών των μελών ενός ταμείου σε σχέση με τις υποχρεώσεις του φορέα από τις οποίες η πρώτη οδηγεί στο σύστημα κεφαλαιοποίησης που είναι γνωστό ως διανεμητικό ή αναδιανεμητικό (Pay-As-You-Go), ενώ η δεύτερη οδηγεί στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα. Στη συνέχεια κάνουμε μια σύντομη αναφορά στα δύο συστήματα και εξετάζουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτών. Εξάλλου αναφερόμαστε και στο σύστημα PRA που ουσιαστικά αποτελεί την έκφραση του τρίτου πυλώνα και των ειδικών αποταμιευτικών λογαριασμών. Τέλος το κεφάλαιο κλείνει με τη μελέτη των συνταξιοδοτικών καθεστώτων των χωρών του ΟΟΣΑ.

Όσον αφορά στο δεύτερο κεφάλαιο, προχωρούμε στην ανάλυση του ρυθμιστικού πλαισίου όσον αφορά στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Οι κανόνες αυτοί αφορούν το ενεργητικό των ταμείων δηλαδή το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων αλλά και τις υποχρεώσεις. Η επόμενη ενότητα του κεφαλαίου αναφέρεται στη διεθνή διαφοροποίηση, τις πρόσφατες τάσεις στη συνταξιοδοτική αποταμίευση, το μέγεθος και την οικονομική της σημασία, και τις τάσεις στην κατανομή των κεφαλαίων στα διάφορα είδη επενδύσεων. Τέλος ένα άλλο βασικό ζήτημα με το οποίο ασχολούμαστε είναι ποιο ποσοστό των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων πρέπει να επενδυθεί σε μετοχές, και σε ποια αναλογία να βρίσκονται τα ομόλογα και τα λοιπά επενδυτικά προϊόντα.

Στο τρίτο κεφάλαιο μελετούμε αρχικά την επίδραση των Pension Funds στην Ευρωπαϊκή κεφαλαιαγορά. Στη συνέχεια αναφερόμαστε στα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη τα οποία βαθμιαία αντικαθίσταται από πλήρως κεφαλαιοποιητικά συστήματα καθορισμένης συμβολής, καθώς και τον αντίκτυπό τους στην ανάπτυξη των τοπικών αγορών, τους καθοριστικούς παράγοντες της απόδοσης των επενδύσεων και τις πρακτικές επένδυσης. Στην τελευταία ενότητα του κεφαλαίου μελετούμε την αποδοτικότητα των Ελληνικών χαρτοφυλακίων συνταξιοδοτικών ταμείων, τα πλαίσια επένδυσης στα οποία τα ελληνικά συνταξιοδοτικά ταμεία μπορούν να διαχειριστούν την περιουσία τους και το κόστος των ανεπαρκών στρατηγικών επένδυσης.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφάλαιο προχωρούμε στη μελέτη του Ταμείου Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ), τη διάρθρωσή του ως οργανισμού, την περιουσία του καθώς και τα πλεονεκτήματα και τις αδυναμίες του. Στη συνέχεια επικεντρωνόμαστε στα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου του ΤΣΜΕΔΕ, τη διαχρονική εξέλιξη της συνολικής του περιουσίας καθώς και την εξέλιξη του χαρτοφυλακίου αξιογράφων του. Τέλος προβαίνουμε στη δημιουργία χαρτοφυλακίων με βάση διάφορα σενάρια επένδυσης με χαρακτηριστικό αυτό της στρατηγικής *Winners-Losers* και συγκρίνουμε τις σωρευτικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που έχουμε κατασκευάσει με το πραγματικό χαρτοφυλάκιο του ταμείου.

I. Κεφάλαιο Πρώτο: Βασικές Έννοιες

1. Ορισμοί και γενικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα

Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια (Pension Funds) μπορούν να οριστούν ως χρηματοοικονομικοί μεσάζοντες υποστηριζόμενοι συνήθως από επιχειρήσεις χωρίς χρηματοοικονομικό χαρακτήρα. Οι τελευταίες συλλέγουν και επενδύουν τα κεφάλαια σε συγκεντρωμένη βάση για την ενδεχόμενη πληρωμή στα μέλη υπό μορφή συντάξεων και περιλαμβάνονται μεταξύ των σημαντικότερων ιδρυμάτων σε ορισμένες εθνικές χρηματιστικές αγορές.

Παραδοσιακά η έννοια της συνταξιοδότησης προσδιορίζεται ως οι περιοδικές εκείνες πληρωμές που γίνονται σε άτομα που βγαίνουν από την παραγωγική διαδικασία εφόσον έχουν συμπληρώσει ένα συγκεκριμένο όριο ηλικίας. Τα συστήματα των εν λόγω πληρωμών συμβάλλουν στην παροχή ασφάλειας στους δικαιούχους έναντι κινδύνων όπως η αβεβαιότητα ως προς τη διάρκεια ζωής, εργασίας, αλλά και τον κίνδυνο μείωσης της αγοραστικής δύναμης. Πριν όμως προχωρήσουμε είναι σκόπιμο να γίνει μια πρώτη ταξινόμηση των εννοιών που θα συναντήσουμε στην πορεία της μελέτης αυτής.

Συνταξιοδοτικό σχέδιο (pension plan): ένα συνταξιοδοτικό σχέδιο είναι μια δεσμευτική νομικά σύμβαση που έχει έναν ρητό στόχο συνταξιοδότησης σύμφωνα με τον οποίο τα οφέλη δεν μπορούν να καταβληθούν καθόλου ή χωρίς κάποια σημαντική ποινική ρήτρα εκτός αν ο δικαιούχος είναι είναι μεγαλύτερος ηλικιακά από μια νόμιμα καθορισμένη ηλικία συνταξιοδότησης. Αυτή η σύμβαση μπορεί να είναι μέρος μιας ευρύτερης σύμβασης απασχόλησης, ή μπορεί να απαιτηθεί από το νόμο. Οι όροι του συνταξιοδοτικού σχεδίου μπορούν να επιβληθούν από το νόμο ή το καταστατικό ή να υπάρχουν με τη μορφή προϋποθέσεων για ειδική φορολογική αντιμετώπιση, όπως συμβαίνει σε πολλά συνταξιοδοτικά προγράμματα με σκοπό να παρέχουν στα μέλη και τους δικαιούχους του σχεδίου ένα εισόδημα μετά την αποχώρηση. Εκτός από την

παροχή σύνταξης, τα συνταξιοδοτικά σχέδια μπορούν να προσφέρουν πρόσθετα οφέλη, όπως στην περίπτωση ανικανότητας, ασθένειας, και χηρείας.

Δημόσια συνταξιοδοτικά σχέδια: προγράμματα κοινωνικής ασφάλισης και παρόμοια νομικά προγράμματα που βρίσκονται υπό δημόσια διαχείριση (είτε κεντρική όπως είναι το κράτος, τοπικές κυβερνήσεις, καθώς επίσης και άλλοι οργανισμοί δημόσιου τομέα όπως τα ιδρύματα κοινωνικής ασφάλισης). Τα δημόσια συνταξιοδοτικά σχέδια έχουν χρηματοδοτηθεί παραδοσιακά μέσω του αναδιανεμητικού συστήματος (PAYG), αλλά μερικές χώρες του ΟΟΣΑ παρέχουν μερική χρηματοδότηση των δημόσιων συντάξεων ή έχουν αντικαταστήσει αυτά τα σχέδια με ιδιωτικά.

Ιδιωτικά συνταξιοδοτικά σχέδια: συνταξιοδοτικό σχέδιο που παρέχεται από ένα ίδρυμα εκτός από τη δημόσια διοίκηση. Τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά σχέδια μπορεί να παρέχονται άμεσα από έναν εργοδότη ιδιωτικού τομέα που ενεργεί ως χορηγός σχεδίων, ένα ιδιωτικό συνταξιοδοτικό ταμείο ή έναν ιδιωτικό οργανισμό. Τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά σχέδια μπορούν να συμπληρώσουν ή να αντικαταστήσουν τα δημόσια συνταξιοδοτικά σχέδια.

Επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια: η πρόσβαση σε τέτοια σχέδια ακολουθείται από μια σύμβαση απασχόλησης ή επαγγελματικής σχέσης μεταξύ του μέλους και της οντότητας που καθιερώνει το σχέδιο (χορηγός). Τα επαγγελματικά σχέδια μπορούν να καθιερωθούν από τους εργοδότες ή τις ομάδες αυτού (π.χ. ενώσεις βιομηχανίας) και τους εργασιακούς ή επαγγελματικούς συνδέσμους, από κοινού ή χωριστά. Το σχέδιο μπορεί να διαχειρίζεται άμεσα ο χορηγός ή ένας ανεξάρτητος οργανισμός (ένα συνταξιοδοτικό ταμείο ή ένας χρηματοδοτικός οργανισμός που ενεργεί ως συνταξιοδοτικός πάροχος).

- **Υποχρεωτικά επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια:** η συμμετοχή σε αυτά τα σχέδια είναι υποχρεωτική για τους εργοδότες και καθιερώνεται από το νόμο. Οι εργοδότες πρέπει να οργανώσουν (και να καταβάλλουν εισφορές) τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια στα οποία θα απαιτηθεί από τους εργαζομένους να συμμετάσχουν. Στην περίπτωση που οι εργοδότες είναι υποχρεωμένοι να προσφέρουν

ένα επαγγελματικό συνταξιοδοτικό σχέδιο, αλλά η συμμετοχή των υπαλλήλων είναι σε εθελοντική βάση, αυτά τα σχέδια θεωρούνται επίσης υποχρεωτικά.

- **Εθελοντικά επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια:** η καθιέρωση αυτών των σχεδίων είναι εθελοντική για τους εργοδότες (συμπεριλαμβανομένων εκείνων όπου υπάρχει αυτόματη συμμετοχή ως μέρος μιας σύμβασης απασχόλησης ή όπου ο νόμος απαιτεί από τους εργαζομένους να συμμετέχουν στα σχέδια που οργανώνονται σε εθελοντική βάση από τους εργοδότες τους). Σε μερικές χώρες, οι εργοδότες μπορούν σε εθελοντική βάση να καθιερώσουν επαγγελματικά σχέδια παρέχοντας οφέλη που αντικαθιστούν τουλάχιστον εν μέρει εκείνα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Αυτά τα σχέδια θεωρούνται εθελοντικά, ακόμα κι αν οι εργοδότες πρέπει να τα υιοθετήσουν προκειμένου να απαλλαχθούν (τουλάχιστον εν μέρει) από τις εισφορές κοινωνικής ασφάλισης.

Προσωπικά συνταξιοδοτικά σχέδια: η πρόσβαση σε αυτά τα σχέδια δεν είναι απαραίτητο να ακολουθείται από κάποια σχέση απασχόλησης. Τα σχέδια καθιερώνονται και διοικούνται άμεσα από ένα συνταξιοδοτικό ταμείο ή ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που ενεργεί ως συνταξιοδοτικός προμηθευτής χωρίς οποιαδήποτε επέμβαση των εργοδοτών. Τα άτομα αγοράζουν ανεξάρτητα και επιλέγουν τις υλικές πτυχές της συμφωνίας. Ο εργοδότης μπορεί εν τούτοις να καταβάλει εισφορές στα προσωπικά συνταξιοδοτικά σχέδια. Μερικά προσωπικά σχέδια μπορεί να έχουν περιορίσει τη δυνατότητα μέλους.

- **Υποχρεωτικά προσωπικά συνταξιοδοτικά σχέδια:** αυτά είναι προσωπικά σχέδια στα οποία η συμμετοχή είναι υποχρεωτική. Τα άτομα απαιτείται να καταβάλλουν συνταξιοδοτικές εισφορές σε ένα συνταξιοδοτικό σχέδιο της επιλογής τους – κανονικά μέσα από μια ορισμένη γκάμα επιλογών – ή σε ένα συγκεκριμένο συνταξιοδοτικό σχέδιο.

- **Εθελοντικά προσωπικά συνταξιοδοτικά σχέδια:** η συμμετοχή σε αυτά τα σχέδια είναι εθελοντική για τα άτομα. Από το νόμο τα άτομα δεν είναι υποχρεωμένα να συμμετέχουν σε ένα συνταξιοδοτικό σχέδιο. Τα εθελοντικά προσωπικά σχέδια

περιλαμβάνουν εκείνα τα σχέδια στα οποία τα άτομα μπορούν να συμμετάσχουν εάν επιλέξουν να αντικαταστήσουν μέρος των οφελών κοινωνικής ασφάλισης τους με οφέλη από τα προσωπικά συνταξιοδοτικά σχέδια.



Επαγγελματικά Σχέδια Καθορισμένης Συμβολής και Καθορισμένων Οφελών (Defined benefit vs. Defined contribution occupational pension plans)

Επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια καθορισμένης συμβολής (DC): επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια στα οποία ο χορηγός σχεδίων καταβάλλει

σταθερές εισφορές και δεν έχει καμία νομική υποχρέωση να καταβάλει περαιτέρω εισφορές σε ένα τρέχον σχέδιο σε περίπτωση δυσμενούς έκβασης του σχεδίου

Επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια καθορισμένων οφελών (DB): μπορούν γενικά να ταξινομηθούν σε έναν από τρεις κύριους τύπους, "παραδοσιακά", "μικτά" και "υβριδικά" σχέδια.

- **"Παραδοσιακό" σχέδιο DB:** τα οφέλη DB σχεδίων συνδέονται μέσω ενός τύπου με τις αμοιβές ή τους μισθούς των μελών, της διάρκειας απασχόλησης, ή άλλων παραγόντων.

- **"Υβριδικό" σχέδιο DB:** ένα σχέδιο DB όπου τα οφέλη εξαρτώνται από ένα ποσοστό απόδοσης που πιστώνεται στις εισφορές, όπου αυτό το ποσοστό απόδοσης είτε διευκρινίζεται στους κανόνες σχεδίων ή είναι συνάρτηση της πραγματικής απόδοσης οποιωνδήποτε ενισχυτικών κεφαλαίων ενώ υπάρχει και μια ελάχιστη εγγυημένη απόδοση που διευκρινίζεται στους κανόνες του σχεδίου.

- **"Μικτά" σχέδια DB:** ένα σχέδιο DB που έχει χαρακτηριστικά και από τους δύο τύπους σχεδίων (DB, DC) αλλά που αντιμετωπίζονται ως τμήμα του ίδιου σχεδίου.

Προστατευμένα και Μη Προστατευμένα Σχέδια

Αυτή η ταξινόμηση γίνεται από την προοπτική του συνταξιοδοτικού ταμείου και ισχύει για τα προσωπικά συνταξιοδοτικά σχέδια και τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια καθορισμένης συμβολής.

Μη προστατευμένο συνταξιοδοτικό σχέδιο: ένα σχέδιο (προσωπικό συνταξιοδοτικό σχέδιο ή επαγγελματικό συνταξιοδοτικό σχέδιο καθορισμένης συμβολής) όπου το συνταξιοδοτικό σχέδιο/ταμείο ή ο συνταξιοδοτικός προμηθευτής δεν προσφέρουν οποιοδήποτε έσοδο από επενδύσεις ή εγγύηση οφέλους.

Προστατευμένο συνταξιοδοτικό σχέδιο: ένα σχέδιο (προσωπικό συνταξιοδοτικό σχέδιο ή επαγγελματικό συνταξιοδοτικό σχέδιο καθορισμένης συμβολής) όπου οι εγγυήσεις ή οι υποσχέσεις μπορούν να προσφερθούν από το συνταξιοδοτικό σχέδιο/ταμείο ή τον προμηθευτή του σχεδίου (πχ εγγυημένο ποσοστό απόδοσης)

Χρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών σχεδίων

Αυτόνομα συνταξιοδοτικά κεφάλαια: Σύνολο κεφαλαίων που σχηματίζουν ανεξάρτητη νομική οντότητα με αποκλειστική αρμοδιότητα την κάλυψη των συνταξιοδοτικών πληρωμών των σχεδίων επαγγελματικών ή προσωπικών. Τα μέλη του σχεδίου/ταμείου έχουν νομικά ή μέσω της σύμβασης κατοχυρωμένο δικαίωμα στην περιουσία του ταμείου. Τα συνταξιοδοτικά αυτά κεφάλαια παίρνουν είτε κάποια νομική μορφή ειδικού σκοπού (ταμείο, ίδρυμα ή εταιρία) είτε τη μορφή ταμείου χωρίς νομική προσωπικότητα η οποία είναι κάτω από τη διαχείριση μιας εταιρίας ή κάποιου είδους χρηματοπιστωτικού οργανισμού για λογαριασμό των μελών.

Book reserved pension plans: ποσά που καταχωρούνται στον ισολογισμό του χορηγού ως επιφυλάξεις ή αποθεματικά για την παροχή επαγγελματικής σύνταξης. Μερικά κεφάλαια μπορούν να καταχωρηθούν σε ξεχωριστούς λογαριασμούς με σκοπό τη χρηματοδότηση των οφελών, αλλά δεν αποτελούν κεφάλαια συνταξιοδοτικών σχεδίων βάσει του νόμου. Οι περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ δεν επιτρέπουν αυτήν την μέθοδο. Εξάλλου σε όσες χώρες επιτρέπονται αυτά τα σχέδια, πρέπει να υπάρχει επίσης κάποια εξασφάλιση ενάντια στην πτώχευση του χορηγού μέσω ρύθμισης εγγύησης αφερεγγυότητας.

Συμβάσεις συνταξιοδοτικής ασφάλειας: ασφαλιστικές συμβάσεις που ρυθμίζουν τις εισφορές στα συνταξιοδοτικά σχέδια μέσω μιας ασφαλιστικής εταιρίας η οποία καλείται να καταβάλλει τις πληρωμές μετά τη συνταξιοδότηση του μέλους ή μετά από μια πρόωρη αποχώρηση του από την εργασία.

Γενικά χαρακτηριστικά γνωρίσματα

Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έχουν δύο κυρίως μορφές -συγκεκριμένα, τα σχέδια καθορισμένων οφελών και καθορισμένης συμβολής -που διαφέρουν στη διανομή του κινδύνου μεταξύ του μέλους και του χορηγού (χαρακτηριστικά μια μη οικονομική επιχείρηση). Στα πρώτα, ο χορηγός αναλαμβάνει να πληρώσει στα μέλη μια σύνταξη σχετική με τις αποδοχές κατά την ενεργό συμμετοχή του εργαζομένου στην παραγωγική διαδικασία, όπως ένα προκαθορισμένο ποσοστό του τελικού ή μέσου μισθού βάσει των ετών υπηρεσίας, ή ένα συγκεκριμένο ποσό ως επίδομα για κάθε χρόνο υπηρεσίας. Ως εκ τούτου τα μέλη ανταλλάσσουν μισθούς με συντάξεις, ενώ οι εργοδότες φέρουν τον επενδυτικό κίνδυνο, αναγκασμένοι να καταβάλλουν τις πληρωμές ακόμα κι αν το κεφάλαιο αποδεικνύεται ανεπαρκές. Το χαρακτηριστικό αυτό γνώρισμα της ανάληψης του κινδύνου είναι απών από τα σχέδια καθορισμένης συμβολής, όπου οι εισφορές είναι καθορισμένες και τα οφέλη ποικίλλουν ανάλογα με τις αποδόσεις της αγοράς ενώ όλο τον κίνδυνο τον φέρει ο υπάλληλος. Στην περίπτωση μιας απότομης πτώσης του χρηματιστηρίου ακριβώς πριν από τη συνταξιοδότηση, τέτοιοι κίνδυνοι για τα σχέδια καθορισμένης συμβολής μπορούν να είναι αρκετά σοβαροί. Επιπλέον, με τα σχέδια καθορισμένων οφελών μπορεί να υπάρξει μια μεταφορά του κινδύνου μεταξύ των νέων εργαζομένων που μπορούν να αντέξουν τον επενδυτικό κίνδυνο, και των παλαιότερων εργαζομένων και συνταξιούχων. Αυτό επιτρέπει σε τέτοια κεφάλαια να διακρατούν υψηλά ποσοστά σε μετοχικές αξίες ανταλλάσσοντας έτσι κίνδυνο με απόδοση.

Τα κύρια χαρακτηριστικά γνωρίσματα των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μπορούν να αναλυθούν εν μέρει μέσω της αντιπαράθεσης τους με άλλους τύπους παροχών για το τμήμα του πληθυσμού που έχει αποσυρθεί από την εργασία. Ως εκ τούτου, αντίθετα από αναδιανεμητικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια, όπου οι εισφορές των εργαζομένων καταβάλλονται άμεσα στους συνταξιούχους, μεγάλες ποσότητες κεφαλαίων συσσωρεύονται από ή εξ ονόματος των εργαζομένων για την κάλυψη των συντάξεων τους, και δεν υπάρχει καμία μεταφορά ή αναδιανομή μεταξύ γενεών. Αντίθετα από την κοινωνική ασφάλιση, οι συντάξεις των επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα προσαρμόσιμες στις

ποικίλες περιστάσεις και στα επίπεδα κάλυψης που μπορούν να απαιτηθούν. Πάλι, η παροχή συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι συνήθως εθελοντική για τις επιχειρήσεις και ως εκ τούτου η κάλυψη είναι συνήθως πολύ χαμηλότερη απ' ό,τι για την κοινωνική ασφάλιση, εκτός από χώρες όπως η Ελβετία και η Αυστραλία, όπου η παροχή ιδιωτικών συντάξεων είναι υποχρεωτική. Αντίθετα από τις τράπεζες, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια επωφελούνται από τις κανονικές εισροές των κεφαλαίων σε συμβατική βάση και από τα μακροπρόθεσμα στοιχεία του παθητικού τα οποία μαζί χειρίζονται λίγο κίνδυνο ρευστότητας. Οι κυριότεροι κίνδυνοι είναι μάλλον εκείνοι των ανακριβών εκτιμήσεων όσον αφορά τη θνησιμότητα όπως επίσης ισχύει ότι τα συνταξιοδοτικά καθεστώτα καθορισμένων οφελών μπορεί να πάσχουν από την επιρροή στα στοιχεία του παθητικού των απροσδόκητων αλλαγών στους μισθούς, των πληρωμών εκτός προγράμματος, και των νομικών αλλαγών (π.χ. ίσες ηλικίες συνταξιοδότησης).

Λαμβάνοντας υπόψη τη φύση των στοιχείων του παθητικού, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορούν να επικεντρώσουν τα χαρτοφυλάκια τους στα μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία που παράγουν τις υψηλότερες αποδόσεις και να αντισταθμίσουν τον αυξανόμενο κίνδυνο μέσω της κατοχής αξιογράφων των οποίων οι αποδόσεις έχουν μικρό συντελεστή συσχέτισης. Η συγκέντρωση διευκολύνεται από το μέγεθος των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων γεγονός που μειώνει τα κόστη διαχείρισης, πληροφόρησης, και συναλλαγών και διευκολύνει την επένδυση στα μεγάλα αδιάθετα περιουσιακά στοιχεία, όπως η εμπορική ιδιοκτησία. Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έχουν την ικανότητα να βοηθήσουν την ανάπτυξη των κύριων αγορών, αν και αυτό μπορεί να εμποδιστεί από θεσμικούς περιορισμούς στα χαρτοφυλάκια ή από τη δομή και συμπεριφοράς του διοικητικού τομέα των κεφαλαίων.

Εν τω μεταξύ, αντίθετα από άλλους τύπους θεσμικών επενδυτών (όπως οι ασφάλειες ζωής και τα αμοιβαία κεφάλαια), τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στις περισσότερες χώρες ωφελούνται από τη φορολογική απαλλαγή. Οι εισφορές είναι αφορολόγητες όπως αφορολόγητα είναι τα κεφαλαιακά και τα κέρδη από τους τόκους ενώ ο φόρος πληρώνεται μόνο στην καταβολή της σύνταξης μετά την αποχώρηση. Ως εκ τούτου, και για την επιχείρηση-χορηγό και για τους υπαλλήλους - ή για το άτομο, στην περίπτωση της προσωπικής σύνταξης - τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι ανώτερα

από εναλλακτικές λύσεις. Επιπλέον, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι γενικά συμβατικά ετήσια επιδόματα, που σημαίνει ότι οι αναλήψεις ποσών κατ' αποκοπή αποκλείονται ακόμη και κατά τη διάρκεια της περιόδου όταν οι αξιώσεις είναι πληρωτές μετά από την αποχώρηση. Αντίθετα, για τις ασφάλειες ζωής, η πρόωρη καταβολή της πληρωμής είναι δυνατή (με κάποιο κόστος). Τα μέλη των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι πρόθυμα να δεχτούν χαμηλή ρευστότητα, λαμβάνοντας υπόψη τη δυνατότητα για υψηλότερες αποδόσεις (με μεγαλύτερο κίνδυνο) μέσα στα επιτρεπτά όρια μαζί βέβαια και με τα οφέλη της φορολογικής απαλλαγής και ανεπιφύλακτη ασφάλεια του επιπέδου της σύνταξης από το χορηγό (στα σχέδια καθορισμένων οφελών). Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια τείνουν επίσης να έχουν τους πιο φιλελεύθερους κανονισμούς όσον αφορά στη σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους σε σχέση με τις ασφαλιστικές εταιρείες, εν μέρει λόγω των χαμηλότερων κινδύνων φερεγγυότητας ως αποτέλεσμα των συμβατικών ετήσιων επιδομάτων τα οποία τους επιτρέπουν στη συνέχεια να προσφέρουν υψηλές αποδόσεις.

2. Κοινωνική ασφάλιση-Οι τρεις πυλώνες

Οι τρεις διακεκριμένοι πυλώνες των συνταξιοδοτικών συστημάτων είναι κρατική σύνταξη, η επαγγελματική σύνταξη και οι προσωπικές συντάξεις.

Ο πρώτος πυλώνας είναι το βασικό κρατικό σχέδιο, στο οποίο η συμμετοχή είναι συνήθως υποχρεωτική. Αυτά τα σχέδια χρηματοδοτούνται συνήθως μέσω του αναδιανεμητικού συστήματος (PAYG), σύμφωνα με το οποίο οι εισφορές των εργαζομένων σήμερα χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν τις συνταξιοδοτικές πληρωμές των συνταξιούχων. Τα συνταξιοδοτικά οφέλη είναι εγγυημένα από το κράτος και το σχέδιο ρυθμίζεται από μια δημόσια υπηρεσία. Σε κοινοτικό επίπεδο, ο κανονισμός 1408/71 συντονίζει αυτά τα σχέδια.

Τα σχέδια στο δεύτερο πυλώνα χαρακτηρίζονται από μια σύνδεση με την απασχόληση, σε ένα επάγγελμα και είναι γνωστά ως "επαγγελματικά σχέδια". Λειτουργούν συνήθως σε χρηματοδοτούμενη βάση: ο εργοδότης και οι εργαζόμενοι αποταμιεύουν τις εισφορές, οι οποίες επενδύονται και χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτηθούν οι μελλοντικές συνταξιοδοτικές πληρωμές. Επιπλέον, παρέχουν συχνά κάλυψη για διάφορους κινδύνους όπως θάνατος, αναπηρία και μακροζωία. Τα επαγγελματικά σχέδια μπορούν να οργανωθούν με πολλούς διαφορετικούς τρόπους:

α) Δημιουργία –ή συμμετοχή – σε ένα συνταξιοδοτικό ταμείο χωριστό από τον εργοδότη (αυτό απαραίτητως δεν υπονοεί ότι το ταμείο πρέπει να αποτελεί ξεχωριστό νομικό πρόσωπο). Το ταμείο λαμβάνει τις εισφορές, τις επενδύει και πληρώνει τα οφέλη. Τα ταμεία διακρίνονται σε "**ανοικτά**" (επιχειρήσεις από διάφορους βιομηχανικούς τομείς μπορούν να συμμετέχουν) ή "**κλειστά**" (η συμμετοχή περιορίζεται σε μια επιχείρηση, ή μια ομάδα επιχειρήσεων, ή σε ένα συγκεκριμένο κλάδο). Μπορούν να υπάρξουν σχέδια "**καθορισμένων οφελών**" (όπου ένα δεδομένο επίπεδο οφελών καθορίζεται) ή "**καθορισμένης συμβολής**" (όπου τα οφέλη ποικίλλουν σύμφωνα με τις αποδόσεις των κεφαλαίων που επενδύονται) ή υβριδικά σχέδια (όπου συνδυάζονται τα χαρακτηριστικά των δύο προηγούμενων σχεδίων).

β) Συνδρομή σε μια ομαδική σύμβαση ασφάλειας ζωής σύμφωνα με την οποία οι εισφορές είναι πληρωμένες σε μια ασφαλιστική εταιρεία που τις επενδύει και πληρώνει τα οφέλη. Η τελευταία εγγυάται τις καταβολές των επιδομάτων. Οι εταιρείες ασφαλειών ζωής είναι ήδη ρυθμισμένες σε κοινοτικό επίπεδο.

γ) Μη αυτόνομα συνταξιοδοτικά κεφάλαια όπου ο εργοδότης αναλαμβάνει να πληρώσει τα οφέλη στους υπαλλήλους του και καταχωρεί τις πληρωμές ως υποχρεώσεις στο παθητικό του ισολογισμού του. Αυτή η παροχή καταχωρείται ξεχωριστά αλλά δεν αποτελεί μια χωριστή θεσμική μονάδα από τον εργοδότη.

Ο τρίτος πυλώνας αποτελείται από όλη την αποταμίευση που γίνεται από ένα άτομο για τα γηρατειά του. Αποτελεί προσωπική αποταμίευση που πρέπει να διακριθεί από την προληπτική αποταμίευση για το εγγύς μέλλον. Τα προγράμματα του τρίτου πυλώνα γενικά αποτελούνται από τις συμβάσεις που προσυπογράφονται από τα άτομα με φορείς παροχής υπηρεσιών όπως οι ασφαλιστικές εταιρείες (εκτός από τις ομαδικές ασφαλιστικές συμβάσεις) ή κάποιο άλλο οργανισμό.

Εκτός των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στις χώρες του ΟΟΣΑ η κοινωνική ασφάλιση βάσει και της καθολικότητας και του πεδίου της, είναι αναμφισβήτητο το βασικό στοιχείο του πλαισίου της συνταξιοδοτικής παροχής και το έναυσμα για την ανάπτυξη των ιδιωτικών συντάξεων. Ενωσιολογικά, η κοινωνική ασφάλιση υπερνικά τους κινδύνους της κεφαλαιαγοράς όπως είναι ο πληθωρισμός και η ύφεση στους οποίους τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορούν να είναι ευάλωτα, καθώς επίσης προσφέρει πλεονεκτήματα από την άποψη της αναδιανομής. Βέβαια αυτό επιτυγχάνεται με κόστος από την άποψη της ευαισθησίας στον πολιτικό κίνδυνο βάσει του οποίου οι υποσχέσεις οφελών μπορεί να ανακληθούν (πχ λόγω δυσμενών εξελίξεων στην αγορά εργασίας όπως η γήρανση του πληθυσμού), και να δημιουργηθούν πολυάριθμες στρεβλώσεις στην ελεύθερη λειτουργία των αγορών.

3. Σχέδια Καθορισμένης Συμβολής και Σχέδια Καθορισμένων Οφελών

Προκειμένου να ερευνηθούν οι πτυχές των συνταξιοδοτικών σχεδίων πληρέστερα είναι χρήσιμο να καθοριστούν μερικοί όροι. Τα συνταξιοδοτικά σχέδια περιγράφονται από την άποψη "ποιος παίρνει τα οφέλη," "πότε πληρώνονται τα οφέλη," σε ποιο ύψος ανέρχονται και ποιο είναι το ποσοστό εισφορών που χρειάζεται για να στηρίξει το σύστημα.

Υπάρχουν όπως έχουμε ήδη αναφέρει δύο τύποι συνταξιοδοτικών σχεδίων: τα σχέδια **καθορισμένης συμβολής** και τα σχέδια **καθορισμένων οφελών**. Σε ένα **σχέδιο καθορισμένης συμβολής**, ένα υπόδειγμα διευκρινίζει το χρηματικό ποσό που πρέπει να συνεισφερθεί στο σχέδιο, αλλά δεν διευκρινίζει τις πληρωμές των οφελών. Οι κανόνες εισφοράς αποτελούν συνήθως ένα προκαθορισμένο τμήμα του μισθού (π.χ., ο εργοδότης συμβάλλει 10% των ετήσιων απολαβών του υπαλλήλου στο σχέδιο), αν και αυτό το ποσοστό δεν χρειάζεται να είναι σταθερό καθ' όλη τη σταδιοδρομία ενός υπαλλήλου. Το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο αποτελείται από ένα σύνολο ατομικών λογαριασμών επένδυσης, ένα για κάθε ασφαλισμένο υπάλληλο. Τα συνταξιοδοτικά οφέλη δεν διευκρινίζονται, εκτός από αυτό κατά τη συνταξιοδότηση βάσει του οποίου ο υπάλληλος αποκτά πρόσβαση στη συνολική συσσωρευμένη αξία των εισφορών και των αποδοχών και των αποδόσεών τους. Αυτά τα κεφάλαια μπορούν να χρησιμοποιηθούν με τη μορφή ετήσιου επιδόματος, ή μπορούν να ληφθούν εφάπαξ.

Σε ένα σχέδιο καθορισμένης συμβολής, ο συμμετέχων υπάλληλος έχει συχνά κάποια επιλογή πέρα από το επίπεδο των εισφορών και από τον τρόπο που αυτές επενδύονται. Σε γενικές γραμμές, οι εισφορές θα μπορούσαν να επενδυθούν σε οποιαδήποτε περιουσιακά στοιχεία, αν και στην πράξη τα περισσότερα σχέδια περιορίζουν τις επιλογές επένδυσης σε ομόλογα, μετοχές, και κεφάλαια της χρηματαγοράς. Ο υπάλληλος φέρει όλο τον επενδυτικό κίνδυνο, ο λογαριασμός συνταξιοδότησης είναι εξ ορισμού πλήρως χρηματοδοτούμενος από τις εισφορές, και ο εργοδότης δεν έχει καμία νομική υποχρέωση πέρα από το να καταβάλλει αυτές τις περιοδικές εισφορές. Επομένως σε ένα σχέδιο καθορισμένης συμβολής ένα μεγάλο μέρος του στόχου της μελλοντικής εισοδηματικής αποκατάστασης αφορά τον υπάλληλο.

Αντίθετα σε ένα **σχέδιο καθορισμένων οφελών** το συνταξιοδοτικό υπόδειγμα διευκρινίζει τα εισοδηματικά οφέλη που καταβάλλονται μετά τη συνταξιοδότηση. Το υπόδειγμα των παροχών λαμβάνει υπόψη χαρακτηριστικά τα έτη υπηρεσίας και το επίπεδο αμοιβών ή μισθού (π.χ., ο εργοδότης πληρώνει σε έναν συνταξιούχο ένα ετήσιο επίδομα από τη στιγμή της συνταξιοδότησης μέχρι το θάνατο, το ύψος του οποίου μπορεί να είναι ίσο με 1% επί των τελικών ετήσιων αποδοχών του πολλαπλασιασμένων με τα χρόνια υπηρεσίας.)

Το ύψος των εισφορών δε διευκρινίζεται, και ο εργοδότης (αποκαλούμενος ως χορηγός) ή μια ασφαλιστική εταιρεία που μισθώνεται από το χορηγό, εγγυάται τα οφέλη και απορροφά έτσι τον επενδυτικό κίνδυνο. Η υποχρέωση του χορηγού να πληρώσει τις υποσχόμενες παροχές είναι παρόμοια με μια μακροπρόθεσμη υποχρέωση του εργοδότη.

Όπως παρατηρείται στις περισσότερες χώρες σε όλο τον κόσμο η εφαρμογή των σχεδίων καθορισμένων οφελών είναι ευρύτερη αυτής των σχεδίων καθορισμένης συμβολής. Το γεγονός αυτό παρατηρείται και στις Ηνωμένες Πολιτείες, αν και η τάση από τα μέσα της δεκαετίας του '70 είναι οι χορηγοί να επιλέγουν τη μορφή της καθορισμένης συμβολής κατά την έναρξη νέων σχεδίων. Οι δύο τύποι σχεδίων δεν είναι, εντούτοις, αμοιβαία αποκλεισμένοι. Πολλοί χορηγοί υιοθετούν τα σχέδια καθορισμένων οφελών ως "αρχικό" στάδιο, στο οποίο η συμμετοχή είναι υποχρεωτική, και τα συμπληρώνουν με τα εθελοντικά σχέδια καθορισμένης συμβολής. Επιπλέον, αρκετές φορές υιοθετούνται υβριδικά σχέδια τα οποία συνδυάζουν τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα και των δύο τύπων. Παραδείγματος χάριν, σε ένα σχέδιο "ταμειακού υπολοίπου" (cash-balance plan) κάθε υπάλληλος έχει έναν ατομικό λογαριασμό όπου συσσωρεύει το μερίδιό του. Κάθε έτος, οι υπάλληλοι ενημερώνονται για το ποσό που έχουν συσσωρεύσει στο λογαριασμό τους, και εάν αποχωρούν από την εταιρία, μπορούν να εισπράξουν αυτό το ποσό. Εάν μένουν μέχρι την ηλικία συνταξιοδότησης, εντούτοις, λαμβάνουν ένα ετήσιο επίδομα που καθορίζεται από τον τύπο παροχών του σχεδίου. Μια παραλλαγή αυτού του σχεδίου είναι ένα σχέδιο καθορισμένης συμβολής με ένα εγγυημένο ελάχιστο ετήσιο επίδομα σύνταξης που καθορίζεται από ένα

υπόδειγμα καθορισμένων οφελών. Αυτά τα σχέδια λαμβάνουν υπόψη συνήθως τα οφέλη που παρέχονται από το κρατικό σύστημα συνταξιοδότησης.

Από την προοπτική των υπαλλήλων, το σημαντικότερο πλεονέκτημα της προσέγγισης των καθορισμένων οφελών είναι ότι προσφέρει τους συμμετέχοντες που παραμένουν στον ίδιο εργοδότη ένα εγγυημένο όφελος σχεδιασμένο να αντικαταστήσει το εισόδημα από την εργασία στην περίπτωση της πρόωρης συνταξιοδότησής τους. Η βασική ατέλεια των ιδιωτικών σχεδίων καθορισμένων οφελών στις περισσότερες χώρες είναι ότι δεν προσφέρουν μια σαφή προστασία από τον πληθωρισμό. Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της προσέγγισης καθορισμένης συμβολής είναι ότι προσφέρει στους συμμετέχοντες ένα πιο εύκαμπτο τρόπο συνταξιοδοτικής αποταμίευσης η αξία του οποίου πριν την αποχώρηση είναι ευκολότερο να κατανοηθεί και να μετρηθεί.

Επιπλέον μερικοί υπάλληλοι βλέπουν αρκετά ελκυστική τη δυνατότητα εφάπαξ καταβολής του ποσού βάσει του σχεδίου καθορισμένης συμβολής. Τα υβριδικά συνταξιοδοτικά σχέδια, όπως αυτά που προαναφερθήκαν σχεδιάζονται συχνά ώστε να συνδυάζουν τα καλύτερα χαρακτηριστικά γνωρίσματα και των δύο αμιγών τύπων.

Οι οικονομικοί κίνδυνοι στους οποίους εκτίθεται ο πάροχος ενός σχεδίου καθορισμένης συμβολής (σε αντιδιαστολή με τους δικαιούχους) είναι ελάχιστοι. Σε μερικές περιπτώσεις, απλώς ο χορηγός και οι διαχειριστές που απασχολεί επιλέγουν τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων και ως εκ τούτου υπάρχει ένας κίνδυνος νομικής δράσης που αφορά τους δικαιούχους λόγω αναποτελεσματικής επένδυσης. Βέβαια όλο και περισσότερο οι υπάλληλοι αφήνονται να αποφασίσουν οι ίδιοι για την κατανομή των εισφορών τους μέσω της επιλογής των αμοιβαίων κεφαλαίων (π.χ. στο αμερικάνικο σύστημα) οπότε και η μόνη υποχρέωση του χορηγού είναι να διατηρηθούν οι εισφορές.

Όσον αφορά στους στόχους χαρτοφυλακίων, ένα συνταξιοδοτικό σχέδιο καθορισμένης συμβολής πρέπει σε γενικές γραμμές να επιδιώξει να μεγιστοποιήσει την απόδοση για έναν δεδομένο κίνδυνο, ώστε να επιτευχθεί όσο το δυνατόν υψηλότερη αναλογία αντικατάστασης στην αποχώρηση του δικαιούχου. Όπως σημειώνεται από τον Blake (1997), προκειμένου να επιλεχτεί το κατάλληλο σημείο στα σύνορα των

αποδοτικών χαρτοφυλακίων (που δείχνουν όπου η απόδοση μεγιστοποιείται για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου), είναι απαραίτητο να καθορισθεί ο βαθμός ανοχής κινδύνου του μέλους, καθώς όσο υψηλότερος ο αποδεκτός κίνδυνος, τόσο υψηλότερη η αναμενόμενη αξία στην αποχώρηση. Το κεφάλαιο θα πρέπει επίσης να μετατοπιστεί στις επενδύσεις χαμηλότερου κινδύνου για τους παλαιότερους εργαζομένους καθώς πλησιάζουν την ηλικία συνταξιοδότησης, μειώνοντας τη σταθμισμένη διάρκεια όπως και την έκθεση στην αστάθεια της αγοράς.

Έως ότου χρειαστεί μετατόπιση της επένδυσης προς τις ομολογίες, οι υψηλές αποδόσεις των μετοχικών τίτλων είναι πιθανό να εξασφαλίσουν ότι ένα σημαντικό μερίδιο του χαρτοφυλακίου αποτελείται από αυτές, ανάλογα με το βαθμό αποστροφής κινδύνου. Όπου οι εργοδότες επιλέγουν το μίγμα επένδυσης, ο βαθμός αποστροφής κινδύνου είναι πιθανό να αφορά το φόβο της προσφυγής στο δικαστήριο όταν μειώνεται η αξία λόγω επιθετικών τοποθετήσεων ενώ όπου οι υπάλληλοι επιλέγουν τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου η αποστροφή κινδύνου είναι αμεσότερη.

Αντίθετα από τα κεφάλαια καθορισμένης συμβολής, τα κεφάλαια καθορισμένων οφελών υπόκεινται σε ένα ευρύ φάσμα κινδύνων:

- Οι πραγματικές αποδοχές εργασίας έχουν επιπτώσεις στην αναλογία αντικατάστασης που μπορεί να χρηματοδοτηθεί από το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο, και εφόσον συνήθως πρέπει να υπάρχει ένα ορισμένο ποσοστό αντικατάστασης, το κεφάλαιο υπόκειται σε κίνδυνο μέσω αυτής της υποχρέωσης.
- Τα στοιχεία του παθητικού επηρεάζονται επίσης από τα επιτόκια στα οποία οι μελλοντικές συνταξιοδοτικές πληρωμές είναι προεξοφλημένες, και ως εκ τούτου υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι επιτοκίου.
- Ο κίνδυνος θνησιμότητας έχει επιπτώσεις στο κόστος των ετήσιων επιδομάτων που παρέχονται από το ταμείο.
- Οι μειωμένες αποδόσεις έχουν επιπτώσεις στην ισορροπία ενεργητικού/υποχρεώσεων.
- Υπάρχουν επίσης κίνδυνοι απροσδόκητων αλλαγών στη νομοθεσία που μπορούν και να αλλάξουν το μέγεθος των υποχρεώσεων.

Τα στοιχεία του παθητικού των κεφαλαίων καθορισμένων οφελών είναι ουσιαστικά, εξ αιτίας της εγγύησης του χορηγού, μια μορφή εταιρικού χρέους (Bodie 1991). Οι κατάλληλες στρατηγικές επένδυσης εξαρτώνται από τη φύση της υποχρέωσης που υφίσταται, εάν οι συντάξεις είναι δεικτοποιημένες καθώς και από τη δημογραφική δομή του εργατικού δυναμικού. Οι στρατηγικές επένδυσης επηρεάζονται επίσης από τους κανόνες ελάχιστης χρηματοδότησης που επιβάλλονται από τις αρχές που καθορίζουν το μέγεθος των πλεοναζόντων περιουσιακών στοιχείων. Αυτοί οι κανόνες όπως για τις ασφαλιστικές εταιρίες, ενέχουν κίνδυνο ελλείμματος.

4. Διανεμητικό και Κεφαλαιοποιητικό Σύστημα χρηματοδότησης της Κοινωνικής Ασφάλισης

Η κοινωνική ασφάλιση αποβλέπει στην προστασία των μελών της κοινωνίας που δεν είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν μόνοι τους τις αναγκαίες οικονομικές επιβαρύνσεις της ζωής, ιδιαίτερα όταν δεν μπορούν να εξασφαλίσουν εισοδήματα από εργασία λόγω ασθένειας ή ατυχήματος ή αναπηρίας ή λόγω μιας ορισμένης ηλικίας. Την ευθύνη της υλοποίησης των παροχών προς τους ασφαλισμένους έχουν αναλάβει οι κοινωνικοί φορείς ασφάλισης.

Η μέθοδος χρηματοδότησης των παροχών είναι πολύ σημαντική γιατί ένα ταμείο κοινωνικής ασφάλισης πρέπει να εξασφαλίζει την υλοποίηση όχι μόνο των τωρινών παροχών, αλλά και αυτών που είναι πιθανό ότι θα προκύψουν μελλοντικά. Υπάρχουν δύο βασικές απόψεις σχετικά με τη χρονική κατανομή των εισφορών των μελών ενός ταμείου σε σχέση με τις υποχρεώσεις του φορέα. Σύμφωνα με την πρώτη άποψη, το σύνολο των εισφορών που εισπράττονται σήμερα θα πρέπει να είναι επαρκές για να καλύψει τις άμεσες υποχρεώσεις προς τους τωρινούς συνταξιούχους. Σύμφωνα με τη δεύτερη άποψη, η εισφορά θα πρέπει να τίθεται σε ύψος που να επιτρέπει την ολική ή εν μέρει κεφαλαιοποίηση, ώστε να αντιμετωπιστούν οι μελλοντικές υποχρεώσεις του φορέα. Η πρώτη άποψη οδηγεί στο σύστημα κεφαλαιοποίησης που είναι γνωστό ως διανεμητικό ή αναδιανεμητικό (Pay-As-You-Go), ενώ η δεύτερη οδηγεί στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα. Στη συνέχεια θα κάνουμε μια σύντομη αναφορά στα δύο συστήματα και θα εξετάσουμε τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτών.

Το διανεμητικό σύστημα βασίζεται σε μια πολύ απλή διαδικασία. Οι εισφορές της παρούσας γενιάς των εργαζομένων χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν τις παροχές της παρούσας γενιάς των συνταξιούχων. Όταν με τη σειρά της η παρούσα γενιά των εργαζομένων αποχωρήσει από την εργασία, οι τότε εργαζόμενοι θα κληθούν να χρηματοδοτήσουν τις συντάξεις με τις εισφορές τους.

Όπως είναι προφανές, για να λειτουργήσει σωστά το σύστημα αυτό, θα πρέπει να υπάρχει πάντα επαρκής αριθμός εργαζομένων σημαντικά μεγαλύτερος από αυτόν των

συνταξιούχων, ώστε οι εισφορές να επαρκούν να καλύψουν τις παροχές που απαιτούνται. Διαφορετικά το ποσοστό εισφορών που υπολογίζεται επί της μισθοδοσίας θα πρέπει διαχρονικά να αυξάνεται για να κρατηθούν οι εισφορές στο ίδιο επίπεδο. Αυτό όμως οδηγεί στην πτώση του βιοτικού επιπέδου των εργαζομένων και δημιουργεί τεράστιο κοινωνικό κόστος, με αλυσιδωτές επιδράσεις σε οικονομικά μεγέθη όπως είναι το κόστος εργασίας και η ανεργία.

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

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

όπου "p" είναι η μέση σύνταξη και "R" ο αριθμός των συνταξιούχων. Οι δαπάνες για τις συντάξεις, "pR", χρηματοδοτούνται από μια ανάλογη συμβολή "s" επί των μισθών. 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 (support ratio), η ανάλογη συμβολή είναι επίσης σταθερή. Οι συνταξιούχοι μοιράζονται την αύξηση της παραγωγικότητας των εργαζομένων, εφόσον οι αμοιβές σχετίζονται με την παραγωγικότητα και η αναλογία αντικατάστασης σχετίζεται με τις τρέχουσες αμοιβές και όχι με αυτές του παρελθόντος. Με άλλα λόγια οι συντάξεις σχετίζονται με τις αποδοχές. 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 συμβάλλουν 15% των αμοιβών τους στο σύστημα (60/4). Όσον αφορά στη 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 αναφερθούν στη συνέχεια.

Όταν ο λόγος L/R αλλάζει, το σύστημα PAYG καταρρέει γιατί οι δαπάνες δεν είναι πλέον ίσες με τις εισφορές. Υποθέτουμε ότι η γήρανση του πληθυσμού αναγκάζει το δείκτη υποστήριξης να μειωθεί κατά το ήμισυ. Για να επιτευχθεί πάλι ισορροπία πρέπει είτε οι εισφορές (s) να διπλασιαστούν ή η αναλογία αντικατάστασης (p/w) να μειωθεί στο μισό. Ποια είναι όμως ηθικά η προτιμότερη λύση;

Βασικά ζητήματα μακροοικονομίας και ευημερίας προκύπτουν από το θέμα της επιλογής μεταξύ του κεφαλαιοποιητικού και του αναδιανεμητικού συστήματος, δεδομένου ότι τα δημόσια συστήματα είναι αναδιανεμητικά ενώ τα ιδιωτικά είναι κεφαλαιοποιητικά (αν και υπάρχουν εξαιρέσεις και στους δύο κανόνες). Ως κεφαλαιοποίηση (funding) θεωρείται η διαδικασία κατά την οποία συσσωρεύονται και επενδύονται τα ασφάλιστρα από κάθε γενεά έτσι ώστε οι συντάξεις τους να καλύπτονται από τις ροές των αποδόσεων που επιτυγχάνονται από το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο/ταμείο. Εάν είναι αναλογιστικά δίκαιο, ένα χρηματοδοτούμενο σύστημα περιλαμβάνει αποδόσεις ίσες με το επιτόκιο αγοράς και καμία μεταξύ των γενεών μεταφορά ή αναδιανομή. Αντίθετα, το αναδιανεμητικό σύστημα (Pay-as-you-go) υπονοεί ότι οι παροχές σύνταξης πληρώνονται από τους σύγχρονους φόρους και το σύστημα είναι πάντα σε ισορροπία εφόσον οι εισφορές είναι ίσες με τις πληρωμές για κάθε περίοδο. Οι εργαζόμενοι πληρώνουν τους συνταξιούχους σήμερα και υποθέτουν ότι οι αυριανοί εργαζόμενοι θα πληρώσουν τις συντάξεις τους. Υπάρχουν έτσι πάντα μεταφορές μεταξύ των γενεών, αλλά δεν χρειάζεται να υπάρχει αναδιανομή καθώς το σύστημα μπορεί επίσης να είναι αναλογιστικά δίκαιο εάν η παρούσα αξία των πληρωμών σε κάθε ομάδα είναι ίση με την παρούσα αξία των εισφορών, συνθήκη βέβαια που απαιτεί μια σταθερή κατανομή του πληθυσμού. (Στην πράξη, η ασφαλιστική δικαιοσύνη συνήθως δεν θα επιτυγχανόταν ακόμα κι αν αυτοί οι όροι ικανοποιούντο.).

Όσον αφορά στις σχετικές αποδόσεις των δύο συστημάτων, η σύγκριση μπορεί να γίνει αρκετά απλή (Aaron 1966). Ο "κανόνας του Aaron" δείχνει ότι, κάτω από τις απλοποιημένες υποθέσεις σταθερότητας και κατανομής του πληθυσμού, η απόδοση του

αναδιανεμητικού συστήματος εξαρτάται από την αύξηση των μέσων αποδοχών (που καθορίζει την αύξηση των συνολικών εισφορών) και αυτή της χρηματοδότησης εξαρτάται από το ποσοστό απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου. Ως εκ τούτου η κεφαλαιοποίηση μπορεί να προσφέρει υψηλότερα συνολικά οφέλη στους συνταξιούχους για την ίδια δαπάνη εάν οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου υπερβαίνουν το ποσοστό αύξησης των μέσων αποδοχών (ή αυτό του πραγματικού ΑΕΠ). Η πραγματική σύνταξη που καταβάλλεται το χρόνο βάσει του συστήματος PAYG εξαρτάται επίσης από την αναλογία των εργαζομένων προς τους συνταξιούχους (δείκτης εξάρτησης), ενώ στην περίπτωση της κεφαλαιοποίησης ποικίλλει σύμφωνα με το δείκτη παθητικότητας (έτη συνταξιοδότησης προς έτη στην παραγωγική διαδικασία). Βέβαια εάν ο δείκτης εξάρτησης είναι ίσος με το δείκτη παθητικότητας, οι αποδόσεις του αναδιανεμητικού συστήματος και της χρηματοδότησης εξαρτώνται μόνο από τη μέση αύξηση των αποδοχών και τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου.

Ο κανόνας του Aaron όπως περιγράφεται παραπάνω παραλείπει μετρικούς σημαντικούς παράγοντες που κρύβονται πίσω από την επιλογή μεταξύ αναδιανεμητικού και κεφαλαιοποιητικού συστήματος. Στην πράξη η αργή αύξηση και γήρανση του πληθυσμού προκαλούν αυξανόμενη πίεση πάνω στα συστήματα PAYG. Από την άποψη της ανωτέρω ανάλυσης, ο δείκτης εξάρτησης τείνει να αυξάνεται αισθητά σχετικά με το δείκτη παθητικότητας, γεγονός που οδηγεί σε μείωση του ποσοστού απόδοσης του αναδιανεμητικού συστήματος σε σχέση με το κεφαλαιοποιητικό, ακόμα κι αν οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου και η μέση αύξηση αποδοχών είναι απρόσβλητες με τη γήρανση. Εντούτοις, εάν υπήρχε κρίση στην κεφαλαιαγορά ισοδύναμη με την κρίση στην αγορά εργασίας, τα χρηματοδοτούμενα προγράμματα θα μπορούσαν εξίσου να μειονεκτούν.

Υπάρχουν επίσης διαφορές στις ευρύτερες οικονομικές επιπτώσεις των εναλλακτικών σχεδίων. Ιδιαίτερα εάν η κοινωνική ασφάλιση βάσει του αναδιανεμητικού συστήματος χρηματοδοτείται από τους φόρους επί των μισθών, τέτοιες δυσκολίες θα επηρέαζαν την ανταγωνιστικότητα, ανάλογα με την κατάσταση σε άλλες χώρες. Παραδείγματος χάριν, σύμφωνα με την ανωτέρω ανάλυση, εάν οι εισφορές κοινωνικής ασφάλειας θεωρούνται ως φόροι, θα διαστρεβλώσουν την απόφαση προσφοράς

εργασίας, γεγονός που είναι ιδιαίτερα πιθανό εάν τα ποσοστά εισφορών είναι υψηλά και υπάρχει μεγάλη αναδιανομή γεγονός που δεν εμφανίζεται με την κεφαλαιοποίηση σε τέτοια έκταση. Εξάλλου το αναδιανεμητικό σύστημα μπορεί επίσης να αποθαρρύνει την αποταμίευση και ως εκ τούτου το σχηματισμό κεφαλαίου, ειδικότερα για την πρώτη γενεά των δικαιούχων, η οποία καθιστώντας την εργασία σχετικά άφθονη σε σχέση με το κεφάλαιο, μπορεί να μειώσει τους μισθούς και να αυξήσει το επιτόκιο, μειώνοντας κατά συνέπεια την ευημερία των μελλοντικών γενεών (Kotlikoff 1992). Εν τω μεταξύ, η κεφαλαιοποίηση τείνει υπό ορισμένους εύλογους όρους να αυξήσει την αποταμίευση, χαμηλώνοντας κατά συνέπεια το επιτόκιο και αυξάνοντας τη συσσώρευση κεφαλαίου και ως εκ τούτου τη μελλοντική παραγωγή και για τους εργαζομένους και για τους συνταξιούχους. Εάν η κεφαλαιακή επένδυση αυξάνει την παραγωγικότητα (π.χ. με την εισαγωγή νέων μεθόδων εργασίας), το συνολικό ποσοστό οικονομικής ανάπτυξης μπορεί να αυξηθεί (Romer 1986). Όπως σημειώνεται από το James (1994), οι όροι κάτω από τους οποίους η κεφαλαιοποίηση θα έχει μια θετική επίδραση στην αποταμίευση- συγκεκριμένα όροι όπως η περιορισμένη πρόσβαση σε πίστωση και η έλλειψη αξιοπιστίας των συνταξιοδοτικών συστημάτων- είναι ακριβώς εκείνοι, η απουσία των οποίων θα οδηγήσει στη μείωση της αποταμίευσης μέσω του αναδιανεμητικού συστήματος. Έτσι η μεταστροφή από το αναδιανεμητικό σύστημα στη κεφαλαιοποίηση είναι σαφώς πιθανό να αυξήσει την αποταμίευση.

Εάν τα ποσοστά εισφορών στο αναδιανεμητικό σύστημα δεν προσαρμοστούν επαρκώς, είναι ίσως αναμενόμενο να δημιουργηθούν φορολογικά ελλείμματα, τα οποία μπορεί να οδηγήσουν σε εκτόπιση της ιδιωτικής επένδυσης. Εξάλλου η κεφαλαιοποίηση μπορεί να ωφελήσει τις κεφαλαιαγορές όχι μόνο μέσω της έντασης της αποταμίευσης, αλλά και μέσω της σύνθεσής της (με μακροπρόθεσμες αξίες όπως οι μετοχές και οι ομολογίες), ειδικότερα εάν η κατανομή των κεφαλαίων αποκεντρώνεται, όπως συμβαίνει για τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Υπάρχουν ποικίλα περαιτέρω πιθανά οφέλη στην αγορά κεφαλαίων, όπως η ενθάρρυνση της καινοτομίας, της αποδοτικότητας, της ρευστότητας, και της ανάπτυξης υποδομών για τις εμπορικές συναλλαγές.

Υπάρχουν εντούτοις μερικά επιχειρήματα ενάντια στην κεφαλαιοποίηση. Από την πλευρά της ευημερίας (Pestieau 1991), η κεφαλαιοποίηση μπορεί να μην είναι

κατάλληλη για τη δικαιοσύνη μεταξύ των γενεών, όπου κάποια αναδιανομή μπορεί να είναι δικαιολογημένη όπως για παράδειγμα, εάν ο ρυθμός ανάπτυξης είναι υψηλός και οι νεολαίες είναι παραγωγικότερες και επομένως έχουν υψηλότερα εισοδήματα από τους ηλικιωμένους. Κι αυτό επειδή με την κεφαλαιοποίηση καμία μεταφορά πλούτου δεν είναι δυνατή μεταξύ των γενεών ώστε να αντισταθμίσει ένα μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον. Επίσης εάν η υποχρεωτική κεφαλαιοποίηση οδηγεί σε μικρότερη αύξηση των μισθών δεδομένου ότι οι εργοδότες κάνουν περικοπές ώστε να αντισταθμίσουν τα αποτελέσματα της συνταξιοδοτικής εισφοράς στο συνολικό κόστος εργασίας, οι φτωχοί εργαζόμενοι μπορεί να χάσουν περισσότερο μέσω της έλλειψης πρόσβασης στην κατανάλωση σήμερα απ' ότι κερδίζουν από μια υψηλότερη σύνταξη στο μέλλον.

Τα αναδιανεμητικά συστήματα μπορούν να αφαιρέσουν τον κίνδυνο πληθωρισμού για τους συνταξιούχους μέσω της σύνδεσης των μελλοντικών πληρωμών με τους μισθούς (κάτω από την υπόθεση μιας σταθερής οικονομίας με θετική αύξηση του πληθυσμού και της παραγωγικότητας). Πράγματι σύμφωνα και με τα παραπάνω μπορούν να παρέχουν ένα υψηλότερο ποσοστό απόδοσης σε κάθε γενεά εάν το μέγεθος της αύξησης των μισθών και του πληθυσμού υπερβαίνει το επιτόκιο (Aaron 1966). Τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα και ιδιαίτερα τα σχέδια καθορισμένης συμβολής (defined-contribution plans) είναι εξάλλου ευαίσθητα στον κίνδυνο των μεταβαλλόμενων αποδόσεων των αγορών κεφαλαίων καθώς επίσης και στις περιοδικές κρίσεις, ενώ τα συστήματα που λειτουργούν με βάση το αναδιανεμητικό υπόδειγμα καταφέρνουν να επιμερίζουν τους κινδύνους σε ολόκληρη την οικονομία. Τα μεγάλα κεφάλαια που συσσωρεύονται με την κεφαλαιοποίηση της κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να είναι τρωτά σε επενδυτικές κινήσεις που υιοθετούνται για πολιτικούς λόγους. Η κεφαλαιοποίηση μπορεί επίσης να επηρεάσει τη συναλλαγματική ισοτιμία και τους τρέχοντες λογαριασμούς εάν η εγχώρια επένδυση είναι μικρότερη από την αύξηση στην αποταμίευση. Μια μετάβαση από ένα αναδιανεμητικό σύστημα σε ένα κεφαλαιοποιητικό μπορεί να είναι δύσκολη καθώς μια γενεά θα πρέπει να πληρώσει δύο φορές, μια φορά για τους υπάρχοντες συνταξιούχους μέσω του παλαιού συστήματος, και μια φορά για τις συντάξεις τους μέσω της κεφαλαιοποίησης. Επίσης το πρόβλημα του ανταγωνισμού επί των πόρων της εγχώριας οικονομίας που έχουν εγείρει τα αναδιανεμητικά συστήματα δεν

επιλύεται εξολοκλήρου με την κεφαλαιοποίηση καθώς γίνεται μια μετατόπιση της ζήτησης από τους συνταξιούχους προς τις αποδόσεις των κεφαλαίων.

Βέβαια το πρόβλημα αυτό δεν πρέπει να υπερβάλλεται καθώς η ιδιοκτησία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να είναι μια ασφαλέστερη βάση για τη συνταξιοδότηση από την προθυμία των υπαρχόντων εργαζομένων να πληρώσουν τις συντάξεις μέσω του αναδιανεμητικού συστήματος (Diamond, 1994). Εάν, όπως υποστηρίζεται η κεφαλαιοποίηση αυξάνει την αποταμίευση, τότε ο σχηματισμός και η αύξηση των κεφαλαίων θα είναι μεγαλύτερα με αυτό το σύστημα, και το εθνικό εισόδημα από το οποίο οι συντάξεις πρέπει να πληρωθούν θα είναι αντίστοιχα αυξημένο (ο Schlesinger (1985) υιοθετεί αυτήν την άποψη για να υποστηρίξει μια μετατόπιση προς τα ιδιωτικά κεφαλαιοποιητικά σχέδια στη Γερμανία). Επιπλέον, ακόμα κι αν αυτά τα αποτελέσματα δεν λαμβάνονται υπόψη, η πιθανότητα σύγκρουσης επί της χρήσης των εθνικών πόρων στην περίπτωση των κεφαλαιοποιητικών σχεδίων μπορεί να μειωθεί από τη διεθνή επένδυση στις (αναπτυσσόμενες) χώρες που δεν αντιμετωπίζουν δημογραφικά προβλήματα. Τέτοια διαφοροποίηση θα μείωνε επίσης οποιαδήποτε δυσμενή αποτελέσματα στο εσωτερικό ποσοστό απόδοσης και τη συναλλαγματική ισοτιμία.

Στην ισορροπία, λαμβάνοντας υπόψη τους αντικρουόμενους κινδύνους που απορρέουν και από τα δύο συστήματα καθώς επίσης και το ρόλο των αναδιανεμητικών στην προστασία των χαμηλών εισοδηματικών τάξεων, αναλυτές όπως Vittas (1992) και ο Maillard (1992) υποστηρίζουν ότι είναι καλύτερο για τις χώρες να υιοθετούν ένα μίγμα και των δύο συστημάτων.

5. Προσωπικοί Λογαριασμοί Συνταξιοδότησης

Τον Φεβρουάριο του 2005, ο Πρόεδρος των Ηνωμένων Πολιτειών παρουσίασε μια πρόταση μεταρρύθμισης ώστε να κάνει το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, δηλαδή το δημόσια βασισμένο συνταξιοδοτικό σύστημα κοινωνικής ασφάλειας, έτοιμο για την πρόκληση του 21^{ου} αιώνα. Αρχίζοντας από ένα αξίωμα γύρω από την ανεπάρκεια του τρέχοντος συστήματος, που ήταν σε ισχύ από το 1930, η πρόταση σκοπεύει να αλλάξει πλήρως την αρχιτεκτονική του συστήματος με έναν αναγγελθέντα στόχο ενδυνάμωσής του.

Τα κύρια χαρακτηριστικά της πρότασης μεταρρύθμισης μπορούν να συνοψιστούν ως εξής. Στο πλαίσιο της πρότασης, το συνολικό ποσοστό εισφορών διατηρείται στο τρέχον επίπεδο 12,4 τοις εκατό των φορολογήσιμων αποδοχών (μερίδα εργοδοτών και εργαζομένων επί των φόρων κοινωνικής ασφάλισης). Η δικαιοδοσία επί των οφελών θα διαμορφώνεται βάσει δύο μηχανισμών. Κατ' αρχάς, στο υπόδειγμα υπολογισμού των παροχών θα υπάρχει μια μερική μετατόπιση από τη δεικτοποίηση των μισθών προς το επίπεδο των τιμών. Το μέτρο αναμένεται να επηρεάσει κυρίως τους εργαζομένους υψηλότερου εισοδήματος και να οδηγήσει αναμφίβολα σε μια ενίσχυση της αναδιανομής προς τους εργαζομένους χαμηλού εισοδήματος. Δεύτερον, στο πλαίσιο της πρότασης εισάγεται ένα σύστημα Προσωπικών Λογαριασμών Συνταξιοδότησης (PRA, Personal Retirement Accounts). Οι εργαζόμενοι θα έχουν το δικαίωμα να εκτρέψουν μέρος των φορολογικών τους κρατήσεων επί του μισθού τους σε εθελοντική βάση στο PRA.

Η συμμετοχή στο σχέδιο PRA είναι μια επιλογή που χορηγείται σε κάθε εργαζόμενο, χωρίς δυνατότητα εγκατάλειψης του σχεδίου. Σε τελικό στάδιο, το σχέδιο θα επιτρέπει στα άτομα να εκτρέψουν μέχρι και 4% της φορολογίας τους στους νέους λογαριασμούς. Ουσιαστικά όμως η διατήρηση ενός συστήματος φορολογικής έκπτωσης αντί κινήτρων αποταμίευσης μέσω των φορολογικών πιστώσεων πρέπει να θεωρηθεί ως πολιτική επιλογή υπέρ των υψηλών εισοδηματικών τάξεων που ωφελούνται περισσότερο από τη φορολογική έκπτωση συγκριτικά με τα χαμηλότερα εισοδηματικά κλιμάκια λόγω των διαφορετικών συντελεστών φορολόγησης.

Το σύστημα PRA αναφέρεται σε ειδικούς αποταμιευτικούς λογαριασμούς, υπό την έννοια ότι τα χρήματα συσσωρεύονται, και οι αυξανόμενες αποδόσεις μπορούν να κληρονομηθούν και να μεταφερθούν σε τρίτους. Τα μέλη του συστήματος επιτρέπεται να έχουν κάποια επιρροή όσον αφορά στις επενδύσεις που γίνονται μέσω των αποθεματικών στο PRA. Εντούτοις όμως το θεσμικό τους πλαίσιο δεν δίνει στα άτομα πλήρες δικαίωμα απόφασης στη χρήση των κεφαλαίων. Κατ' αρχάς, τα χρήματα ουσιαστικά κλειδώνονται στο λογαριασμό μέχρι τη συνταξιοδότηση. Δεύτερον, τα άτομα θα μπορούν να κάνουν απλά μια επιλογή μεταξύ μιας σειράς προεγκεκριμένων επενδύσεων χαμηλού κόστους και κάποιων άλλων ευρέως αποδεκτών τοποθετήσεων. Πέρα από τα παραδοσιακότερα προϊόντα, η πρόταση στοχεύει να εισάγει δύο νέα προϊόντα, ένα χαρτοφυλάκιο κύκλου της ζωής που μετατοπίζεται βαθμιαία από τις μετοχικές αξίες στα ομόλογα καθώς το άτομο γερνά και ένα ασφαλές κεφάλαιο κρατικών ομολόγων με ένα εγγυημένο ποσοστό απόδοσης πάνω από τον πληθωρισμό.

Τα κύρια ευδιάκριτα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του συστήματος είναι η συγκεντρωμένη δομή για τη συλλογή των εισφορών, τα μειωμένα κόστη διαχείρισης και διοίκησης μέσω της προεπιλογή ενός περιορισμένου αριθμού επενδυτικών επιλογών, και στρατηγικών απόσυρσης. Βάσει του PRA, η συσσωρευμένη συνταξιοδοτική αποταμίευση θα μπορούσε να εκταμιευθεί με ποικίλους τρόπους κατά τη συνταξιοδότησης ή μετά από αυτή. Οι ετησιοποιημένες πληρωμές και τα κλιμακωτά σχέδια πληρωμών είναι μια ευρεία κατηγορία επιλογών, ενώ οι αναλήψεις ποσών εφάπαξ είναι άλλη μια. Η τελευταία επιλογή θα ήταν μόνο αποδεκτή εάν το άτομο δεν πέσει κάτω από το όριο εισοδηματικής ένδειας, δηλαδή, εάν έχει ικανοποιητικά άλλα περιοδικά εισοδήματα για να βεβαιώσει ότι μένει πάνω από το αναφερθέν όριο.

Το σύστημα περιέχει επίσης έναν κανόνα προστασίας ώστε να μην αλλάζουν τα οφέλη για εκείνους που είναι γεννημένοι πριν από το 1950. Ο οικονομικός συλλογισμός πίσω από αυτόν τον κανόνα είναι απλός. Τα άτομα τείνουν να προγραμματίζουν τη ζωή τους σύμφωνα με ένα δεδομένο σύνολο κανόνων. Λαμβάνοντας υπόψη τη σχετικά μεγάλη ηλικία τους (επάνω από 55), δεν έχουν έναν αρκετά μακρύ ορίζοντα πέρα από τον οποίο θα μπορούσαν να προσαρμοστούν στη

μεταρρύθμιση και πιο συγκεκριμένα να αναπροσαρμόσουν την προσφορά εργασίας και την αποταμιευτική τους συμπεριφορά. Ως εκ τούτου, οποιαδήποτε απουσία τέτοιου είδους πρόνοιας θα ήταν οικονομικά ισοδύναμη με έναν εφάπαξ φόρο σ' αυτή την ομάδα του πληθυσμού. Ομοίως, οι αλλαγές στα οφέλη για τις νεότερες ομάδες θα πρέπει να εφαρμοσθούν σταδιακά, για τον ίδιο ακριβώς λόγο.

Η μεταρρύθμιση βέβαια απαιτεί σημαντικό κρατικό δανεισμό κατά τη διάρκεια της παρατεταμένης μεταβατικής περιόδου για να αντισταθμίσει τις μειωμένες εισφορές στην κοινωνική ασφάλιση. Το μέγεθος και η διάρκεια αυτού του παροδικού δανεισμού αποτελεί συνάρτηση του αριθμού των συμμετεχόντων στο νέο σύστημα Προσωπικών Λογαριασμών. Ο λόγος για αυτόν τον πρόσθετο κρατικό δανεισμό οφείλεται στον κακό συγχρονισμό μεταξύ του κόστους και των κερδών της μεταρρύθμισης για τα δημόσια οικονομικά. Το τρέχον σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι κυρίως οργανωμένο κατά μήκος της αρχής PAYG, ενώ το νέο PRA είναι ουσιαστικά ένας ιδιωτικά χρηματοδοτούμενος φορέας αποταμίευσης και συνταξιοδότησης. Τα δημόσια οικονομικά πάσχουν έτσι από μια άμεση εισοδηματική απώλεια λόγω των χαμηλότερων φορολογικών εσόδων από μισθούς μόλις αποχωρεί το πρώτο άτομο από το σύστημα. Τα οφέλη στους κρατικούς προϋπολογισμούς είναι οι μειωμένες μελλοντικές δαπάνες ως αποτέλεσμα μιας μείωσης των παροχών κοινωνικής ασφάλισης λόγω της επιλογής των ατόμων προς τους λογαριασμούς αποταμίευσης PRA.

6. Συνταξιοδοτικά Συστήματα στις χώρες του ΟΟΣΑ

Οι αλλαγές στο δημογραφικό τοπίο παγκοσμίως έχουν τοποθετήσει πλέον σε πρωτεύουσα θέση την ανάγκη υιοθέτησης μεταρρυθμίσεων ιδιαίτερα στη δημόσια πολιτική και ακόμη περισσότερο στα συστήματα κοινωνικής προστασίας. Στην προσπάθεια τους να αντιμετωπίσουν αυτές τις προκλήσεις πολλές χώρες του ΟΟΣΑ έχουν ήδη προχωρήσει στο μετασχηματισμό των συνταξιοδοτικών τους συστημάτων με πολιτικές όπως αλλαγή του τρόπου υπολογισμού των επιδομάτων, προβλέψεις που σχετίζονται με τον αυξημένο δείκτη μακροβιότητας αλλά και αύξηση των κινήτρων για μεταγενέστερη της κανονικής συνταξιοδότηση.

Το συνολικό αντίκτυπο των πολιτικών αυτών υπήρξε η σημαντική μείωση των κρατικών εισφορών στο σύστημα αλλά και η ταυτόχρονη αναβάθμιση του ρόλου των ιδιωτικών φορέων συνταξιοδότησης. Σε μερικές περιπτώσεις οι μεταρρυθμίσεις σχεδιάστηκαν αποκλειστικά για την ενίσχυση της παροχής ιδιωτικής κάλυψης ενώ σε άλλες αποτέλεσαν απλά μια έμμεση απόρροια καθώς οι περικοπές από την πλευρά των κρατικών φορέων ενέτειναν την ανάγκη για επιπλέον κάλυψη μέσω του ιδιωτικού τομέα. Εξάλλου η αύξηση του ρόλου των ιδιωτικών φορέων έχει θεωρηθεί αποτελεσματικό μέσο για τον περιορισμό των κρατικών δαπανών βελτιώνοντας τα δημόσια οικονομικά θέτοντας όμως επίσης ανησυχίες ως προς τη διαχείριση των κοινωνικών κινδύνων που αναδύονται.

Τα συστήματα συνταξιοδότησης στις χώρες του ΟΟΣΑ ποικίλουν ευρέως κυρίως όσον αφορά τον τρόπο υπολογισμού των επιδομάτων, το επίπεδο-στόχο αυτών αλλά και ως προς τη διαχείριση τους κρατική ή ιδιωτική. Για να τοποθετηθούν στο ευρύτερο πλαίσιο τα προγράμματα ιδιωτικών παροχών είναι σημαντικό πρώτα να υπάρχει μια καθαρή εικόνα του ρόλου των κρατικών φορέων. Ο πίνακας 1 χωρίζει τα συστήματα των χωρών του ΟΟΣΑ σε δυο κατηγορίες βάσει του ρόλου αλλά και του αντικειμενικού σκοπού κάθε συνταξιοδοτικού καθεστώτος.

Πίνακας 1: Συνταξιοδοτικά συστήματα στις χώρες του ΟΟΣΑ

Χώρες	Πρώτος Πυλώνας	Δεύτερος Πυλώνας
Αυστραλία	Εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DC
Αυστρία	Εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DB
Βέλγιο	Κατώτατη σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Καναδάς	Κύρια σύνταξη+ εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DB
Τσεχία	Κύρια σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Δανία	Κύρια σύνταξη+ εστιασμένα προγράμματα	Δημόσια + ιδιωτικά DC
Φιλανδία	Εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DB
Γαλλία	Εστιασμένα προγράμματα + κατώτατη σύνταξη	Δημόσια DB+σύστημα πόντων
Γερμανία	Κοινωνική βοήθεια	Σύστημα πόντων
Ελλάδα	Κατώτατη σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Ουγγαρία	-----	Δημόσια DB+ ιδιωτικά DC
Ισλανδία	Εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DB
Ιρλανδία	Κύρια σύνταξη	-----
Ιταλία	Κοινωνική βοήθεια	Δημόσιοι ονομαστικοί λογαριασμοί
Ιαπωνία	Κύρια σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Κορέα	Κύρια σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Λουξεμβούργο	Κύρια + κατώτατη σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Μεξικό	Εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DC

Κάτω Χώρες	Κύρια σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Νέα Ζηλανδία	Κύρια σύνταξη	-----
Νορβηγία	Κύρια σύνταξη+ εστιασμένα προγράμματα	Σύστημα πόντων
Πολωνία	Εστιασμένα προγράμματα	Δημόσιοι ονομαστικοί λογαριασμοί + ιδιωτικά DC
Πορτογαλία	Κατώτατη σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Σλοβακία	Κατώτατη σύνταξη	Σύστημα πόντων
Ισπανία	Κατώτατη σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Σουηδία	Εστιασμένα προγράμματα	Δημόσιοι ονομαστικοί λογαριασμοί +ιδιωτικά DC+DB
Ελβετία	Εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DB
Τουρκία	Κατώτατη σύνταξη	Ιδιωτικά DB
Βρετανία	Κύρια σύνταξη+ εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DB
ΗΠΑ	Εστιασμένα προγράμματα	Ιδιωτικά DB

Η πρώτος πυλώνας όπως έχουμε ήδη αναφέρει περιλαμβάνει τα αναδιανεμητικά χαρακτηριστικά που είναι σχεδιασμένα για να εξασφαλίζουν στους δικαιούχους ένα απόλυτο ελάχιστο ποσό επιδόματος συγκριτικά με το σύνολο του πληθυσμού. Ο δεύτερος πυλώνας αναφέρεται στα προγράμματα με ασφαλιστικό ή αποταμιευτικό ρόλο τα οποία είναι σχεδιασμένα για να προσφέρουν ένα συγκεκριμένο επίπεδο κατανάλωσης κατά τη συνταξιοδότηση βάσει των εισοδημάτων του ατόμου κατά την περίοδο που δραστηριοποιείται στην παραγωγική διαδικασία.

Όλες οι χώρες του ΟΟΣΑ έχουν προνοήσει για την αποφυγή κρουσμάτων φτώχειας στους ηλικιωμένους μέσω της πρώτης κατηγορίας παροχών. Συγκεκριμένα υπάρχουν τέσσερις γενικοί τύποι προγραμμάτων τα οποία παρέχονται από το δημόσιο και στα οποία περιλαμβάνονται η κοινωνική πρόνοια (social assistance), εστιασμένα

προγράμματα σύνταξης-εισοδήματος (targeted), κύρια σύνταξη (basic pensions) καθώς και η ύπαρξη κατώτατων επιπέδων σύνταξης ανάλογα με το ύψος του μισθού που λάμβανε ο δικαιούχος (minimum pensions).

Το επίπεδο των παροχών βασικής σύνταξης (basic pensions) είναι ενιαίο για όλους τους συνταξιούχους και εξαρτάται μόνο από τα χρόνια προϋπηρεσίας και όχι από το ύψος του μισθού κατά την περίοδο εργασίας. Δέκα χώρες του ΟΟΣΑ έχουν υιοθετήσει συστήματα βασικής σύνταξης τα οποία διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στην παροχή εισοδήματος μετά τη συνταξιοδότηση.

Αντίθετα τα εστιασμένα προγράμματα (targeted), πληρώνουν υψηλότερα επιδόματα στις κατηγορίες των συνταξιούχων με χαμηλά εισοδήματα ενώ το ύψος του επιδόματος μειώνεται ή ακόμα και μηδενίζεται για αυτούς με μεγαλύτερα εισοδήματα. Υπάρχουν άλλωστε τρεις τρόποι εστίασης των συστημάτων αυτών. Πρώτον σε συστήματα όπως της Σουηδίας τα επιδόματα δεν μεταβάλλονται εξαιτίας των επιπλέον εισοδημάτων του δικαιούχου γεγονός που σημαίνει ότι η σύνταξη είναι εγγυημένη. Δεύτερον υπάρχουν συστήματα στα οποία το ύψος της σύνταξης μπορεί να επηρεάζεται για παράδειγμα από την αποταμιευτική βάση του δικαιούχου και τέλος εκείνα στα οποία η σύνταξη διαμορφώνεται μειούμενη μετά από το συνυπολογισμό του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων του δικαιούχου. Από τον **πίνακα 1** βλέπουμε ότι δεκατρείς χώρες του ΟΟΣΑ έχουν υιοθετήσει τέτοιου είδους συστήματα.

Επιπλέον τα συστήματα κατώτατης σύνταξης (minimum pensions) όπως και τα προηγούμενα έχουν ως στόχο να αποτρέψουν το υψος των συντάξεων να πέσει κάτω από ένα επιθυμητό επίπεδο. Παρόλα αυτά όμως το θεσμικό πλαίσιο αυτών των συστημάτων όπως επίσης και οι προϋποθέσεις λειτουργίας διαφέρουν. Τα προγράμματα κατώτατης σύνταξης στην περίπτωσή μας ορίζονται ως εκείνα που διαμορφώνουν τους κανόνες του δεύτερου πυλώνα παροχών και πιο συγκεκριμένα εκείνων που είναι συνδεδεμένες με τους μισθούς. Συνήθως οι δικαιούχοι πρέπει να έχουν καταβάλλει εισφορές για ένα ελάχιστο χρονικό διάστημα ώστε να λάβουν το επίδομα.

Οι περισσότερες χώρες στηρίζονται στον πρώτο πυλώνα για να αποτρέψουν τη φτώχεια της τρίτης ηλικίας αλλά υπάρχουν και περιπτώσεις όπου χρησιμοποιείται συνδυασμός διαφόρων πολιτικών. Το μέσο επίδομα που λειτουργεί ως δίκτυ προστασίας σε όλα τα συστήματα της πρώτης κατηγορίας ανάμεσα στις τριάντα χώρες του ΟΟΣΑ φαίνεται να είναι λίγο χαμηλότερο από 29% του μέσου εθνικού προϊόντος. Εξαίρεση αποτελεί η Τσεχία όπου το ποσοστό ανέρχεται σε μόλις 12% ενώ η βασική σύνταξη στην Ιαπωνία, η κατώτατη στο Μεξικό αλλά και η εστιασμένη στις ΗΠΑ βρίσκονται και αυτές χαμηλά συγκριτικά με το εθνικό βιοτικό επίπεδο. Στον αντίποδα το Λουξεμβούργο και η Πορτογαλία παρέχουν κατώτατες συντάξεις που αποτελούν το 40% του μέσου εθνικού προϊόντος. Τέλος η Ελλάδα, η Αυστρία και το Βέλγιο βρίσκονται ψηλά στην κλίμακα των παροχών της πρώτης κατηγορίας συγκριτικά με τις υπόλοιπες χώρες του ΟΟΣΑ.

Όσον αφορά το δεύτερο πυλώνα όπως ήδη είπαμε παίζει έναν ρόλο ασφαλιστικό ή αποταμιευτικό. Ο σκοπός του είναι να εξασφαλίσει ότι οι συνταξιούχοι λαμβάνουν ένα επιπλέον συμπληρωματικό εισόδημα το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μισθό που έπαιρνε κατά την ενεργό επαγγελματική δραστηριότητα. Όπως και τα προγράμματα του πρώτου πυλώνα έτσι και αυτά είναι υποχρεωτικά αλλά παρολαυτά υπάρχει ένα μείγμα ιδιωτικής και δημόσιας πρόνοιας. Ανάμεσα στις τριάντα χώρες του ΟΟΣΑ μόνο η Ιρλανδία και η Νέα Ζηλανδία δεν έχουν προγράμματα δεύτερου πυλώνα με αποτέλεσμα να στηρίζονται εξολοκλήρου στη βασική σύνταξη.

Όπως φαίνεται και από τον πίνακα 1, δεκαεπτά χώρες του ΟΟΣΑ έχουν υιοθετήσει προγράμματα καθορισμένων οφελών (defined-benefit, DB) κάνοντας τα τον πιο διαδεδομένο τύπο πρόνοιας δεύτερης κατηγορίας. Συγκεκριμένα στα προγράμματα καθορισμένων οφελών το ποσό που ο συνταξιούχος δικαιούται εξαρτάται από τον αριθμό των χρόνων που κατέβαλλε εισφορές και από ένα μέτρο αποδοχών κατά την ενεργό παραγωγική δραστηριότητα. Ο δεύτερος πιο κοινός τύπος αυτής της κατηγορίας είναι τα συστήματα καθορισμένης συμβολής (defined contribution, DC) στα οποία οι εργαζόμενοι διατηρούν ατομικούς λογαριασμούς των οποίων οι εισφορές επενδύονται και το σωρευτικό κεφάλαιο από τις τελευταίες μαζί με αποδόσεις της επένδυσης μετατρέπονται σε ροές εισοδήματος κατά τη συνταξιοδότηση. Τα συστήματα αυτά

βρίσκονται παραδοσιακά υπό ιδιωτική διαχείριση από εταιρείες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Η Αυστραλία και το Μεξικό έχουν μόνο προγράμματα καθορισμένων εισφορών στη δεύτερη κατηγορία ενώ στις Ουγγαρία, Πολωνία και Σουηδία τα προγράμματα αυτά είναι συμπληρωματικά των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων καθορισμένων οφελών.

Τέλος μερικές χώρες έχουν προγράμματα που εξαρτώνται από τους μισθούς αλλά δεν ακολουθούν το παραδοσιακό μοντέλο καθορισμένων οφελών. Χώρες όπως η Γαλλία, η Γερμανία, η Νορβηγία και η Σλοβακία έχουν υιοθετήσει ένα σύστημα 'πόντων' σύμφωνα με το οποίο οι εργαζόμενοι συλλέγουν 'συνταξιοδοτικούς πόντους' βάσει των ατομικών προσόδων για κάθε έτος εισφορών και κατά τη συνταξιοδότηση οι πόντοι αυτοί μετατρέπονται σε περιοδικές πληρωμές. Εξάλλου η Ιταλία, η Πολωνία και η Σουηδία έχουν συστήματα 'θεωρητικών λογαριασμών', έναν τρίτο τύπο DB σχεδίων βάσει των οποίων οι εισφορές καταγράφονται και κερδίζουν μια θεωρητική απόδοση εξαρτώμενη από μια μακροοικονομική μεταβλητή. Κατά τη συνταξιοδότηση το κεφάλαιο που έχει θεωρητικά συσσωρευτεί μετατρέπεται σε ροές συνταξιοδοτικών πληρωμών με τη χρήση μιας φόρμουλας που συνυπολογίζει την προσδωκόμενη διάρκεια ζωής από τη στιγμή της αποχώρησης.

Οι ιδιωτικές συντάξεις εξάλλου διαδραματίζουν σημαντικό και αναπτυσσόμενο ρόλο στη μέριμνα για την τρίτη ηλικία στις χώρες του ΟΟΣΑ. Σε έντεκα από αυτές ο ιδιωτικός τομέας εκπληρώνει μέρος από την υποχρεωτική πρόνοια για τη σύνταξη ενώ σε αρκετές χώρες η εθελοντική ιδιωτική συνταξιοδότηση εμφανίζεται σε υψηλά ποσοστά.

Συγκεκριμένα τρεις πολιτικές ήταν αυτές που οδήγησαν στην αυξανόμενη ιδιωτική πρόνοια. Αρχικά η Ουγγαρία, το Μεξικό, η Πολωνία, η Σλοβακία και η Σουηδία πρόσφατα εισήγαγαν την ιδιωτική υποχρεωτική σύνταξη ως συμπληρωματική των δημόσιων παροχών ενώ η Αυστραλία και η Νορβηγία προσθέσανε την υποχρέωση ιδιωτικής σύνταξης πάνω από τα υπάρχοντα δημόσια προγράμματα. Τέλος αρκετές χώρες με πιο χαρακτηριστικές τη Γερμανία και την Ιαπωνία υποβάθμισαν τα δημόσια

συστήματα συνταξιοδότησης δίνοντας μεγαλύτερη σημασία στις εθελοντικές ιδιωτικές αποταμιεύσεις.

Όσον αφορά στο μέγεθος του πληθυσμού που έχει ιδιωτική σύνταξη, δυστυχώς στοιχεία όσον αφορά την κάλυψη των ιδιωτικών συντάξεων είναι εξαιρετικά δύσκολο να ληφθούν και είναι συχνά δύσκολο να συγκριθούν λόγω των θεσμικών διαφορών στις αγορές ως προς τη μακροπρόθεσμη αποταμίευση.

Σχεδόν οι μισές χώρες-μέλη του ΟΟΣΑ (14 από τις 30) έχουν υιοθετήσει υποχρεωτικά ή σχεδόν-υποχρεωτικά χρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά συστήματα. Τα σχεδόν υποχρεωτικά συστήματα της Ολλανδίας και της Σουηδίας είναι το αποτέλεσμα, αντίστοιχα, των σε βιομηχανικό και εθνικό επίπεδο συλλογικών διαπραγματεύσεων που εξασφαλίζουν υψηλά επίπεδα κάλυψης της αγοράς εργασίας (σε ποσοστό μεγαλύτερο του 90% του εργατικού δυναμικού). Όσον αφορά στις άλλες 16 χώρες του ΟΟΣΑ, όπου τα κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα είναι εθελοντικά, περίπου οι μισές έχουν μέσα επίπεδα κάλυψης (μεταξύ 40% και 60% του εργατικού δυναμικού), ενώ οι άλλες μισές έχουν χαμηλά επίπεδα κάλυψης (κάτω από 20% του εργατικού δυναμικού).

Τα εθελοντικά επαγγελματικά συνταξιοδοτικά σχέδια είχαν από καιρό ευρεία κάλυψη στις αγγλόφωνες χώρες, όπως ο Καναδάς, η Ιρλανδία, η Βρετανία και οι ΗΠΑ, η οποία πλέον φτάνει στο 40% ή και περισσότερο των υπαλλήλων. Το Βέλγιο, η Γερμανία, η Ιαπωνία και η Νορβηγία επιτυγχάνουν επίσης αυτόν τον βαθμό κάλυψης. Εξάλλου 10% ή λιγότεροι εργαζόμενοι καλύπτονται από τις εθελοντικές, επαγγελματικές, ιδιωτικές συντάξεις στη Φινλανδία, τη Γαλλία, την Ιταλία, την Πορτογαλία και την Ισπανία.

Όπως ήταν αναμενόμενο, τα υποχρεωτικά προσωπικά ή επαγγελματικά σχέδια καλύπτουν συνήθως ένα πολύ υψηλότερο ποσοστό του εργατικού δυναμικού, ιδιαίτερα τα επαγγελματικά, όπου η κάλυψη υπερβαίνει το 90% στις περισσότερες χώρες βάσει αυτής της προσέγγισης (αλλά 80% στη Δανία). Η κάλυψη των υποχρεωτικών προσωπικών προγραμμάτων υπερβαίνει επίσης το 90% στη Σουηδία

και τη Δανία, αλλά είναι χαμηλότερη σε άλλες χώρες (Ουγγαρία, Μεξικό, Πολωνία και Σλοβακία), απεικονίζοντας ενδεχομένως τις διαφορές στη δομή των αγορών εργασίας τους.

Για τους εργαζομένους με μέσες αποδοχές, το μέσο μικτό ποσοστό αναπλήρωσης - δηλαδή ο λόγος των συνταξιοδοτικών παροχών προς τις αποδοχές πριν από τη συνταξιοδότηση - από τις υποχρεωτικές συντάξεις στις χώρες του ΟΟΣΑ ανέρχεται στο 58,7%. Όμως οι φόροι διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο στη στήριξη της τρίτης ηλικίας. Οι συνταξιούχοι συχνά δεν καταβάλλουν εισφορές κοινωνικής ασφάλισης και, καθώς οι φόροι εισοδήματος φυσικών προσώπων είναι προοδευτικοί και τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα είναι συνήθως χαμηλότερα από τις αποδοχές πριν τη συνταξιοδότηση, πληρώνουν συνήθως λιγότερους φόρους. Για τα άτομα με μέσες αποδοχές το καθαρό ποσοστό αναπλήρωσης στις χώρες του ΟΟΣΑ ανέρχεται σχεδόν στο 70% κατά μέσο όρο, δηλαδή κάπου 11 εκατοστιαίες μονάδες υψηλότερο από το μέσο μικτό ποσοστό αναπλήρωσης.

Για τα άτομα με χαμηλές αποδοχές το μέσο καθαρό ποσοστό αναπλήρωσης στις χώρες του ΟΟΣΑ ανέρχεται στο 83%. Όμως υπάρχουν διαφορές ανά περιφέρεια: στις Σκανδιναβικές χώρες το καθαρό ποσοστό αναπλήρωσης για τους εργαζομένους των οποίων οι αποδοχές ανέρχονται στο ήμισυ του μέσου όρου είναι 95%, ενώ στις αγγλόφωνες χώρες του ΟΟΣΑ το ποσοστό ισούται με το 76% των προηγούμενων καθαρών αποδοχών.

Ωστόσο, αυτό που έχει σημασία για τις κυβερνήσεις δεν είναι μόνο το ποσοστό αναπλήρωσης, αλλά και η αξία της συνολικής συνταξιοδοτικής υπόσχεσης. Η αξία αυτή μετρείται με το δείκτη «συνταξιοδοτικής περιουσίας» (pension wealth) που συνυπολογίζει το προσδόκιμο ζωής και την τιμαριθμική αναπροσαρμογή των καταβαλλόμενων συντάξεων. Σύμφωνα με το δείκτη αυτό, η πιο ακριβή συνταξιοδοτική υπόσχεση συναντάται στο Λουξεμβούργο. Κατά μέσο όρο, κάθε άνδρας συνταξιούχος θα εισπράξει το αντίστοιχο των 920.000 δολαρίων ΗΠΑ και κάθε γυναίκα πάνω από 1 εκατομμύριο δολάρια. Δεύτερες κατατάσσονται η Ολλανδία και τρίτη η Ελλάδα. Τα πιο λιτά συνταξιοδοτικά συστήματα είναι αυτά του Βελγίου, της Ιρλανδίας της Ιαπωνίας, του

Ηνωμένου Βασιλείου και των Ηνωμένων Πολιτειών όπου ο δείκτης «συνταξιοδοτικής περιουσίας» διαμορφώνεται στα 2/3 περίπου του μέσου όρου των χωρών του ΟΟΣΑ. Τη χαμηλότερη θέση καταλαμβάνει το Μεξικό όπου η συνταξιοδοτική υπόσχεση αντιστοιχεί σε 34.000 δολάρια ΗΠΑ για τους άνδρες και σε 32.000 δολάρια για τις γυναίκες.

Από το 1990 και έπειτα όλες σχεδόν οι 30 χώρες μέλη του ΟΟΣΑ προέβησαν σε μεταρρυθμίσεις των συστημάτων σύνταξης. Ως εκ τούτου, η μέση συνταξιοδοτική υπόσχεση σε 16 χώρες μειώθηκε κατά 22%. Για τις γυναίκες η μείωση έφτασε το 25%. Μόνο σε δύο από τις 16 χώρες – στο Ηνωμένο Βασίλειο και την Ουγγαρία – η συνταξιοδοτική υπόσχεση αυξήθηκε κατά μέσο όρο.

Πώς οι αλλαγές αυτές θα επηρεάσουν διαφορετικές ομάδες ατόμων; Μερικές χώρες – όπως η Γαλλία, η Πορτογαλία και το Ηνωμένο Βασίλειο – στρέφονται προς την καλύτερη στόχευση των δημόσιων συντάξεων στους χαμηλόμισθους ενισχύοντας έτσι το δίκτυο ασφάλειας. Άλλες - όπως η Πολωνία και η Σλοβακία - επέλεξαν τη σύσφιξη του δεσμού μεταξύ των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων και των αποδοχών, που ενδεχομένως να φέρει τους χαμηλόμισθους αντιμέτωπους με υψηλότερο κίνδυνο φτώχειας. Στη Γερμανία, την Ιαπωνία, το Μεξικό, την Πολωνία και τη Σλοβακία, για παράδειγμα, τα καθαρά συνταξιοδοτικά δικαιώματα ενός εργαζομένου με πλήρη σταδιοδρομία και αποδοχές στο ήμισυ του μέσου όρου ανέρχονταν στο 41% περίπου των μέσων αποδοχών πριν από τη μεταρρύθμιση, δηλαδή λίγο χαμηλότερα από το μέσο όρο του ΟΟΣΑ ως σύνολο. Οι μεταρρυθμίσεις θα μειώσουν το ποσοστό αυτό σε μόνο 32,5%. Αντίθετα, η Γαλλία, το Ηνωμένο Βασίλειο, η Κορέα, η Νέα Ζηλανδία, η Ουγγαρία και η Φινλανδία προστάτεψαν τους χαμηλόμισθους εργαζομένους από τις περικοπές των παροχών κατά τις συνταξιοδοτικές μεταρρυθμίσεις.

Η έντονη μεταρρυθμιστική δραστηριότητα στις χώρες του ΟΟΣΑ σημαίνει ότι σήμερα οι εργαζόμενοι θα πρέπει να κάνουν περισσότερα από μόνοι τους για να προετοιμάσουν τη μελλοντική τους αποχώρηση. Σε ορισμένες χώρες η προσπάθεια αποταμίευσης που είναι απαραίτητη για να επιτευχθεί το μέσο ποσοστό αναπλήρωσης του ΟΟΣΑ είναι ουσιώδης, ακόμα κι αν οι εργαζόμενοι αποταμιεύουν κατά τη διάρκεια

όλου του επαγγελματικού βίου. Εάν οι νέοι εργαζόμενοι δεν αποταμιεύσουν κατά τα πρώτα 10 ή 15 έτη της σταδιοδρομίας τους λόγω άλλων οικονομικών απαιτήσεων, θα δυσκολευτούν ακόμα περισσότερο να επιτύχουν ένα επαρκές επίπεδο σύνταξης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

II. Κεφάλαιο Δεύτερο: Επενδυτική Πολιτική και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου

1. Θεσμικό Πλαίσιο Επενδύσεων

Η ανάγκη αναδιανομής του εισοδήματος και οι φόβοι αποτυχίας των αγορών που προέρχονται από ασυμμετρίες πληροφόρησης, εξωτερικότητες και μονοπώλια έχουν δημιουργήσει την ανάγκη για ύπαρξη ρυθμιστικού πλαισίου όσον αφορά στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Οι κανόνες αυτοί αφορούν το ενεργητικό των ταμείων δηλαδή το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων αλλά και τις υποχρεώσεις. Όσον αφορά στα περιουσιακά στοιχεία η ύπαρξη κανονιστικού πλαισίου με τη μορφή θεσμικών περιορισμών επί της διαχείρισης των αποθεματικών καλύπτει περισσότερους από έναν τομείς ανάμεσα στους οποίους είναι η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, η χρηματοδότηση των επιδομάτων και η ιδιοκτησία των πλεονασμάτων στα συστήματα καθορισμένων οφελών.

Σε αρκετές χώρες του ΟΟΣΑ έχουν επιβληθεί ποσοτικοί περιορισμοί όσον αφορά την κατανομή του χαρτοφυλακίου με πρόσχημα την προστασία των δικαιούχων των ταμείων από απερίσκεπτες επενδυτικές επιλογές παρόλο που υπάρχουν και άλλα κίνητρα όπως η εξασφάλιση σταθερής ζήτησης για κυβερνητικά ομόλογα. Βάσει αυτών των λόγων οι περιορισμοί συχνά επιβάλλονται στη διακράτηση περιουσιακών στοιχείων με σχετικά μεταβλητές αποδόσεις όπως οι μετοχές και τα ακίνητα καθώς και επί των ξένων περιουσιακών στοιχείων ακόμη και αν οι μέσες αποδόσεις τους είναι σχετικά υψηλές. Βέβαια ο βαθμός στον οποίο οι περιορισμοί αυτοί πράγματι συμβάλλουν στην προστασία των ταμείων ενέχει αμφιβολίες εφόσον τα τελευταία, αντίθετα με τις ασφαλιστικές εταιρείες, μπορεί να αντιμετωπίσουν τον κίνδυνο των αυξανόμενων υποχρεώσεων όπως επίσης και τον κίνδυνο διακράτησης και συνεπώς να χρειάζεται να ανταλλάξουν διακύμανση με αποδόσεις. Επιπλέον η κατάλληλη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μπορεί να ελαχιστοποιήσει το μη συστηματικό κίνδυνο που έχουν τα μεμονωμένα στοιχεία επένδυσης οδηγώντας σε μικρότερη έκθεση του χαρτοφυλακίου στον κίνδυνο. **Γενικότερα εάν οι οικονομικοί κύκλοι και οι αγορές δεν είναι τέλεια**

συσχετισμένοι τότε η διεθνής διαφοροποίηση θα μειώσει και τον συστηματικό κίνδυνο.

Ακόμα Βέβαια και για τα συστήματα καθορισμένης συμβολής (Defined Contribution plans) η εμπειρία δείχνει ότι υπερισχύει ο κανόνας του συνετού διαχειριστή καθώς οι ατομικοί επενδυτές τείνουν να είναι ιδιαίτερα επιφυλακτικοί ως προς την επίτευξη υπεραποδόσεων (Rappaport, 1992), ενώ οι εταιρείες διαχείρισης αυτών των συστημάτων μπορεί να επενδύουν ιδιαίτερα επιφυλακτικά για την αποφυγή μηνύσεων.

Επιπλέον οι θεσμικοί περιορισμοί στα χαρτοφυλάκια μπορεί να είναι εντελώς ακατάλληλοι στα συστήματα καθορισμένων οφελών (Defined-Benefit plans) εφόσον ήδη υπάρχει η προστασία μέσω της εγγύησης που παρέχει ο εργοδότης και ο κίνδυνος έχει μοιραστεί ανάμεσα σε νέους και ηλικιωμένους εργαζομένους. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι περιορισμοί μπορεί να επηρεάσουν την απόφαση των εταιρειών να παρέχουν συνταξιοδοτικά κεφάλαια εφόσον περιορίζουν τους διαχειριστές στην επιλογή απόδοσης-κινδύνου αναγκάζοντας τους να διακρατούν περιουσιακά στοιχεία με χαμηλές αποδόσεις και πιθανόν να αυξάνουν τον κίνδυνο και τα κόστη από την ελλιπή διαφοροποίηση.

Ο δεύτερος τομέας στον οποίο επιβάλλονται περιορισμοί αφορά στη χρηματοδότηση των παροχών και αποτελεί χαρακτηριστικό του ρυθμιστικού πλαισίου των συστημάτων καθορισμένων οφελών (DB plans). Μπορεί να επηρεάσει ιδιαίτερα την κατανομή του χαρτοφυλακίου καθώς επηρεάζει το βαθμό διακύμανσης των τιμών που μπορεί να γίνει αποδεκτός. Σημειώνουμε ότι εξορισμού τα συστήματα καθορισμένης συμβολής (DC) είναι πλήρως κεφαλαιοποιητικά καθώς η αξία των εισφορών ισούται με αυτή των πληρωμών, ενώ για τα καθορισμένων οφελών η ισότητα αυτή δεν ισχύει. Συγκεκριμένα όταν το κεφάλαιο αποτιμάται χαμηλότερα από την παρούσα αξία των μελλοντικών πληρωμών υπάρχει υπό-χρηματοδότηση ενώ στην αντίθετη περίπτωση υπάρχει υπέρ-χρηματοδότηση. Ο υπολογισμός του κατάλληλου επιπέδου απαιτεί ένα πλήθος αναλογιστικών υποθέσεων όπως είναι η απόδοση, ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των μισθών, ο πληθωρισμός αλλά και η εξέλιξη του δείκτη ασφαλισμένων προς τους συνταξιούχους. Ο σκοπός του ρυθμιστικού πλαισίου σε αυτή την περίπτωση

είναι να προστατέψει τους δικαιούχους από τον κίνδυνο αθέτησης πληρωμής καθώς επίσης και να θέσει ανώτατα όρια στην κεφαλαιοποίηση ώστε να αποφευχθεί κατάχρηση των φορολογικών προνομίων. Οι λόγοι που οι εταιρείες μπορεί να υπερχρηματοδοτούν τα προγράμματα αυτά είναι γιατί υπάρχουν φορολογικές εκπτώσεις αλλά για να αποφύγουν τη χρηματοοικονομική ‘χαλαρότητα’ σε περιόδους που εμφανίζονται πλεονάσματα.

Η ιδιοκτησία των πλεονασμάτων στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια καθορισμένων οφελών είναι ένα βασικό ζήτημα σε διάφορες χώρες, ιδιαίτερα επειδή οι εταιρίες που τα εκμεταλλεύονται μπορούν να επιδιώξουν τα απορροφήσουν μετά από την ανάληψη μιας άλλης εταιρίας, αν και η τελευταία μπορεί να επιδιώξει να ανακτήσει τα κεφάλαια για ίδια χρήση. Αφ’ ενός, αυτό μπορεί να φανεί και ως μια κατάχρηση των φορολογικών προνομίων και (πιο αμφισβητήσιμο) ως κατάσχεση των περιουσιακών στοιχείων που διακρατούνται προς όφελος των μελών. Εξάλλου μπορεί να υποστηριχτεί ότι εάν το κεφάλαιο είναι μόνο ένα στήριγμα για την υπόσχεση των εταιριών ως προς τις συντάξεις, και εάν η εταιρία είναι εξίσου αρμόδια για να αναστρέψει οποιοδήποτε έλλειμμα, τότε το πλεόνασμα πρέπει να ανήκει στην εταιρία. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι κανόνες χρηματοδότησης που περιγράφονται ανωτέρω καθορίζουν το πλεόνασμα. Επιπλέον, τέτοια ζητήματα προκύπτουν μόνο για τα κεφάλαια καθορισμένων οφελών εφόσον στα κεφάλαια καθορισμένης συμβολής δεν υπάρχει κανένα πλεόνασμα και τα στοιχεία του παθητικού είναι εξ ορισμού ίσα με αυτά του ενεργητικού.

Στην ενότητα αυτή θα εστιάσουμε στους κανόνες επί των επενδύσεων. Κάποιος μπορεί να προσδιορίσει δύο μορφές κυβερνητικών πολιτικών που αφορούν στις επενδύσεις των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων από τις οποίες η πρώτη αναφέρεται στους αυστηρούς ποσοτικούς περιορισμούς (Quantitative Asset Restrictions) σύμφωνα με τους οποίους τυπικά περιορίζεται η επένδυση σε συγκεκριμένα προϊόντα των κεφαλαιαγορών και ειδικότερα η διεθνής τοποθέτηση. Η άλλη μορφή κανονισμού είναι γνωστή ο κανόνας της συνετής ‘διαχείρισης’ (Prudent Person Rule). Ένας ορισμός του δεύτερου αυτού κανόνα σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ (Galer 2002) θεωρεί ότι βάσει αυτού “ένας διαχειριστής θα πρέπει επιμελείται των καθηκόντων του/της με την προσοχή, την

ικανότητα, τη σύνεση και την επιμέλεια που ένα συνετό πρόσωπο θα επιδείκνυε σε μια επιχείρηση ομοειδούς χαρακτήρα και στόχου ". Συνεπώς, στα πλαίσια της επένδυσης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, ο κανόνας της συνετής διαχείρισης απαιτεί μια στρατηγική επένδυσης με την οποία τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια επενδύονται προσεκτικά όπως ακριβώς θα έκανε ο διαχειριστής σε μια δική του επένδυση.

Η τελευταία έρευνα (ΟΟΣΑ 2007) που αφορά σε αυτούς τους κανόνες εμφανίζει τη Γερμανία ως παράδειγμα χώρας που επιβάλλει ποσοτικούς περιορισμούς όπως αυτοί που ισχύουν για το Pensionskassen (μια μορφή συνταξιοδοτικού κεφαλαίου επιχείρησης που έχει τη μορφή ασφαλιστικής εταιρείας). Βάσει αυτών ένα μέγιστο 35% των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων θα μπορούσε να επενδυθεί σε μετοχές εταιριών του χρηματιστηρίου και ένα μέγιστο 50% σε καταθέσεις τραπεζών, ενώ όσον αφορά στη διεθνή επένδυση, το ανώτερο όριο ήταν 30% και υπήρξε επίσης μια απαίτηση συναλλαγματικού ελέγχου. Οι περισσότερες αναπτυσσόμενες οικονομίες (EMEs), καθώς επίσης και προηγμένες χώρες όπως η Σουηδία, η Δανία, η Ισπανία και η Πορτογαλία έχουν επίσης ποσοτικούς περιορισμούς. Μεταξύ των προηγμένων χωρών που εφαρμόζουν κανόνες συνετής διαχείρισης (PPR) για την επένδυση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι η Αυστραλία, ο Καναδάς, η Ιρλανδία, η Ιταλία, η Ιαπωνία, η Ολλανδία, η Βρετανία και οι ΗΠΑ.

1. i Επιχειρήματα για τους κανονισμούς χαρτοφυλακίων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι μια ευδιάκριτη μορφή κεφαλαίων, δεδομένου ότι συλλέγονται και ρυθμίζονται με σκοπό την παροχή του εισοδήματος αποχώρησης για συνταξιούχους. Μπορεί να υποστηριχτεί, ρητά ή σιωπηρά, ότι οι κυβερνήσεις βρίσκονται πάντα πίσω από τα συνταξιοδοτικά συστήματα (Clark και Hu 2005). Εάν οι συνταξιούχοι δεν μπορούν να λάβουν αρκετό εισόδημα που να τους επιτρέπει να ζήσουν η κυβέρνηση πρέπει να αυξήσει τις δημοσιονομικές δαπάνες για να το συμπληρώσει, αν και οι συνταξιούχοι μπορεί να μην λάβουν το ίδιο ποσό εισοδήματος που θα ανέμεναν από τα κεφάλαιά τους. Κατά συνέπεια, για να μετριάσουν τις

δυσμενείς επιδράσεις του υπερβολικού κινδύνου που αναλαμβάνουν οι διαχειριστές κεφαλαίων, οι κυβερνήσεις επιδιώκουν χαρακτηριστικά να περιορίσουν την επενδυτική συμπεριφορά των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Η αποτυχία των αγορών είναι ένας άλλος λόγος για τον οποίο οι αρχές επιδιώκουν να περιορίσουν τις επενδυτικές επιλογές των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων (Davis 2001). Υπάρχουν τρεις πτυχές αποτυχίας των αγορών, η ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης, εξωτερικότητας και μονοπωλίων. Η ασυμμετρία πληροφόρησης προτρέπει τα καλά πληροφορημένα συμβαλλόμενα μέρη με τις ιδιωτικές πληροφορίες για συμβληθούν επιλεκτικά με τα λιγότερο ενημερωμένα με συνέπεια τα εκμεταλλεύονται. Τα χαρτοφυλάκια συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μπορεί να γίνουν υπερβολικά επικίνδυνα εάν οι κανονισμοί δεν εφαρμόζονται, αν και υπάρχει κάποια προστασία μέσω των επιτροπών των υπαλλήλων.

Οι εξωτερικότητες προκύπτουν όταν η συμπεριφορά μιας συγκεκριμένης ομάδας ανθρώπων ή οι εταιριών έχει επιπτώσεις σε άλλες. Τα προβλήματα μιας τράπεζας μετά από την αποτυχία ενός σημαντικού χρηματοδοτικού οργανισμού στην αγορά είναι ένα παράδειγμα. Εντούτοις, δεν είναι τόσο σαφές εάν μια τέτοια μεταδοτική κρίση θα μπορούσε να εμφανιστεί για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Παρ' ολαυτά, ως απάντηση σε αυτόν τον κίνδυνο, ιδρύθηκε στις ΗΠΑ η εταιρία εγγύησης συνταξιοδοτικών οφελών (PBGC) όπως και άλλοι τέτοιοι μηχανισμοί εγγύησης σε Καναδά και Μ.Βρετανία. Όταν τέτοιες εγγυήσεις είναι διαθέσιμες, οι αρχές μπορούν να θέτουν περιορισμούς στον κίνδυνο χαρτοφυλακίων ώστε να αποτρέψουν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια από το να εκμεταλλεύονται την κυβερνητική εγγύηση.

Μια τρίτη μορφή αποτυχίας αγοράς αφορά το βαθμό δύναμης της αγοράς. Στα πλαίσια των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, αυτό σημαίνει ότι εάν η αγορά ελέγχεται από έναν μικρό αριθμό χορηγών υπάρχει ο κίνδυνος αυτοί οι χορηγοί να ακολουθήσουν τις προτιμήσεις της διαχείρισης εις βάρος όμως των μελών των σχεδίων. Παραδείγματος χάριν μπορεί να επενδύσουν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στην ίδια την επιχείρηση όπως εμφανίζεται στο σκάνδαλο Maxwell στη Βρετανία (Davis 2001) και την περίπτωση

Επηρεα στις ΗΠΑ γεγονότα που δικαιολογούν τον κανονισμό σχετικά με την επένδυση σε ίδια κεφάλαια.

Πέρα από αυτές τις τρεις μορφές, οι κυβερνήσεις μπορούν να διευρύνουν την πληρότητα αγοράς, παραδείγματος χάριν μέσω της έκδοσης ομολόγων συνδεδεμένων με τον πληθωρισμό όπως στη Βρετανία και της πρόσφατης πολιτικής πρότασης σχετικά με την έκδοση ομολόγων μακροζωίας (Antolin και Blommestein 2007, Blake 2007).

Οι κανονισμοί που περιορίζουν την επένδυση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι μόνο ένα υποσύνολο του συνόλου των κανονισμών που ισχύουν και ειδικότερα επί των υποχρεώσεων του ταμείου. Το γεγονός αυτό απεικονίζει τον ευρύτερο στόχο του συνταξιοδοτικού κανονισμού, συμπεριλαμβανομένης της εισοδηματικής ασφάλειας μετά τη συνταξιοδότηση και όχι μόνο την προσπάθεια προστασίας από τις αποτυχίες αγοράς που αναφέρθηκαν παραπάνω. Το ζήτημα που προκύπτει βέβαια είναι εάν πράγματι το ευρύτερο φάσμα των συνταξιοδοτικών κανονισμών (ειδικότερα στο παθητικό) καθιστά τους περιορισμούς στην επένδυση των χαρτοφυλακίων λίγο πολύ απαραίτητους.

Σε γενικές γραμμές τα επιχειρήματα υποστηρίζουν έντονα την εφαρμογή κανόνων συνετής διαχείρισης. Το γεγονός αυτό φαίνεται και από την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (1999) σύμφωνα με την οποία η διαδικασία της άριστης κατανομής των κεφαλαίων μέσω ασφαλών επενδυτικών επιλογών μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλές αποδόσεις και κίνδυνο". Συγκεκριμένα η υιοθέτηση ποσοτικών περιορισμών μπορεί να επισύρει ζητήματα όπως τα παρακάτω:

- να εμποδίσει τους διαχειριστές να λάβουν υπόψη τη διαφορά στη σταθμισμένη διάρκεια των υποχρεώσεων.
- να καταστήσει δύσκολη ή αδύνατη την εφαρμογή κατάλληλων τεχνικών ανοσοποίησης ή διαχείρισης ενεργητικού-παθητικού (ALM) για το συνδυασμό των διαφορετικών λήξεων, καθώς τέτοιες τεχνικές αντιστάθμισης μπορεί να απαιτούν τη χρήση μετοχών, ομολόγων ή παραγώγων.

- από την άποψη της αριστοποίησης του συνδυασμού κινδύνου- απόδοσης, είναι πιθανό να επιβάλουν κάποια σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου κάτω από το αποδοτικό σύνορο, επειδή επιμένουν στην κατοχή μεγάλων ποσοστών ομολόγων και εγχώριων αξιογράφων.

- στρέφουν το ενδιαφέρον στον κίνδυνο και τη ρευστότητα των μεμονωμένων περιουσιακών στοιχείων και αποτυγχάνουν να λάβουν υπόψη ότι στο επίπεδο του χαρτοφυλακίου ο κίνδυνος αθέτησης πληρωμής και η διακύμανση των τιμών μπορούν να μειωθούν μέσω της διαφοροποίησης, ενώ ο κίνδυνος ρευστότητας εξαρτάται από τη γενική θέση ρευστότητας του επενδυτή και όχι από κάθε επένδυση ξεχωριστά

- είναι άκαμπτοι και δεν μπορούν να αλλάξουν γρήγορα εν όψει περιστασιακών οικονομικών συγκυριών στις αγορές μετοχών, συναλλάγματος και ακίνητων, όπως επίσης δεν μπορούν να προσαρμοστούν εύκολα σε δομικές αλλαγές των χρηματιστηριακών αγορών

- υιοθετούν στρατηγικές με σκοπό την προσαρμογή στους νομικούς περιορισμούς παρά για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων και μείωση του κινδύνου

- ενθαρρύνουν τις εθνικές κυβερνήσεις να μεταχειριστούν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια ως μέσα χρηματοδότησης των δημοσιονομικών αναγκών γεγονός που αποτρέπεται με βάση τον κανόνα της συνετής διαχείρισης (το γεγονός αυτό υπήρξε καταστροφικό στην περίπτωση της οικονομικής κρίσης στην Αργεντινή, όταν η κυβέρνηση ανάγκασε τα συνταξιοδοτικά ταμεία να κρατήσουν στο χαρτοφυλάκιο τους κυβερνητικά ομόλογα που παρουσίαζαν συνεχή υποτίμηση)

- μειώνουν χαρακτηριστικά το βαθμό στον οποίο τα οφέλη διαφοροποίησης μέσω της διεθνούς επένδυσης μπορούν να επιτευχθούν.

Μπορούν επίσης να υπάρξουν επιβλαβή αποτελέσματα των κανονισμών επένδυσης χαρτοφυλακίων που να αφορούν τις εταιρείες διαχείρισης και την οικονομία γενικότερα:

- μπορεί να υπάρξει μικρότερο κίνητρο για τους θεσμικούς επενδυτές να προσλάβουν επιδέξιους διαχειριστές για να επιτύχουν συνδυασμούς υψηλότερων αποδόσεων με χαμηλότερο κίνδυνο

- ο ανταγωνισμός μεταξύ των διαχειριστών αποθαρρύνεται εάν η κύρια λειτουργία τους είναι να προσαρμοστούν στους ποσοτικούς περιορισμούς

- οι ποσοτικοί περιορισμοί μπορούν να οδηγήσουν στην ανεπαρκή κατανομή του κεφαλαίου και ως εκ τούτου να εμποδίσουν την οικονομική ανάπτυξη και την απασχόληση

- αυξάνουν τις δαπάνες για τους εργοδότες που παρέχουν τις συντάξεις γεγονός που μπορεί να λειτουργήσει ως εμπόδιο στη δημιουργία θέσεων εργασίας.

Εντούτοις το θέμα δεν πρέπει να υπερβάλλεται καθώς όπως ήδη αναφέραμε για τις χώρες του ΟΟΣΑ, τα όρια στην επένδυση στην ίδια την εταιρεία-χορηγό είναι κατάλληλα να αποτρέψουν τη συγκέντρωση του κινδύνου.

1. ii. Εμπειρική έρευνα για τους κανονισμούς χαρτοφυλακίων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

Η υπάρχουσα εμπειρική έρευνα υποστηρίζει τον ευεργετικό ρόλο που διαδραματίζουν οι κανονισμοί συνετής διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων όταν συγκρίνονται με τους ποσοτικούς περιορισμούς. Παραδείγματος χάριν η Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία Συνταξιοδοτικών Παροχών (European Federation for Retirement Provision) πραγματοποίησε μια μελέτη ερευνώντας εάν κάποιος από τους παραπάνω κανόνες διαχείρισης υπερισχύει του άλλου. Μέσω της χρήσης στοιχείων για την περίοδο 1984-1993, αυτή η μελέτη δείχνει ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια των ευρωπαϊκών χωρών που υιοθετούν συνετή διαχείριση πέτυχαν ένα μέσο πραγματικό ποσοστό απόδοσης 9,5%, ενώ αυτός ο αριθμός για εκείνες τις χώρες που υιοθετούν

ποσοτικούς περιορισμούς ήταν 6,9% (Queisser 1998). Σε παρόμοιο συμπέρασμα οδηγήθηκε και μια άλλη έρευνα που διεξήχθη για λογαριασμό του ΟΟΣΑ (Galer 2002).

Η πιο πρόσφατη έρευνα όσον αφορά στο συγκεκριμένο θέμα πραγματοποιήθηκε από τον Davis το 2002 ο οποίος ερεύνησε τα οφέλη της διεθνούς διαφοροποίησης στα πλαίσια της επένδυσης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Με ένα σύνολο δεδομένων που καλύπτει 7 αναπτυσσόμενες χώρες από το 1980-1995, διαπιστώθηκε ότι η υποθετική πραγματική απόδοση για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια σε αυτές τις χώρες ήταν κατά μέσον όρο 7,8% κάτω από τους κανόνες συνετής διαχείρισης, ενώ ήταν 5,8% κάτω από τους ποσοτικούς περιορισμούς.

Η έρευνα για τις αναπτυσσόμενες αγορές είναι σε γενικές γραμμές ανεπαρκής με εξαίρεση αυτή του Davis το 2005 ο οποίος επέκτεινε τη δική του προηγούμενη βάση δεδομένων και ανάλυση για τρεις αναδυόμενες οικονομίες- Χιλή, Σιγκαπούρη και Μαλαισία- στις οποίες μια υποθετική αλλαγή στο θεσμικό πλαίσιο των επενδύσεων προς τον κανόνα της συνετής διαχείρισης θα είχε θετικό αποτέλεσμα στην απόδοση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων για τις δυο τελευταίες χώρες, αλλά όχι για τη Χιλή. Εξάλλου ο Hu και οι συνεργάτες του το 2007 πραγματοποίησαν μια μελέτη εστιαζόμενη στον ποσοτικό ευεργετικό αντίκτυπο της φιλελευθεροποίησης της επένδυσης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων της Κίνας, συμπεριλαμβανομένων των υποχρεωτικών και των εθελοντικών επαγγελματικών συντάξεων. Διαπιστώθηκε ότι οι αποδόσεις στο βασικό χαρτοφυλάκιο (που περιλαμβάνει τα πραγματικά περιοριστικά συνταξιοδοτικά χαρτοφυλάκια της Κίνας) ήταν χαμηλότερες, και πολύ χαμηλότερες σε μερικές περιπτώσεις, από εκείνες στα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

Εξάλλου, ο Hu (2007) χρησιμοποιώντας ένα μοναδικό σύνολο δεδομένων που καλύπτει 39 χώρες (17 αναπτυσσόμενες και 22 του ΟΟΣΑ) και βασισμένος στην κλασική προσέγγιση αριστοποίησης μέσου-διακύμανσης, βρήκε ότι υπάρχει αρνητικός αντίκτυπος των διεθνών περιορισμών επένδυσης χαρτοφυλακίων στις αποδόσεις και τον κίνδυνο των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, και ειδικότερα για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με τα ευρήματα του, μέσω της μετατόπισης από τους ποσοτικούς περιορισμούς σε αυτόν της συνετής διαχείρισης, ο μέσος κίνδυνος

αναμένεται να μειωθεί κατά 27% για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια των αναπτυσσόμενων χωρών, ενώ το αντίστοιχο ποσοστό είναι 10% για τα κεφάλαια των χωρών του ΟΟΣΑ. Δεύτερον, υπήρξαν στοιχεία ότι εάν υψηλότερες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων είναι επιθυμητές, τότε το μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου πρέπει να επενδυθεί σε μετοχές και τα ξένα αξιόγραφα. Αυτά τα αποτελέσματα ήταν καινούργια στη βιβλιογραφία (Reisen 1997, Davis 2002, 2005), όσον αφορά στην ενσωμάτωση της αποστροφής κινδύνου (σε εθνικό επίπεδο) στην διαδικασία αριστοποίησης και την έρευνα ενός ευρέος δείγματος χωρών.

Ο Hu (2007) επίσης βρήκε ότι το αποδοτικότερο χαρτοφυλάκιο θα έπρεπε να αποτελείται στο μεγαλύτερο μέρος του από επενδύσεις σε τίτλους των αναπτυσσόμενων χωρών σε σχέση με τις χώρες του ΟΟΣΑ. Αυτό μπορεί να οφείλεται κυρίως στο μικρότερο συντελεστή συσχέτισης μεταξύ των αναπτυσσόμενων αγορών με τις ξένες και στην υψηλή διακύμανση των πρώτων. Το αποτέλεσμα είναι ιδιαίτερα σημαντικό λαμβάνοντας υπόψη την επικράτηση των ποσοτικών περιορισμών σε αυτές. Επιπλέον, τα στατιστικά στοιχεία που βγήκαν από την έρευνα του ανέδειξαν τη σημασία της επένδυσης σε ακίνητες αξίες για τη μεγαλύτερη αποδοτικότητα των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, και τα αποτελέσματα αφορούν και στις χώρες του ΟΟΣΑ και τις αναπτυσσόμενες. Τέτοια εμπειρικά συμπεράσματα υποστηρίζουν τα επιχειρήματα του Booth (2002), όπου οι ακίνητες αξίες βάσει υπολογισμών θα έπρεπε να περιλαμβάνονται στο άριστο χαρτοφυλάκιο ανεξάρτητα από την ωριμότητα των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Τα γενικά συμπεράσματα της μελέτης του Hu ήταν υπέρ της προσέγγισης συνετής επένδυσης και ενάντια στην ύπαρξη ποσοτικών περιορισμών ιδιαίτερα όσον αφορά στη διεθνή επένδυση. Επομένως, η πρότασή του ήταν η φιλελευθεροποίηση της διεθνούς επένδυσης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Επίσης, τα συμπεράσματά του έδωσαν έμφαση στο πιθανό μεγάλο όφελος που προκύπτει από τη διεθνή επένδυση στις αναπτυσσόμενες οικονομίες.

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 2 όλοι οι δείκτες μεταβολής είναι μικρότεροι του μηδενός γεγονός που δείχνει το θετικό αντίκτυπο της υιοθέτησης κανόνων συνετής διαχείρισης έναντι των ποσοτικών περιορισμών ως προς τη μείωση του κινδύνου για δεδομένες αποδόσεις. Παρά τη μείωση κινδύνου για όλες τις αναπτυσσόμενες χώρες,

τα αποτελέσματα παρουσιάζουν μεγάλη ετερογένεια. Παραδείγματος χάριν, εάν παρατηρήσουμε τους μέσους όρους στον πίνακα 2, οι Φιλιππίνες απολαμβάνουν το μεγαλύτερο όφελος (64,5%), ενώ το Χόνγκ Κονγκ το μικρότερο (8,6%). Συγκεκριμένα εάν το ρυθμιστικό καθεστώς γινόταν πιο φιλελεύθερο, ο επενδυτικός κίνδυνος θα μπορούσε να μειωθεί κατά 65% για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια των Φιλιππίνων και 8,6% για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια του Χονγκ Κονγκ. Ο απλός μέσος όρος των ρυθμών μεταβολής όλων των αναπτυσσόμενων χωρών που μελετήθηκαν είναι -33,4%, που σημαίνει ότι κατά μέσον όρο η συνταξιοδοτική επένδυση χωρίς περιορισμό διεθνούς τοποθέτησης θα έχει ενδεχομένως έναν κίνδυνο 33,4% χαμηλότερο σε σχέση με την περίπτωση που τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια δεν επιτρέπονται να επενδύσουν στο εξωτερικό. Ακόμα κι αν εξαιρεθούν από το μέσο όρο κάποιες χώρες που εμφανίζουν ιδιαίτερα σημαντικά οφέλη, το αποτέλεσμα εξακολουθεί να είναι υψηλό στο επίπεδο του -20.2%.

Πίνακας 2

Ρυθμός μεταβολής (%) του Κινδύνου λόγω υποκατάστασης των Ποσοτικών Περιορισμών από τον Κανόνα Συνετής Διαχείρισης (EMEs)			
Αναπτυσσόμενες Χώρες	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος
Αργεντινή	-49.3	-26.3	-38.4
Χιλή	-63.4	-47.4	-54.6
Χονγκ Κονγκ	-11.4	-6.7	-8.6
Ινδονησία	-32.8	-23.9	-26.9
Ινδία	-61.2	-50.2	-54.8
Ισραήλ	-38.2	-5.6	-26.9
Κορέα	-17.3	-1.5	-8.5
Μεξικό	-20.2	-15.2	-16.4
Μαλαισία	-20.9	-14.2	-17.6
Πακιστάν	-76.7	-54.3	-63.8
Περού	-62.4	-61.3	-61.9
Φιλιππίνες	-64.9	-64.1	-64.5
Σιγκαπούρη	-11.7	-7.7	-9.6
Ταϊλάνδη	-33.9	-14.8	-22.1
Νότιος Αφρική	-27.3	-26.2	-26.6
M.O Χωρών	-39.4	-28.0	-33.4
M.O Χωρών*	-26.3	-14.2	-20.2

*Έχουν αφαιρεθεί οι τιμές της Χιλής, Ινδίας, Πακισταν, Περού και Φιλιππίνων ως ακραίες

Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007)

Πίνακας 3

Ρυθμός μεταβολής (%) του δείκτη Sharpe λόγω υποκατάστασης των Ποσοτικών Περιορισμών από τον Κανόνα Συνετής Διαχείρισης (EMEs)			
Αναπτυσσόμενες Χώρες	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος
Αργεντινή	37.8	189.8	93.6
Χιλή	104.4	185.1	135.2
Χονγκ Κονγκ	7.8	13.8	10.2
Ινδονησία	31.5	49	37.4
Ινδία	108.7	164.1	133.7
Ισραήλ	6	125.5	52.6
Κορέα	1.6	22.4	10.3
Μεξικό	20.5	29.3	22.5
Μαλαισία	19.3	31.8	24.6
Πακιστάν	142.9	394.5	248.9
Περού	165.8	166.8	166.3
Φιλιππίνες	312.6	391.7	352.1
Σιγκαπούρη	8.7	14.3	11.4
Ταϊλάνδη	18.9	67.3	36.6
Νότιος Αφρική	34.1	51.7	42.3
M.O Χωρών	68.0	126.5	91.9
M.O Χωρών*	18.1	59.5	34.1

*Έχουν αφαιρεθεί οι τιμές της Χιλής, Ινδίας, Πακισταν, Περού και Φιλιππίνων ως ακραίες

Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007)

Η αναλογία Sharpe μετρά το βαθμό για τον οποίο ο υψηλότερος κίνδυνος ανταμείβεται με αντίστοιχα υψηλότερη απόδοση. Στον πίνακα 3 παρατίθενται οι ρυθμοί μεταβολής του δείκτη μετά από μια απελευθέρωση των περιορισμών στην επένδυση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Βλέπουμε ότι όλες οι εκτιμήσεις είναι θετικές, και σε μερικές περιπτώσεις, οι τιμές είναι αρκετά μεγάλες. Παραδείγματος χάριν ο ρυθμός μεταβολής του δείκτη για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια της Αργεντινής είναι αρκετά πάνω από 30%, με υψηλότερη τιμή το 190%. Ο μέσος όρος της τιμής είναι 93,6%, γεγονός που υπονοεί ότι εάν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια της Αργεντινής επιτρεπόταν να επενδύσουν στο εξωτερικό χωρίς οποιοδήποτε περιορισμό, ο δείκτης Sharpe θα μπορούσε να αυξηθεί κατά 94%. Γενικότερα για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες κατά μέσον όρο ο δείκτης Sharpe θα μπορούσε να αυξηθεί κατά 92% μέσω της φιλελευθεροποίησης των επενδύσεων. Ακόμα και αν αποκλείσουμε τις ακραίες τιμές ο μέσος όρος μειώνεται στο 34% ποσοστό βέβαια που εξακολουθεί να είναι αρκετά μεγάλο.

Όσον αφορά στις χώρες του ΟΟΣΑ, τα αποτελέσματα είναι παρόμοια, δηλαδή υπάρχει πάντα θετική επίδραση μετά την αλλαγή του θεσμικού πλαισίου επένδυσης. Όσον αφορά στο ρυθμό μεταβολής του κινδύνου τα ποσοστά δίνονται από τον πίνακα 4. Συγκεκριμένα βλέπουμε ότι κατά μέσο όρο στις χώρες του ΟΟΣΑ μπορεί να μειωθεί το περισσότερο κατά 15,8% και το ελάχιστο κατά 8,6%, ενώ κατά μέσο όρο η μείωση θα μπορούσε να είναι της τάξης του 11,6%. Παραδείγματος χάριν, για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια της Ελλάδας, ο κίνδυνος θα μπορούσε να μειωθεί υποθετικά κατά 32,8% εάν επιτρεπόταν η διεθνής επένδυση ποσοστό που είναι αρκετά υψηλό. Η χώρα που ωφελείται περισσότερο είναι η Πορτογαλία στην οποία ο κίνδυνος θα μπορούσε να μειωθεί κατά 63,4%. Αποκλείοντας την Πορτογαλία από το σύνολο δεδομένων, ο μέσος όρος της μεταβολής στις χώρες του ΟΟΣΑ είναι -8,7%,

Πίνακας 4

Ρυθμός μεταβολής (%) του **Κινδύνου** λόγω υποκατάστασης των **Ποσοτικών Περιορισμών** από τον **Κανόνα Συνετής Διαχείρισης (ΟΟΣΑ)**

ΟΟΣΑ	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος
Αυστραλία	-18.2	-10.0	-15.4
Αυστρία	-1.8	0.0	-0.4
Καναδάς	-3.1	0.0	-0.7
Ελβετία	0.0	0.0	0.0
Γερμανία	-0.4	0.0	-0.1
Δανία	-0.6	0.0	-0.2
Ισπανία	-20.3	-7.0	-13.4
Φιλανδία	-5.0	-1.7	-2.9
Γαλλία	-46.3	-13.7	-22.2
Μ.Βρετανία	-19.2	-11.4	-14.4
Ελλάδα	-48.0	-19.0	-32.8
Ιρλανδία	-29.5	-19.1	-25.3
Ιαπωνία	-2.6	-0.4	-1.3
Λουξεμβούργο	-2.6	-0.4	-1.3
Ολλανδία	-0.1	0.0	0.0
Νορβηγία	-20.5	-13.3	-16.4
Πορτογαλία	-66.7	-61.0	-63.4
Σουηδία	-12.7	-4.8	-7.5
ΗΠΑ	-3.0	-0.8	-1.9
Μ.Ο Χωρών	-15.8	-8.6	-11.6
Μ.Ο Χωρών*	-13.0	-5.6	-8.7

*Έχουν αφαιρεθεί οι τιμές της Πορτογαλίας ως ακραίες

Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007).

Πίνακας 5

Ρυθμός μεταβολής (%) του δείκτη **Sharpe** λόγω υποκατάστασης των **Ποσοτικών Περιορισμών** από τον **Κανόνα Συνετής Διαχείρισης (ΟΟΣΑ)**

ΟΟΣΑ	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος
Αυστραλία	11.4	23.4	19.0
Αυστρία	0.0	1.8	0.4
Καναδάς	0.0	3.5	0.7
Ελβετία	0.0	0.0	0.0
Γερμανία	0.0	0.4	0.1
Δανία	0.0	0.6	0.2
Ισπανία	7.6	25.8	15.9
Φιλανδία	1.7	5.3	3.1
Γαλλία	15.9	106.1	33.6
Μ.Βρετανία	8.7	24.8	16.8
Ελλάδα	29.5	202.3	92.8
Ιρλανδία	24.7	42.9	35.2
Ιαπωνία	0.4	2.7	1.3
Λουξεμβούργο	0.4	2.7	1.3
Ολλανδία	0.0	0.1	0.0
Νορβηγία	15.8	27.0	20.3
Πορτογαλία	112.7	200.1	174.6
Σουηδία	5.1	14.7	8.2
ΗΠΑ	0.8	3.1	1.9
Μ.Ο Χωρών	12.3	36.2	22.4
Μ.Ο Χωρών*	6.8	27.0	13.9

*Έχουν αφαιρεθεί οι τιμές της Πορτογαλίας ως ακραίες

Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007).

Όσον αφορά τις μεταβολές του δείκτη Sharpe, τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στον πίνακα 5, και όλες οι εκτιμήσεις είναι όπως αναμένονται. Πιο συγκεκριμένα καμία τιμή δεν πέφτει κάτω από το μηδέν γεγονός που δείχνει το θετικό αντίκτυπο της φιλελευθεροποίησης των επενδύσεων ο οποίος είναι και αρκετά μεγάλος σε χώρες όπως η Γαλλία, η Ελλάδα και η Πορτογαλία. Εξάλλου ο μέσος όρος της μεταβολής σε όλες τις χώρες του ΟΟΣΑ είναι 22,4%, ενώ εάν εξαιρεθεί η Πορτογαλία το ποσοστό εξακολουθεί να είναι σημαντικό (13.9%). Αυτή η πολιτική ωφελεί περισσότερο τις αναπτυσσόμενες χώρες σε σχέση με τις χώρες του ΟΟΣΑ γεγονός που φαίνεται από τον πίνακα 11 όπου κατά μέσον όρο, μια αλλαγή του θεσμικού πλαισίου υπέρ του

κανόνα της συνετής διαχείρισης θα μειώσει τον επενδυτικό κίνδυνο κατά 33% για τις πρώτες και 12% για τις τελευταίες. Συγχρόνως, θα αυξήσει την αναλογία Sharpe κατά 92% για τις αναπτυσσόμενες και κατά 22% για τις χώρες του ΟΟΣΑ. Παρόμοια αποτελέσματα επιτυγχάνονται ακόμα κι αν αποκλείονται οι χώρες που εμφανίζουν υψηλά ποσοστά από το σύνολο δεδομένων.

Στον πίνακα 6 παρατίθεται μια συγκεντρωτική εικόνα των μεταβολών μέσα από την οποία αποδεικνύεται ότι υπάρχει μια πλήρης συνέπεια των αποτελεσμάτων ως προς την αρνητική επίπτωση στο ποσοστό αλλαγής του κινδύνου ενώ η επίδραση αυτή είναι θετική στο ποσοστό αλλαγής του δείκτη Sharpe. Όπως φαίνεται στον ίδιο πίνακα, γενικά υπάρχει ένας μεγάλος αντίκτυπος στις αναπτυσσόμενες χώρες σε σχέση με αυτές του ΟΟΣΑ. Οι λόγοι που πιθανόν να εξηγούν αυτή τη διαφορά περιλαμβάνουν την αναποτελεσματικότητα των αναπτυσσόμενων αγορών καθώς δεν είναι πλήρως ολοκληρωμένες όπως επίσης και την υψηλή μεταβλητότητά τους.

Πίνακας 6

Ρυθμοί μεταβολής (κινδύνου- Sharpe ratio) λόγω υποκατάστασης των Ποσοτικών Περιορισμών από τον Κανόνα Συνετής Διαχείρισης						
Ρυθμός Μεταβολής του Κινδύνου						
	ΟΟΣΑ			Αναπτυσσόμενες Αγορές		
	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος
	-15.8	-8.6	-11.6	-39.4	-28	-33.4
*	-13	-5.6	-8.7	-26.3	-14.2	-20.2
Ρυθμός Μεταβολής του Δεικτη Sharpe						
	ΟΟΣΑ			Αναπτυσσόμενες Αγορές		
	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος	Ελάχιστη Τιμή	Μέγιστη Τιμή	Μέσος Όρος
	12.3	36.2	22.4	68	126.5	91.9
*	6.8	27	13.9	18.1	59.5	34.1

* Έχουν αφαιρεθεί οι ακραίες τιμές

Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007)

Το φαινόμενο είναι λιγότερο έντονο για τις προηγμένες χώρες του ΟΟΣΑ, δεδομένου ότι τα χρηματιστήρια συνδέονται μεταξύ τους. Ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ και των αναπτυσσόμενων είναι γενικά χαμηλός, δεδομένου ότι οι αγορές των τελευταίων χαρακτηρίζονται από διαφορετικούς επιχειρηματικούς κύκλους σε σχέση με τις χώρες του ΟΟΣΑ, και μερικές από αυτές έχουν κάποια σχετική ανοσία στους κλυδωνισμούς από το εξωτερικό. Επιπλέον, οι αυστηροί περιορισμοί στην κίνηση κεφαλαίων στις αναδυόμενες αγορές μπορούν επίσης να εξηγήσουν αυτήν την διαφορά.

Μια άλλη μελέτη πραγματοποιήθηκε πρόσφατα από τον ΟΟΣΑ (2007), η οποία εξετάζει το βαθμό στον οποίο τα διάφορα ρυθμιστικά καθεστώτα έχουν επίπτωση στην απόδοση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων που βρίσκονται κάτω από ιδιωτική διαχείριση. Μέσω της σύγκρισης των πραγματικά αποδόσεων με ένα σύνολο διαφορετικών αποδόσεων αναφοράς, βρέθηκε ότι σε όλες τις επιλεγείσες χώρες, αναπτυγμένων και αναπτυσσόμενων, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια κερδίζουν λιγότερο σε σχέση με το υποθετικό άριστο χαρτοφυλάκιο, και οι περιορισμοί επένδυσης έχουν καταστρεπτική επίδραση στην απόδοση. Παραδείγματος χάριν, οι πραγματικές αποδόσεις που επιτεύχθηκαν από τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στις ΗΠΑ και τη Βρετανία ήταν μικρότερες από αυτές του αποδοτικού χαρτοφυλακίου κατά 1,8% και 1,1%, αντίστοιχα. Βρέθηκε, εντούτοις, ότι τα καναδικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια ξεπέρασαν το άριστο χαρτοφυλάκιο κατά 2,2%, αποτέλεσμα που όμως πρέπει να αντιμετωπισθεί με προσοχή, δεδομένου ότι η περίοδος παρατήρησης είναι από το 1990 ως το 2005, γεγονός που έρχεται σε αντίθεση με τη μακροπρόθεσμη φύση των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων.

2. Διεθνής Διαφοροποίηση

Σύμφωνα με τη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου η διακράτηση ενός διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου στη εγχώρια αγορά κεφαλαίων μπορεί να ελαχιστοποιήσει το μη συστηματικό κίνδυνο που απορρέει από τις διαφορετικές επιδόσεις των εταιρειών αλλά όχι το συστηματικό κίνδυνο που είναι αποτέλεσμα των διακυμάνσεων της οικονομίας γενικότερα. Σε μια αποτελεσματική και ολοκληρωμένη αγορά ο συστηματικός κίνδυνος μπορεί να μειωθεί μέσω ενός παγκόσμιου χαρτοφυλακίου στο οποίο τα περιουσιακά στοιχεία επιλέγονται και βάσει της τρέχουσας αξίας τους στις εθνικές αγορές. Στην πραγματικότητα η βελτίωση όσον αφορά στη σχέση απόδοσης-κινδύνου που συνεπάγεται η διαφοροποίηση λειτουργεί σε μεγάλο βαθμό αντισταθμιστικά στον επιπλέον κίνδυνο που εισάγεται στο χαρτοφυλάκιο από τις μεταβολές στη συναλλαγματική ισοτιμία.

Για όλα τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, ένας από τους επενδυτικούς στόχους είναι να αντισταθμίσουν την αύξηση των μέσων αποδοχών εργασίας, λαμβάνοντας υπόψη ότι η τελευταία καθορίζει το ρυθμό αντικατάστασης κατά τη συνταξιοδότηση, δηλαδή τον καθοριστικό παράγοντα των υποχρεώσεων του ταμείου. Η βέλτιστη επένδυση περιλαμβάνει την επιλογή μιας ανταλλαγής μεταξύ χαμηλού κινδύνου και υψηλής απόδοσης (βάσει του συνόρου αποδοτικών χαρτοφυλακίων του Markowitz), ανάλογα με τις προτιμήσεις του επενδυτή. Αυτό είναι σχετικό για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια καθορισμένης συμβολής. Η περίπτωση είναι πιο σύνθετη για τα κεφάλαια καθορισμένων οφελών, όπου υπάρχει εγγύηση από το χορηγό όσον αφορά τις παροχές. Εδώ η βέλτιστη επένδυση μπορεί να συνεπάγεται την διαχείριση Ενεργητικού-Παθητικού (Asset-Liability-Management) όπου η μακροπρόθεσμη ισορροπία μεταξύ του ενεργητικού και των στοιχείων του παθητικού διατηρείται από την επιλογή ενός χαρτοφυλακίου με παρόμοια χαρακτηριστικά απόδοσης, κινδύνου και σταθμισμένης διάρκειας με αυτά των στοιχείων του παθητικού.

Σε αυτό το πλαίσιο, ένας σημαντικός αριθμός οφελών για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια προκύπτει από τη διεθνή επένδυση. Ο σημαντικότερος είναι η διεύρυνση των συνόρων των αποδοτικών χαρτοφυλακίων συνεπεία των διεθνών δυνατοτήτων

επένδυσης. Αυτό σημαίνει ότι για έναν επενδυτή επικεντρωμένο στο συνδυασμό απόδοσης-κινδύνου όπως είναι ένα συνταξιοδοτικό κεφάλαιο καθορισμένης συμβολής, μια υψηλότερη απόδοση είναι διαθέσιμη για το ίδιο επίπεδο κινδύνου (κυρίως για τα «ανώριμα» κεφάλαια που επιδιώκουν υψηλές αποδόσεις), ή επίπεδα χαμηλότερου κινδύνου για τις ίδιες αποδόσεις.

Από την άποψη των κεφαλαίων καθορισμένων οφελών, παρόμοιες εκτιμήσεις είναι ως επί το πλείστον σημαντικές. Βάσει της ALM προσέγγισης, μπορεί να υποστηριχτεί ότι τα διεθνή αξιόγραφα θα τείνουν να είναι μέρος ενός χαρτοφυλακίου με παρόμοια χαρακτηριστικά απόδοσης, κινδύνου και σταθμισμένης διάρκειας με τα στοιχεία του παθητικού των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Πράγματι, τα ξένα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να προσφέρουν την ενισχυμένη προστασία ενάντια στον πληθωρισμό καθώς η συναλλαγματική ισοτιμία υποτιμάται σε περιόδους πληθωρισμού που οι εσωτερικές αποδόσεις είναι χαμηλές.

Η διεθνής επένδυση ωφελεί τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια σε ευρύτερο επίπεδο. Για τις μικρές χώρες, όπως η Ολλανδία και η Σιγκαπούρη, τα περιουσιακά στοιχεία των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και άλλων θεσμικών επενδυτών μπορεί να υπερβαίνουν σε αξία ολόκληρη την εγχώρια αγορά αξιογράφων, και ως εκ τούτου απλοί λόγοι ρευστότητας απαιτούν τη διεθνή επένδυση εάν το θεσμικό πλαίσιο το επιτρέπει. Επιπλέον, στις αναπτυσσόμενες οικονομίες, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορεί να είναι ευάλωτα σε τραπεζικές κρίσεις καθώς επίσης και σε γενικότερους κινδύνους δεδομένου ότι τα χρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά συστήματα στα αρχικά στάδιά τους κρατούν ένα ορισμένο ποσό τραπεζικών χρεογράφων.

Λαμβάνοντας υπόψη τη δύναμη αυτών των επιχειρημάτων, ερωτήματα προκαλεί το γεγονός ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια τείνουν να επενδύουν τουλάχιστον 60% των αποθεμάτων τους στην εγχώρια αγορά, και για τα περισσότερα το ποσοστό αυτό είναι πάνω από 90%. Στην πραγματικότητα θα απαιτούνταν τεράστιες διαφορές στις αναμενόμενες αποδόσεις για να δικαιολογήσουν τέτοια χαρτοφυλάκια στα πλαίσια της θεωρίας των αποδοτικών αγορών. Οι λόγοι για αυτήν την προτίμηση εγχώριων επενδύσεων περιλαμβάνουν τα εξής:

Αρχικά, τα στοιχεία του παθητικού μπορούν να διαδραματίσουν έναν ρόλο. Τα παραπάνω επιχειρήματα υπέρ της έκθεσης στη διεθνή επένδυση ισχύουν καλύτερα για ένα χαρτοφυλάκιο που ακολουθεί μια προσέγγιση απόδοσης-κινδύνου όπως ένα συνταξιοδοτικό κεφάλαιο καθορισμένης συμβολής, ή ένα κεφάλαιο καθορισμένων οφελών το οποίο έχει συνδέσει τα στοιχεία του παθητικού του με τον πληθωρισμό βάσει της ALM προσέγγισης. Και για τους δύο τύπους κεφαλαίων, η διάρκεια ως τη λήξη θα καταστήσει το κεφάλαιο λιγότερο πρόθυμο να δεχτεί τον κίνδυνο που ενέχει η διεθνής επένδυση. Εξάλλου τα ταμεία που αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο ελλείμματος ή εκείνα με μεγάλο ποσοστό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μπορεί να επιθυμούν να αποφύγουν τις ξένες επενδύσεις γενικότερα. Γεγονός πάντως είναι ότι η ξένη επένδυση δεν εξαλείφει το συστημικό κίνδυνο που ενέχουν οι παγκόσμιες κεφαλαιαγορές. Οι καθοδικές κινήσεις της αγοράς, ειδικότερα στις αγορές μετοχών, εμφανίζονται πιο συγχρονισμένα απ' ότι οι ανοδικές (όπως στην οικονομική κρίση του 1987). Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια που είναι ευάλωτα στον κίνδυνο ελλείμματος επομένως θα είναι αναγκαστικά προσεκτικά στο να προεξοφλήσουν τα οφέλη διαφοροποίησης. Εντούτοις, εάν τέτοιες κρίσεις είναι πράγματι συστημικές, δεν μπορούν αποφευχθούν ούτε από την εγχώρια επένδυση.

Τα επιχειρήματα σχετικά με τη διεθνή διαφοροποίηση έχουν διαφορετική βαρύτητα στην περίπτωση που αυτή επιχειρείται μέσω μετοχών, ομολόγων ή ακίνητης ιδιοκτησίας. Ισχύουν ουσιαστικά περισσότερο για τη μετοχική επένδυση αν και υπάρχει το αντεπιχείρημα ότι η διαφοροποίηση μπορεί να επιτευχθεί από την επένδυση στην εγχώρια αγορά εάν οι εγχώριες επιχειρήσεις πραγματοποιούν άμεσες ξένες επενδύσεις. Οι αγορές ομολόγων είναι πιο ολοκληρωμένες σε παγκόσμιο επίπεδο, και ως εκ τούτου υπάρχει λιγότερο όφελος από τη διεθνή διαφοροποίηση. Εξάλλου η επένδυση σε ακίνητες αξίες έχει πλεονεκτήματα παρόμοια με εκείνα σε μετοχικούς τίτλους αλλά χαρακτηρίζεται από μικρότερη ρευστότητα και κίνδυνο ατελούς πληροφόρησης σχετικά με τις τοπικές αγορές. Αυτό καθιστά τη διεθνή διαφοροποίηση δυσκολότερη, αν και οι αποδόσεις γι' αυτό το λόγο συσχετίζονται λιγότερο διεθνώς και ως εκ τούτου οι μετοχές εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο χώρο των ακινήτων προσφέρουν ελκυστικά οφέλη διαφοροποίησης.

Υπάρχουν επίσης ζητήματα πληροφόρησης και άλλων δαπανών. Οι καλύτερη πληροφόρηση για τις εγχώριες αγορές μπορεί να είναι ένας λόγος για τον οποίο οι επενδυτές επιλέγουν να συγκεντρώσουν τις επενδύσεις τους εκεί. Επίσης μια πιο αδύναμη αιτιολόγηση του φαινομένου 'home bias' είναι ότι η διεθνής επένδυση ενέχει πρόσθετο κίνδυνο έναντι της εγχώριας κυρίως όσον αφορά στην τοποθέτηση, τη ρευστότητα, τη μεταβίβαση και τον κίνδυνο συναλλαγματικής ισοτιμίας. Αλλά η τοποθέτηση, η ρευστότητα, και ο κίνδυνος μεταβίβασης μπορούν να αποφευχθούν μέσω της κατάλληλης επιλογής των αγορών. Ο κίνδυνος συναλλαγματικής ισοτιμίας μπορεί να αντισταθμιστεί και στα πλαίσια της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίων συμβάλλει στα οφέλη της παράκτιας επένδυσης από την άποψη των αποδόσεων και της διαφοροποίησης του κινδύνου, ειδικότερα όσον αφορά στη μετοχική επένδυση.

Τέλος, το φαινόμενο της προτίμησης εγχώριων επενδύσεων θεωρείται ευρέως ότι οδηγείται από τους περιορισμούς στη σύνθεση των χαρτοφυλακίων για τους οποίους γίνεται αναφορά στην επόμενη ενότητα.

3. Διάρθρωση Χαρτοφυλακίου Συνταξιοδοτικών Κεφαλαίων

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια σταθερή επέκταση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στις χώρες του ΟΟΣΑ και σε άλλες που δεν είναι μέλη του οργανισμού. Τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα διαδραματίζουν έναν όλο και πιο σημαντικό ρόλο στην παροχή εισοδηματικής ασφάλειας μετά τη συνταξιοδότηση και οι μεταρρυθμίσεις που ενθαρρύνουν την ασφαλή ανάπτυξη των ιδιωτικών συντάξεων είναι τώρα σε ισχύ σε πολλές χώρες. Εξάλλου σε αρκετές χώρες του ΟΟΣΑ όπου οι αγορές συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι ακόμα υποανάπτυκτες, υπάρχει τεράστια δυνατότητα επέκτασης τους.

Το παγκόσμιο συνταξιοδοτικό τοπίο επεκτείνεται επίσης με την εμφάνιση των νέων εθνικών οργανισμών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων (Sovereign and Public Pension Reserve Funds, SPF) και την ταχεία ανάπτυξη των υπαρχόντων που γίνονται ένα βασικό χρηματοδοτικό στοιχείο των συνταξιοδοτικών συστημάτων. Τα νέα αυτά κεφάλαια αναμένεται να παρουσιάσουν ταχεία ανάπτυξη κατά τη διάρκεια των επόμενων ετών μέσα από την προσπάθεια των θεσμικών αρχών να προστατεύσουν καλύτερα τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης από το φαινόμενο της γήρανσης του πληθυσμού. Τα SPFs έχουν γίνει ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο για τις μελλοντικές συνταξιοδοτικές μεταρρυθμίσεις, και από αυτή την άποψη μπορεί επίσης να χρειαστεί το κατάλληλο ρυθμιστικό πλαίσιο στην ίδια λογική με αυτό που ισχύει για τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια.

Στην ενότητα αυτή θα ασχοληθούμε με τις πρόσφατες τάσεις στη συνταξιοδοτική αποταμίευση, το μέγεθος και την οικονομική της σημασία, και τις τάσεις στην κατανομή των κεφαλαίων στα διάφορα είδη επενδύσεων. Από το 2006, υπήρξε μια μικρή μετατόπιση προς την επένδυση σε ομολογίες γεγονός που καταγράφηκε από τους παγκόσμιους στατιστικούς δείκτες συνταξιοδοτικών κεφαλαίων του ΟΟΣΑ. Επίσης παρατηρείται η τάση τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια να διαφοροποιούν όλο και περισσότερο τα χαρτοφυλάκιά τους και να προσπαθούν να ενισχύσουν τις αποδόσεις τους μέσω περιπλοκότερων στρατηγικών, που περιλαμβάνουν τη χρήση μιας σειράς εναλλακτικών επενδύσεων. Εντούτοις, παρά την αυξανόμενη δημοτικότητα των εναλλακτικών επενδύσεων, υπάρχουν διάφορα βασικά ζητήματα που πρέπει να

αντιμετωπιστούν προσεκτικά εάν οι χορηγοί ψάχνουν μια μακροπρόθεσμη λύση στη χρηματοδότηση των ελλειμμάτων τους. Ανάμεσα στα ζητήματα αυτά περιλαμβάνεται η διαφάνεια των επενδύσεων καθώς και η συνεπέστερη μέτρηση των αποδόσεων.

Το 2006 τα συνολικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια των χωρών του ΟΟΣΑ, επαγγελματικά και προσωπικά εκτιμήθηκαν περίπου σε 24,6 τρισεκατομμύρια δολάρια Ηνωμένων Πολιτειών (πίνακας 7). Από αυτά το 66,1% αντιστοιχεί στην περιουσία των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, το 17,7% αντιστοιχεί στα συνταξιοδοτικά προγράμματα που παρέχονται από τραπεζικούς οργανισμούς ή εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων, το 14,1% είχε την μορφή ασφαλιστικών συμβολαίων σύνταξης και ένα 2,1% ήταν επιφυλάξεις για λόγους συνταξιοδοτικών πληρωμών στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων-χορηγών.

Το μέγεθος των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι επίσης μεγάλο σε αρκετές από τις χώρες που δεν ανήκουν στον ΟΟΣΑ. Από την άποψη του όγκου των κεφαλαίων, οι αγορές αυτές παραμένουν συγκριτικά μικρές σε σχέση με των χωρών του ΟΟΣΑ, με συνολικά 0,6 τρισεκατομμύρια δολάρια. Εντούτοις, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στις μη ΟΟΣΑ οικονομίες αυξήθηκαν πολύ γρηγορότερα από εκείνα στις χώρες-μέλη. Παραδείγματος χάριν, το μέσο ποσοστό αύξησης μεταξύ 2004 και 2006 ήταν 8,1% στις χώρες που ανήκουν στο G10 και 13,6% στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ενώ αυτή η αναλογία ήταν πολύ υψηλότερη στη Λατινική Αμερική (26,9%) και στις BRICs (23,3%).

Στον ΟΟΣΑ και σε επιλεγμένες χώρες μη μέλη του οργανισμού συνολικά, τα ομόλογα και οι μετοχές παραμένουν οι δύο σημαντικότερες κατηγορίες αξιογράφων για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια και αποτέλεσαν τις μισές από τις συνολικές επενδύσεις το 2006. Σε πολλές χώρες, αυτές οι δύο κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων αντιστοιχούσαν σε ποσοστό μεγαλύτερο του 80% του χαρτοφυλακίου. Τα υψηλότερα ποσοστά μετοχικών τίτλων παρατηρήθηκαν στην Ολλανδία (54,6%), τις Ηνωμένες Πολιτείες (49,6%) και τη Φιλανδία (43,8%).

Το 2006, η Δανία, κατά 139,3%, είχε την υψηλότερη αναλογία συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε σχέση με το ΑΕΠ. Άλλες χώρες με μεγάλη ιδιωτική συνταξιοδοτική αγορά

σχετικά με το ΑΕΠ ήταν η Ολλανδία (138,0%), η Ισλανδία (137,6%), η Ελβετία (122,1%), οι Ηνωμένες Πολιτείες (120,5%), και ο Καναδάς (102,7%). Στις υπόλοιπες χώρες του ΟΟΣΑ, η συνολική αξία των εθνικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων ήταν μικρότερη από το ΑΕΠ, με ποσοστά που κυμαίνονται από 1,0% στην Τουρκία, 3,3% στην Ιταλία, 12,7% στην Ισπανία, 56,8% στη Σουηδία, 89,1% στο Ηνωμένο Βασίλειο σε 94,3% στην Αυστραλία.

Η οικονομική και κοινωνική σημασία των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στην περιοχή του ΟΟΣΑ είναι εμφανής από την κυριαρχία των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων στα συνταξιοδοτικά συστήματα που είναι υπό ιδιωτική διαχείριση. Οι επαγγελματικές συντάξεις χρηματοδοτούνται σε συντριπτικό βαθμό μέσω των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στις περισσότερες χώρες του ΟΟΣΑ. Τα προσωπικά σχέδια, αφ' ετέρου, σε πολλές χώρες χρηματοδοτούνται μέσω των ασφαλιστικών συμβάσεων ή των συνταξιοδοτικών προϊόντων που παρέχονται από τις τράπεζες και τις εταιρείες διαχείρισης.

Σε απόλυτους όρους, οι Ηνωμένες Πολιτείες είχαν τη μεγαλύτερη αγορά συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στον ΟΟΣΑ με το σύνολο της περιουσίας τους να φτάνει τα 9,7 τρισεκατομμύρια δολάρια, τα δύο τρίτα περίπου της συνολικής αγοράς του ΟΟΣΑ. Το αμερικάνικο μερίδιο των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων του ΟΟΣΑ, εντούτοις, έχει μειωθεί από ένα επίπεδο 68% το 2001 σε 60% σε 2006, Εκτός από τις Ηνωμένες Πολιτείες, άλλες χώρες του ΟΟΣΑ με μεγάλα συνταξιοδοτικά συστήματα είναι η Βρετανία (1,8 τρισεκατομμύρια δολάρια), η Ιαπωνία (1,0 τρισεκατομμύρια δολάρια), η Ολλανδία (0,9 τρισεκατομμύρια δολάρια), η Αυστραλία (0,7 τρισεκατομμύρια δολάρια), ο Καναδάς (0,7 τρισεκατομμύρια δολάρια) και η Ελβετία (0,5 τρισεκατομμύρια δολάρια). Για αυτές τις έξι χώρες, το μερίδιο ολόκληρης της αγοράς συνταξιοδοτικών κεφαλαίων του ΟΟΣΑ ήταν 11,3%, 6,3%, 5,3%, 4,2%, 4,2% και 2,8%, αντίστοιχα. Για τις υπόλοιπες 23 χώρες του ΟΟΣΑ, το 2006 η συνολική περιουσία των συνταξιοδοτικών ταμείων εκτιμήθηκε περίπου στο 1,0 τρισεκατομμύριο δολάρια, ποσό που αποτέλεσε το 6,0% του συνόλου του ΟΟΣΑ.

Πίνακας 7

Σύνολο Συνταξιοδοτικών Κεφαλαίων στις χώρες του ΟΟΣΑ και επιλεγμένες χώρες εκτός ΟΟΣΑ (εκατομμύρια \$)

Χώρες ΟΟΣΑ	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Αυστραλία	200,943	208,656	255,588	473,142	581,036	687,265
Αυστρία	5,673	7,863	10,553	12,882	14,573	15,611
Βέλγιο	12,775	12,428	12,152	14,355	16,549	16,769
Καναδάς	351,708	355,931	410,328	477,474	569,216	678,952
Τσεχία	1,404	2,053	2,852	3,884	5,152	6,462
Δανία	43,639	45,288	60,646	75,328	87,032	89,570
Φιλανδία	61,952	66,730	88,814	117,055	134,163	149,497
Γαλλία	..	..	22,595	24,849	24,856	25,094
Γερμανία	65,147	70,470	88,887	104,161	112,587	122,764
Ελλάδα	..	..	..	..	..	23
Ουγγαρία	2,071	2,976	4,397	6,989	9,338	10,978
Ισλανδία	6,636	7,481	10,781	14,103	19,517	21,672
Ιρλανδία	45,806	42,231	62,645	77,447	96,856	110,093
Ιταλία	25,194	28,312	36,787	44,351	49,520	55,681
Ιαπωνία	754,187	669,632	832,158	892,762	1,047,819	1,020,807
Κορέα	..	8,438	9,884	11,516	14,652	25,829
Λουξεμβούργο	..	..	..	116	391	..
Μεξικό	26,600	33,643	37,213	42,718	76,409	96,470
Δανία	411,460	374,875	545,239	659,839	769,986	860,877
N.Ζηλανδία	7,687	7,865	9,094	11,157	12,446	13,120
Νορβηγία	9,389	10,596	14,565	16,939	20,266	22,874
Πολωνία	4,624	7,623	11,560	17,140	26,513	37,964
Πορτογαλία	13,278	14,657	18,396	18,868	23,591	26,581
Σλοβακία	0	0	7	..	293	1,537
Ισπανία	35,072	39,061	54,778	69,147	81,551	92,527
Σουηδία	18,254	18,542	23,457	26,373	33,211	36,397
Ελβετία	261,357	267,554	334,829	389,497	434,746	462,095
Τουρκία	..	..	..	1,539	3,245	3,965
M.Βρετανία	1,040,472	930,832	1,175,335	1,467,118	1,763,762	1,831,290
ΗΠΑ	7,207,878	6,593,058	7,913,957	8,599,308	8,979,361	9,721,120
Χώρες εκτός ΟΟΣΑ						
Αργεντινή	20,786	11,650	16,139	18,306	22,565	29,371
Βολιβία	936	1,144	1,493	1,716	2,060	2,299
Βραζιλία	71,017	53,469	82,807	105,587	137,558	165,937
Βουλγαρία	86	162	296	503	712	1,025
Χιλή	35,461	37,045	42,674	55,613	68,405	88,293
Κίνα	..	..	..	5,954	8,426	11,418
Ταϊβάν	7,248	8,018	9,134	10,650	11,872	12,543
Κολομβία	4,942	6,260	7,069	10,061	16,749	20,605
Κόστα Ρίκα	..	..	2,541	2,968	3,799	4,490
Κροατία	..	297	788	1,453	1,959	..
Δομινικανή Δημοκρατία	..	..	34	194	381	639
Ελ Σαλβαδόρ	768	1,061	1,572	2,148	2,896	3,352
Εσθονία	2	14	81	213	370	632
Χονγκ Κονγκ	24,263	27,526	29,072	38,210	44,037	52,694
Ινδία	..	..	..	38,034	45,128	50,659
Ινδονησία	..	4,403	5,713	6,377	6,492	8,407
Ισραήλ	28,544	28,294	30,559	33,051	41,965	47,609
Τζαμάικα	..	..	..	1,610	..	2,007
Καζακστάν	1,183	1,721	2,258	3,700	4,747	..
Κένυα	1,307	1,607	1,842	1,875	2,328	..
Λιθουανία	..	..	..	..	152	..
Μαυρίκιος	1,943	2,021	2,484	3,211	3,388	..
Περου	3,519	4,476	6,277	7,515	9,777	13,913
Ρωσία	..	..	..	10,589	12,177	15,476
Σερβία	..	..	..	..	..	4
Σιγκαπούρη	..	..	..	75,020	75,909	70,944
Σλοβενία	..	..	134	547	804	1,167
Νότιος Αφρική	..	..	50,360	72,123	..	..
Ταϊλάνδη	5,017	5,699	6,927	7,594	8,600	10,320
Ουρουγουάη	..	893	1,232	1,678	2,153	2,586
Ζάμπια	150	149	249	222	271	..
Regional indicators						
Σύνολο ΟΟΣΑ	10,613,206	9,826,796	12,047,498	13,670,059	15,008,637	16,243,886
Σύνολο Χωρών εκτός ΟΟΣΑ	207,172	195,909	301,735	516,724	535,679	616,388
Σύνολο G10	10,148,432	9,321,634	11,395,724	12,700,087	13,801,613	14,831,847
Ευρωπαϊκή Ένωση	676,356	656,626	940,845	1,143,070	1,324,623	1,475,517
Ασία	791,897	725,437	895,146	1,091,358	1,270,927	1,267,584
Λατινική Αμερική	137,429	115,997	161,838	205,787	266,342	331,485
BRICs	71,017	53,469	82,807	160,164	203,290	243,490
Παγκόσμιο Σύνολο	10,820,378	10,022,705	12,349,233	14,186,783	15,544,316	16,860,274

Πηγή: Oecd, Pension Markets in Focus, November 2007

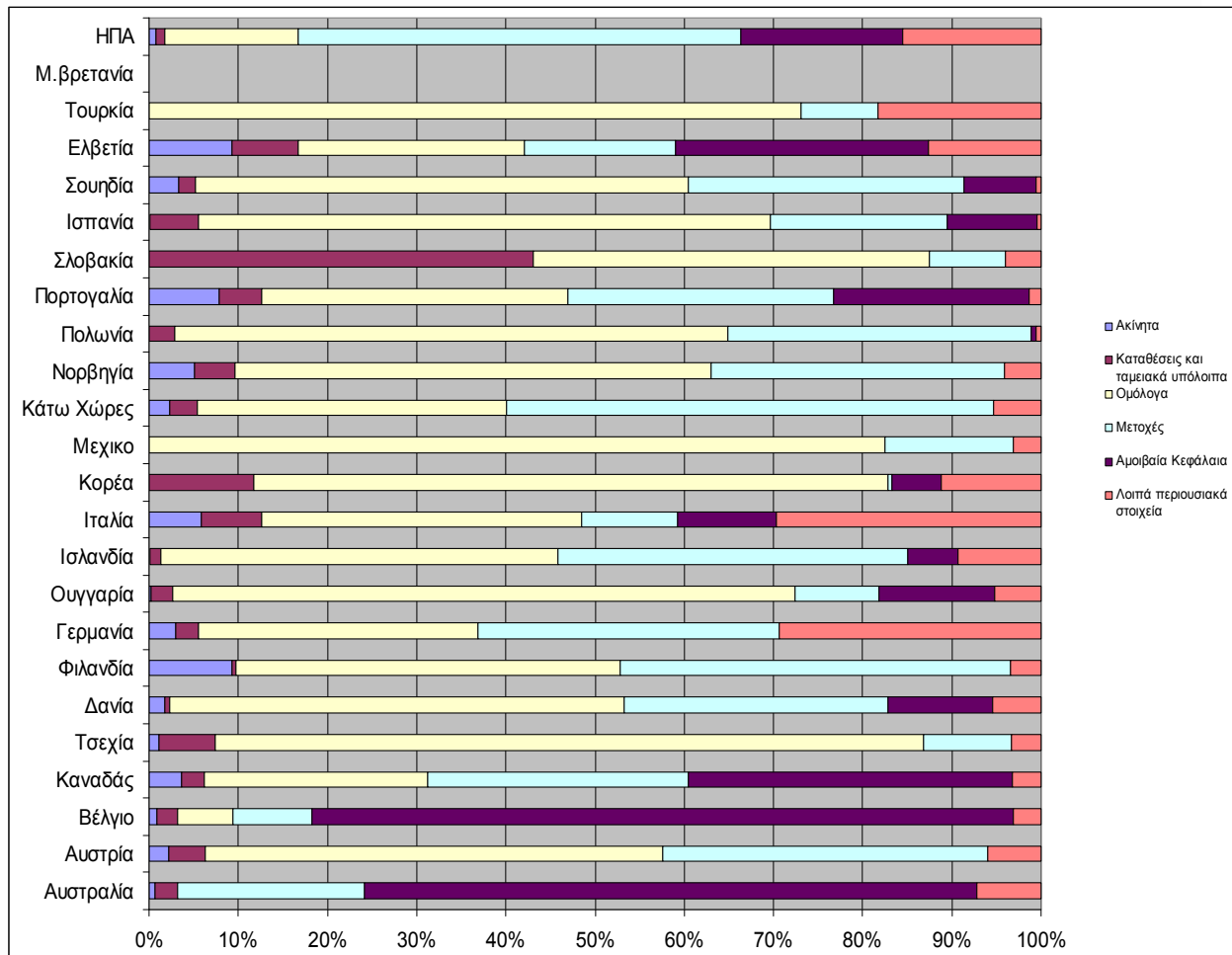
Ο πίνακας 8 παρουσιάζει τη σύνθεση των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων για τις χώρες του ΟΟΣΑ το 2006. Όπως είναι εμφανές, οι δύο παραδοσιακές κατηγορίες επενδύσεων, ομόλογα και μετοχές, κατέχουν υψηλά ποσοστά στα χαρτοφυλάκια. Για παράδειγμα στην Αυστρία 51,3% των συνολικών κεφαλαίων επενδύθηκαν σε κρατικά ομόλογα, ενώ το 36,5% σε μετοχές, δηλαδή αυτά τα δύο επενδυτικά προϊόντα από κοινού αναλογούν στο 87,8% των αυστριακών συνταξιοδοτικών χαρτοφυλακίων. Για τις χώρες που υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, το συνολικό ποσοστό μετοχών και ομολόγων ήταν 43,8% για την Ελβετία, 46,7% για την Ιταλία, 65,6% για τη Γερμανία, 84,0% για την Ισπανία, 89,3% για την Ολλανδία, και 97,5% για το Μεξικό.

Πίνακας 8

Χώρα	2006					
	Ακίνητα	Καταθέσεις και ταμειακά υπόλοιπα	Ομόλογα	Μετοχές	Αμοιβαία Κεφάλαια	Λοιπά περιουσιακά στοιχεία
Αυστραλία	0.68%	2.50%		20.97%	68.68%	7.16%
Αυστρία	2.18%	4.15%	51.30%	36.45%		5.92%
Βέλγιο	0.89%	2.33%	6.17%	8.88%	78.61%	3.11%
Καναδάς	3.71%	2.53%	24.97%	29.29%	36.29%	3.23%
Τσεχία	1.07%	6.40%	79.34%	9.89%		3.31%
Δανία	1.80%	0.48%	51.00%	29.57%	11.68%	5.46%
Φιλανδία	9.31%	0.40%	43.11%	43.79%		3.40%
Γερμανία	3.00%	2.63%	31.55%	34.03%		29.52%
Ουγγαρία	0.18%	2.50%	69.71%	9.40%	12.95%	5.26%
Ισλανδία	0.07%	1.27%	44.48%	39.19%	5.63%	9.36%
Ιταλία	5.90%	6.69%	35.90%	10.77%	11.05%	29.69%
Κορέα		11.63%	70.38%	0.46%	5.48%	11.10%
Μεξικό	0.01%	0.00%	83.03%	14.48%		3.17%
Ολλανδία	2.35%	3.05%	34.66%	54.59%		5.35%
Νορβηγία	5.12%	4.56%	53.35%	32.84%		4.13%
Πολωνία		2.84%	62.11%	33.96%	0.52%	0.58%
Πορτογαλία	7.81%	4.76%	34.37%	29.77%	21.94%	1.35%
Σλοβακία	0.00%	43.13%	44.35%	8.56%	0.00%	3.96%
Ισπανία	0.14%	5.42%	64.14%	19.81%	10.02%	0.47%
Σουηδία	3.30%	1.88%	55.24%	30.99%	8.00%	0.58%
Ελβετία	9.62%	7.71%	26.22%	17.59%	29.36%	13.12%
Τουρκία			73.09%	8.66%		18.25%
Μ.βρετανία						0.00%
ΗΠΑ	0.77%	0.97%	14.97%	49.59%	18.20%	15.50%

Πηγή: Oecd, Pension Markets in Focus, November 2007

Η τρίτη μεγαλύτερη επένδυση που κατέχουν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αποτελείται από τα αμοιβαία κεφάλαια. Το 2006, στο Βέλγιο, τον Καναδά και την Ελβετία, τα αμοιβαία κεφάλαια αντιπροσώπευαν αντίστοιχα, 78,6%, 36,3% και 29,4% όλων των επενδύσεων (πίνακας 8). Η κατανομή μεταξύ των δύο κύριων κατηγοριών επενδύσεων (μετοχές και ομόλογα) ποικίλλει αρκετά από χώρα σε χώρα. Αν και γενικά υπάρχει μια μεγαλύτερη προτίμηση για τα ομόλογα, σε ορισμένες χώρες του ΟΟΣΑ όπως ο Καναδάς, η Ολλανδία, και οι Ηνωμένες Πολιτείες, η τάση αντιστρέφεται. Σε αυτές τις τρεις χώρες ο λόγος μετοχών/ομολόγων στα χαρτοφυλάκια των συνταξιοδοτικών ταμείων ήταν 29.3%/25.0%, 54.6%/34.7% και 49.6%/15.0%, αντίστοιχα. Αξίζει επίσης να σημειωθεί ότι μέσα στην κατηγορία των ομολόγων, τα κρατικοί τίτλοι, σε αντιδιαστολή με τους εταιρικούς, καταλαμβάνουν ένα σημαντικό μερίδιο της συνολικής επένδυσης σε πολλές χώρες. Παραδείγματος χάριν, τα κρατικά ομόλογα αντιστοιχούν σε 78% του συνόλου των ομολόγων στην Τσεχία, 98,6% στην Ουγγαρία, 80,1% στην Ιταλία, 99,3% στην Πολωνία, και 60,8% στις Ηνωμένες Πολιτείες.



Κατά τη διάρκεια του 2005 και του 2006, η επένδυση σε μετοχές στην περιοχή του ΟΟΣΑ αυξήθηκε κατά 1,7%, ενώ η επένδυση σε ομόλογα μειώθηκε ελαφρώς κατά 0,8% όπως φαίνεται στον πίνακα 9. Οι χώρες που παρουσίασαν τη μεγαλύτερη αύξηση στη μετοχική τοποθέτηση ήταν η Πορτογαλία (8,5%), και η Ολλανδία (8,4%). Ένα μεγάλο μέρος αυτής της αύξησης στη στάθμιση των μετοχών οφείλεται στην παγκόσμιο ράλι του χρηματιστηρίου μεταξύ 2005 και 2006. Εξάλλου και το μερίδιο των αμοιβαίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά τη διάρκεια του 2005 και του 2006 για τις περισσότερες από τις χώρες του ΟΟΣΑ για τις οποίες τα στοιχεία είναι διαθέσιμα. Παραδείγματος χάρη, τα σουηδικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια αύξησαν το μερίδιο αμοιβαίων κεφαλαίων τους κατά 8% το 2006, ενώ το ποσοστό αυτό ανήλθε σε 4% στην Ουγγαρία, 0,8% στην Ισπανία, και 0,2% στις Ηνωμένες Πολιτείες, όπως φαίνεται και από τον πίνακα 9.

Πίνακας 9

Χώρα	Μεταβολή 2006/2005		
	Ομόλογα	Μετοχές	Αμοιβαία Κεφάλαια
Αυστραλία	..	..	..
Αυστρία	-1.9	-0.5	..
Βέλγιο	-0.2	-0.3	3.8
Καναδάς	1.3	3.4	-3.5
Τσεχία	-1.0	2.4	..
Δανία	0.8	3.7	0.4
Φιλανδία	-4.2	5.4	..
Γαλλία	..	..	..
Γερμανία	0.7	-0.6	..
Ελλάδα	..	..	..
Ουγγαρία	-5.8	1.6	4.0
Ισλανδία	-5.4	4.7	3.8
Ιρλανδία	..	..	..
Ιταλία	-0.6	0.9	-0.3
Ιαπωνία	..	..	..
Κορέα	-8.5	-0.2	5.4
Λουξεμβούργο	..	..	..
Μεχικό	-4.2	3.3	..
Ολλανδία	-6.0	8.4	..
Νέα Ζηλανδία	..	..	..
Νορβηγία	-2.1	4.0	..
Πολωνία	-1.0	2.1	0.0
Πορτογαλία	-6.2	8.5	0.1
Σλοβακία	33.6	1.7	..
Ισπανία	6.4	0.4	0.8
Σουηδία	-2.4	-3.4	8.0
Ελβετία	-1.2	-0.5	3.1
Τουρκία	-8.1	-2.5	0.0
Μ.Βρετανία	..	..	..
ΗΠΑ	-0.4	1.1	0.2

Πηγή: Oecd, Pension Markets in Focus, November 2007

Ο πίνακας 7 παρέχει επίσης στοιχεία για 31 οικονομίες εκτός του ΟΟΣΑ. Η Βραζιλία έχει τη μεγαλύτερη ιδιωτική αγορά συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μεταξύ των επιλεγμένων αυτών χωρών για τις οποίες τα στοιχεία είναι διαθέσιμα, με περιουσία αξίας 165,9 δισεκατομμυρίων δολαρίων, ενώ ακολουθεί η συνταξιοδοτική αγορά της Χιλής, με αξία 88,3 δισεκατομμυρίων δολάρια, και το Χογκ Κόνγκ με 52,7 δισεκατομμύρια δολάρια το 2006. Οι συνταξιοδοτικές αγορές των χωρών που δεν είναι μέλη του ΟΟΣΑ, αν και μικρές, έχουν αναπτυχθεί με γρήγορους ρυθμούς τα τελευταία χρόνια. Παραδείγματος χάριν, η συνταξιοδοτική αγορά της Χιλής αυξήθηκε από 55,6 δισεκατομμύρια δολάρια το 2004 σε 88,3 δισεκατομμύρια το 2006, ενώ αντίστοιχα για τη Σλοβενία αυξήθηκαν από 0,5 δισεκατομμύρια το 2004 σε 1,2 δισεκατομμύρια το 2006.

Εντούτοις, σε σύγκριση με τις χώρες του ΟΟΣΑ, οι συνταξιοδοτικές αγορές στις μη -ΟΟΣΑ είναι ακόμα υπανάπτυκτες, όπως αποδεικνύεται από τη μικρή αναλογία της αξίας των κεφαλαίων προς το ΑΕΠ. Η Χιλή, η Σιγκαπούρη και ο Μαυρίκιος έχουν το ωριμότερο συνταξιοδοτικό σύστημα, γεγονός που είναι εμφανές από την υψηλή αυτή αναλογία, 61%, 54,1% και 53,9%, αντίστοιχα. Οι συνταξιοδοτικές αγορές στις υπόλοιπες ήταν λιγότερο σημαντικές σχετικά με την οικονομία σαν σύνολο, με το ποσοστό να είναι μικρότερο από 40% (αλλά μεγαλύτερο από 20%) σε πέντε οικονομίες το 2006, και με μια αναλογία πάλι προς το ΑΕΠ που κυμαίνεται από 10% ως 20% σε οκτώ χώρες, ενώ σε 15 χώρες ήταν λιγότερο από 10 %.

Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι οι κύριες επενδυτικές κατηγορίες στις οποίες επενδύουν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια των οικονομιών εκτός ΟΟΣΑ, με τα ομόλογα να παίζουν παραδοσιακά έναν μεγαλύτερο ρόλο. Πρόσφατα, εντούτοις, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έχουν αυξήσει το μερίδιό τους σε μετοχές, λόγω της πρόσφατης ανάκαμψης των χρηματιστηρίων και της βαθμιαίας άρσης των ελέγχων των αγορών συμπεριλαμβανομένης της χαλάρωσης των ποσοτικών περιορισμών επένδυσης.

Πιο συγκεκριμένα το σύνολο των τοποθετήσεων σε ομόλογα και μετοχές, φτάνει σε ποσοστό μεγαλύτερο του 50% του χαρτοφυλακίου σε χώρες όπως η Βουλγαρία (51,9%), το Ισραήλ (85,1%) και η Σλοβενία (67,5%). Από την άποψη της κατανομής σε μετοχές, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στη Ρωσία έφτασαν το 59,9%, ενώ στον αντίποδα βρίσκεται το Ισραήλ με μετοχικό μερίδιο 5,2%, και η Σλοβενία με 5,9%. Από την άποψη της επένδυσης στα αμοιβαία κεφάλαια, το μερίδιο επί του συνολικού χαρτοφυλακίου ήταν μεγάλο στη Βραζιλία (56,4%) και στη Χιλή (34,2%) το 2006, ενώ ήταν μόνο 4,8% στην Κολομβία και 5,1% στη Βουλγαρία.

3. i. Βέλτιστη σύνθεση χαρτοφυλακίων του συνταξιοδοτικού κεφαλαίου

Εκτός από το ζήτημα των πιθανών κερδών που προκύπτουν από τις διεθνείς επενδύσεις, ένα άλλο βασικό ζήτημα είναι ποιο ποσοστό των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων πρέπει να επενδυθεί σε μετοχές, και σε ποια αναλογία να βρίσκονται τα ομόλογα και τα λοιπά επενδυτικά προϊόντα. Στην πρόσφατη μελέτη του ο Hu βρήκε την αναλογία των στοιχείων του χαρτοφυλακίου των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων του ΟΟΣΑ και κάποιων αναπτυσσόμενων οικονομιών που θα επιτύγχαναν επίπεδα πραγματικών αποδόσεων 5%, 7% και 9%. Συνοπτικά ο πίνακας 10 παρουσιάζει την άριστη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων για τον ΟΟΣΑ και τις αναδυόμενες αγορές.

Πίνακας 10

Άριστη διάρθρωση χαρτοφυλακίου για διαφορετικά επίπεδα Πραγματικής Απόδοσης									
	Πραγματική Απόδοση	Εταιρικά Ομόλογα	Κρατικά Ομόλογα	Μετοχές	Ενυπόθηκες Επενδύσεις	Ακίνητα	Ξένες Μετοχές	Ξένα ομόλογα	
ΟΟΣΑ	5%	0,240	0,138	0,080	0,298	0,112	0,025	0,108	
	7%	0,170	0,106	0,157	0,151	0,158	0,101	0,157	
	9%	0,082	0,048	0,173	0,066	0,218	0,184	0,230	
EMEs	5%	0,100	0,232	0,040	0,301	0,136	0,008	0,184	
	7%	0,193	0,177	0,039	0,151	0,227	0,028	0,185	
	9%	0,234	0,138	0,040	0,070	0,298	0,056	0,164	
Ελλάδα	5%	-	0,570	0,000	0,234	-	0,000	0,197	6,2
	7%	-	0,701	0,002	0,000	-	0,007	0,290	7,0
	9%	-	0,478	0,020	0,000	-	0,069	0,433	9,0

Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007)

Επίσης στον πίνακα 10 παρατίθεται και η άριστη διάρθρωση των ελληνικών συνταξιοδοτικών χαρτοφυλακίων σύμφωνα με την οποία προκειμένου να επιτευχθεί μια πραγματική επιστροφή 5% τότε ιδανικά 57% πρέπει να επενδυθεί σε κρατικά ομόλογα,

23% σε ενυπόθηκα επενδυτικά προϊόντα της κεφαλαιαγοράς και 20% σε ξένα ομόλογα. Γενικά παρατηρούμε ότι η αναλογία των μετοχών σε αυτά τα χαρτοφυλάκια είναι σχεδόν μηδενική. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά θεωρείται ανολοκλήρωτη και με μεγάλη μεταβλητότητα.

Κατά μέσον όρο, όπως φαίνεται στον πίνακα 10, για όλες τις αναπτυσσόμενες αγορές για την επίτευξη 5% πραγματικής απόδοσης στο χαρτοφυλάκιο, 10% των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων πρέπει να επενδυθεί σε εταιρικά ομόλογα, 23% σε κρατικούς τίτλους, 4% σε εγχώριες μετοχές, 30% σε βραχυπρόθεσμα προϊόντα, 14% σε ακίνητα, 0,8% σε ξένες μετοχές, και 18% σε ξένα ομόλογα. Συνολικά περίπου 19% των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων πρέπει να επενδυθούν σε ξένα αξιόγραφα. Επιπλέον, το συνολικό μερίδιο μετοχικών τίτλων (εγχώριων και ξένων) είναι 4,8%, ενώ το αντίστοιχο των ομολόγων είναι περίπου 52%. Για τα υπόλοιπα επίπεδα πραγματικών αποδόσεων, 7% και 9%, κατά μέσο όρο, το συνολικό μερίδιο ξένων αξιογράφων αυξάνεται σε 21% στην απόδοση 7% και κατά 22% στην απόδοση 9%. Όσον αφορά στο ποσοστό των μετοχικών τίτλων, αρχίζει από 4,8% στην απόδοση 5%, ανέρχεται σε 6,7% στην απόδοση 7%, και περαιτέρω σε 9,6% στο 9%. Αυτή η τάση επιβεβαιώνει την οικονομική θεωρία, δεδομένου ότι αναγνωρίζεται ότι ένα μεγαλύτερο ποσοστό των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων που επενδύονται σε προϊόντα υψηλών αποδόσεων ειδικότερα σε μετοχές και ξένους τίτλους θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη πραγματική απόδοση των χαρτοφυλακίων στις αναπτυσσόμενες χώρες.

Τα βέλτιστα χαρτοφυλάκια συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μεταξύ των χωρών του ΟΟΣΑ ποικίλλουν γεγονός που μπορεί να οφείλεται στα διαφορετικά χαρακτηριστικά απόδοσης-κινδύνου των εναλλακτικών επενδύσεων. Από το μέσο όρο των μετοχών και σε τις 22 χώρες του ΟΟΣΑ, διαπιστώνεται όπως φαίνεται και από τον παραπάνω πίνακα ότι στην περίπτωση που απαιτείται πραγματική απόδοση 5%, 13,3% των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων πρέπει να επενδυθούν σε ξένα ομόλογα και μετοχές, ενώ οι μετοχές εγχώριες και ξένες (και εσωτερικός και ξένος) πρέπει να έχουν ένα μερίδιο 10,5% στο αποδοτικό χαρτοφυλάκιο. Οι εγχώριες και ξένες αγορές ομολόγων αντιστοιχούν μαζί σε ποσοστό 49%. Η διαδικασία αριστοποίησης για τα άλλα δύο επίπεδα απόδοσης για τις χώρες του ΟΟΣΑ, δηλαδή για 7% και 9%, εμφανίζει

ενδιαφέροντα αποτελέσματα. Αρχικά, η σημασία της μετοχικής επένδυσης αυξάνει από την άποψη των επακόλουθων κερδών στο άριστο χαρτοφυλάκιο. Πιο συγκεκριμένα το μερίδιο αυξάνεται από 10,5% στην απόδοση 5% σε 25,8 στην απόδοση 7%, και περαιτέρω σε 35,7% στην απόδοση 9%. Η τάση είναι η ίδια με αυτήν στην περίπτωση των αναπτυσσόμενων χωρών. Εξάλλου, όταν η επιθυμητή απόδοση είναι χαμηλή π.χ. 5%, οι ξένες επενδύσεις δεν καταλαμβάνουν μεγάλο μέρος του χαρτοφυλακίου. Παραδείγματος χάρη, για τα τρία επίπεδα αποδόσεων, 5%, 7% και 9%, οι αντίστοιχες αναλογίες των ξένων επενδύσεων είναι 13,3%, 25,8% και 41,4%. Αυτό είναι σύμφωνο με τα χαρακτηριστικά αποδόσεων που παρουσιάζονται στον πίνακα 11, όπου οι ξένες μετοχές έχουν την υψηλότερη μέση απόδοση, αν και έχουν και τον μεγαλύτερο κίνδυνο.

Πίνακας 11

		Πραγματικές αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων στις χώρες του ΟΟΣΑ % (περίοδος 1970-2004)					
		Εταιρικά Ομόλογα	Κρατικά Ομόλογα	Μετοχές	Ακίνητα	Ξένες Μετοχές	Ξένα ομόλογα
Αυστραλία	Μέση Απόδοση	6.6	4	9.7	5.3	10.2	6.3
	Τυπ.Απόκλιση	21.2	11.3	24.2	16.6	26.7	16
Αυστρία	Μέση Απόδοση		5.1	7.6	0.1	6.5	2.4
	Τυπ.Απόκλιση		11.1	29	6.9	26.6	13.5
Βέλγιο	Μέση Απόδοση		4.7	7.9	3.4	7.8	3.7
	Τυπ.Απόκλιση		9	20.9	18.1	26.8	14.4
Καναδάς	Μέση Απόδοση	6.7	4.7	6	6.9	9.3	3.7
	Τυπ.Απόκλιση	13.3	10.4	16.4	8.6	24.2	14.4
Ελβετία	Μέση Απόδοση	7	3.1		1.1	5.1	1.4
	Τυπ.Απόκλιση	21.6	17.6		7.9	27	14.2
Γερμανία	Μέση Απόδοση	3.8	4.8	6.9	6.6	6.4	2.5
	Τυπ.Απόκλιση	15.5	7.9	23.9	13.4	26	13.5
Δανία	Μέση Απόδοση	5.3	6.8	11.6	13.9	6.5	4.2
	Τυπ.Απόκλιση	12.2	14.5	32.8	14.9	26.6	13.3
Ισπανία	Μέση Απόδοση	3.1	3.7	8.8	13.7	11.2	7.1
	Τυπ.Απόκλιση	4.6	15.4	29.5	38.2	28	14.7
Φιλανδία	Μέση Απόδοση		4.6	16.9	11.6	9.2	5.2
	Τυπ.Απόκλιση		8.2	41.8	12.9	28	14.2
Γαλλία	Μέση Απόδοση	5.7	4.5	8.8	4.3	8.7	4.7
	Τυπ.Απόκλιση	1.3	11.3	26.4	12.2	25.7	14
Μ.Βρετανία	Μέση Απόδοση	4.1	3.5	10.1	13.5	9.1	5.6
	Τυπ.Απόκλιση	13.1	8.5	29.5	62.6	25.2	13.4
Ελλάδα	Μέση Απόδοση		5.2	111.7		15.9	12
	Τυπ.Απόκλιση		6.9	56.5		28.6	15.3
Ιρλανδία	Μέση Απόδοση		4.2	10.1	24.2	10.2	6.2
	Τυπ.Απόκλιση		15.9	35.8	54.3	26.6	13.3
Ιταλία	Μέση Απόδοση	2.7	4.5	5.6	7	11.9	7.4
	Τυπ.Απόκλιση	3.5	17.2	32.6	30	27.2	14
Ιαπωνία	Μέση Απόδοση	6.4	3.6	7.8	8.5	4.7	0.8
	Τυπ.Απόκλιση	15.8	8.8	28.6	28.9	20.5	12.7
Λουξεμβούργο	Μέση Απόδοση		2.9	10.5		7.8	3.7
	Τυπ.Απόκλιση		2.8	31.4		26.8	14.4
Ολλανδία	Μέση Απόδοση	5.1	4.2	9.8	3	6.7	2.8
	Τυπ.Απόκλιση	18.7	9.2	24.2	10.1	26.2	13.4
Νορβηγία	Μέση Απόδοση		2.8	10.7	16.4	8.7	4.7
	Τυπ.Απόκλιση		8.3	41.9	47.9	27.2	12.8
Ν.Ζηλανδία	Μέση Απόδοση		2.5	6.1	-2.5	10.6	6.7
	Τυπ.Απόκλιση		13.6	31.2	19.7	26.7	15.8
Πορτογαλία	Μέση Απόδοση		4	12	-2.2	14.7	10.7
	Τυπ.Απόκλιση		20.8	53.6	22.4	28.8	16.2
Σουηδία	Μέση Απόδοση	4.2	3.9	12.5	-1.8	10	6.1
	Τυπ.Απόκλιση	14	9.3	29.2	45.5	28.2	14.7
ΗΠΑ	Μέση Απόδοση	4.6	3.7	7.1	3.5	5.7	2.6
	Τυπ.Απόκλιση	10.1	11.9	17.6	17.9	19.7	6.5
Μ.Ο. Αποδόσεων		5	4.1	9.4	6.8	8.9	5
Μ.Ο. Τυπ.Αποκλ.		12.7	11.4	31.3	24.4	26.2	13.9

Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007)

Τρίτον, μέσα από τη σύγκριση των δύο ομάδων χωρών ως προς την αποδοτικότερη σύνθεση του χαρτοφυλακίου αποδεικνύεται ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια του ΟΟΣΑ ευνοούν τη μετοχική επένδυση περισσότερο από ότι αυτά των αναπτυσσομένων αγορών, ιδιαίτερα όταν απαιτούνται μεγαλύτερα επίπεδα αποδόσεων. Παραδείγματος χάριν, για την επίτευξη πραγματικής απόδοσης 7%, το βέλτιστο ποσοστό μετοχών στο χαρτοφυλάκιο είναι 26% για τις χώρες του ΟΟΣΑ, και 7% για EMEs. Το γεγονός αυτό λογικά οφείλεται στην υψηλή αστάθεια των αναδυόμενων αγορών. Παραδείγματος χάριν, οι πίνακες 11 και 12 δείχνουν ότι η τυπική απόκλιση της αγοράς μετοχών των αναδυόμενων χωρών ήταν 203,5% και 41,7% χωρίς τις ακραίες τιμές ενώ για τις χώρες του ΟΟΣΑ ήταν 31,3%. Με άλλα λόγια, η αύξηση στην απόδοση των εγχώριων και ξένων μετοχών για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στις EMEs δεν είναι αρκετή να αντισταθμίσει τη μεγαλύτερη αύξηση του επενδυτικού κινδύνου.

Πίνακας 12

Πραγματικές αποδόσεις περιουσιακών στοιχείων στις Αναπτυσσόμενες οικονομίες % (περίοδος 1970-2004)							
		Εταιρικά Ομόλογα	Κρατικά Ομόλογα	Μετοχές	Ακίνητα	Ξένες Μετοχές	Ξένα ομόλογα
Αργεντινή	Μέση Απόδοση	10.2	-2.3	-315.2	17	314.4	316.7
	Τυπ.Απόκλιση	11.6	20.7	890.4	71.9	804.1	824.1
Βραζιλία	Μέση Απόδοση	-333.5		-332.3		342.5	342.5
	Τυπ.Απόκλιση	775.1		1948.5		610.2	618.3
Χιλή	Μέση Απόδοση		-3	24.3		90.5	76.6
	Τυπ.Απόκλιση		5.9	42		174.9	176
Κίνα	Μέση Απόδοση		1	4.5		13.3	9.3
	Τυπ.Απόκλιση		4.6	30.8		25.5	16.7
Χονκ Κονγκ	Μέση Απόδοση		5.6	13.5		9.5	5.6
	Τυπ.Απόκλιση		13.2	43.4		25.1	11.8
Ινδονησία	Μέση Απόδοση	-1		-6.8	-13.2	22.6	18.6
	Τυπ.Απόκλιση	16.9		45.6	14.2	50.9	45.3
Ινδία	Μέση Απόδοση		0.4	13.9		14.4	10.4
	Τυπ.Απόκλιση		9.8	32.1		26.8	14.3
Ισραήλ	Μέση Απόδοση		6.3	6.9		55.3	52.1
	Τυπ.Απόκλιση		7	29.6		92	90.7
Κορέα	Μέση Απόδοση	6.5	13.6	20.5		12.3	8.4
	Τυπ.Απόκλιση	5.5	19.2	40.7		26.3	15.2
Μεξικό	Μέση Απόδοση	-5.5	30.9	25	-14.5	38.1	34.4
	Τυπ.Απόκλιση	9.7	46	43.3	81	56.1	52.2
Μαλαισία	Μέση Απόδοση		4	9.2		9.6	5.7
	Τυπ.Απόκλιση		8	35		27	14.4
Πακιστάν	Μέση Απόδοση		2	21.2		14.8	10.7
	Τυπ.Απόκλιση		13.8	63.7		25.8	13.1
Περού	Μέση Απόδοση	5.3		12		348	352.2
	Τυπ.Απόκλιση	3.6		36.3		1248.7	1294.8
Φιλιππίνες	Μέση Απόδοση	4.1	6.3	16.6		15.9	11.9
	Τυπ.Απόκλιση	2.3	1.1	68.6		27.9	17.6
Σιγκαπούρη	Μέση Απόδοση		2.9	6	14.1	7	3
	Τυπ.Απόκλιση		3.8	33.3	44.7	25.4	12.1
Ταϊλάνδη	Μέση Απόδοση	5.7	7	16.5	-15.9	10.7	6.7
	Τυπ.Απόκλιση	2.5	10.6	50.6	51.7	25.2	13.7
Νότιος Αφρική	Μέση Απόδοση	1.3	2.7	9.8		16	12.1
	Τυπ.Απόκλιση	2.7	12.6	25.2		28.9	20.3
Μ.Ο. Αποδόσεων		-34.1	5.5	-26.7	-2.5	77.9	75.1
Μ.Ο. Τυπ.Αποκλ.		92.2	12.6	203.5	52.7	194.2	191.1
Μ.Ο. Αποδόσεων*		1.9	6.9	12.1	-7.4	18.4	14.5
Μ.Ο. Τυπ.Αποκλ.*		6.6	12.5	41.7	47.9	35.6	25.9

* Αναφέρεται στους Μ.Ο των παραπάνω αναπτυσσόμενων χωρών εκτός της Αργεντινής, Βραζιλίας, Χιλής και Περού
Πηγή: Pension Fund Investment and Regulation, Yu-Wei Hu (2007)

Βέβαια πρέπει να σημειώσουμε ότι εφόσον τα αποτελέσματά μας είναι βασισμένα σε ιστορικά στοιχεία, και βάσει των προβλέψεων ότι οι αγορές των

αναπτυσσόμενων χωρών δεν θα είναι τόσο ασταθείς στο μέλλον, τότε το μερίδιο των εγχώριων και ξένων μετοχών στο αποδοτικό χαρτοφυλάκιο πρέπει να είναι μεγαλύτερο.

Τέλος από τον πίνακα 10, διαπιστώνουμε τη σπουδαιότητα της επένδυσης σε ακίνητη περιουσία στο αποδοτικό χαρτοφυλάκιο και η οποία και για τις δύο ομάδες χωρών είναι μεγάλη αν και για τις αναπτυσσόμενες χώρες τα δεδομένα είναι ελλιπή. Για τις χώρες του ΟΟΣΑ, στο επίπεδο απόδοσης 5%, η μέση ακίνητη επένδυση είναι 11%, αλλά το ποσοστό αυξάνει στο 16% στην απόδοση 7%, και περαιτέρω σε 22% όταν η απόδοση που απαιτείται είναι 9%. Αυτό το εύρημα είναι σύμφωνο με τα επιχειρήματα των Booth και Matysiak (2001), και του Booth (2002), οι οποίοι υποστηρίζουν ότι η ακίνητη περιουσία έχει χαμηλό συσχετισμό με άλλες κατηγορίες επενδύσεων, και συνεπώς συμβάλλει στη διεύρυνση του πεδίου διαφοροποίησης.

III. Κεφάλαιο Τρίτο: Συνταξιοδοτικά Ταμεία και Αγορές Κεφαλαίων

1. Επίδραση των Pension Funds στην Ευρωπαϊκή Κεφαλαιαγορά

Η μετατόπιση προς το κεφαλαιοποιητικό σύστημα και την υψηλότερη κάλυψη του πληθυσμού θα προσφέρει σημαντικές ευκαιρίες. Το ύψος των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων της ΕΕ αναμένεται να φτάσει στις ΗΠΑ τα \$15 τρισεκατομμύρια στο τέλος του 2020 (μια γενεά) έναντι \$1560 δισεκατομμυρίων στο τέλος του 1995 (μια αύξηση σχεδόν δέκα φορές). Ο αντίκτυπος αυτού στις ευρωπαϊκές αγορές κεφαλαίων θα είναι τεράστιος. Οι ακόλουθες τάσεις μπορεί να κάνουν την εμφάνισή τους:

1. Πολύ περισσότερο κεφάλαιο θα είναι διαθέσιμο για επένδυση σε μετοχικές αξίες. Συγκριτικά η χρηματοδότηση μέσω της αγοράς μετοχών –η οποία είναι και φθηνότερη - θα είναι ελκυστικότερη. Αυτό θα βελτιώσει τους ισολογισμούς των επιχειρήσεων, οι οποίοι θα εξαρτώνται λιγότερο από την πίστωση τραπεζών. Τα δύο μεγαλύτερα ολλανδικά συνταξιοδοτικά ταμεία (ABP και PGGM) , παραδείγματος χάριν, αυξάνουν ήδη αυτήν την περίοδο την επένδυση τους σε μετοχές, των οποίων το μεγαλύτερο μέρος θα επενδυθεί στο εξωτερικό. Σε σύγκριση με αυτά τα δύο ταμεία υπάρχουν και άλλες εταιρείες σε Ολλανδία και Βέλγιο, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια των οποίων επενδύουν μεγάλο μέρος του χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Τα πιο σύνθετα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έχουν ήδη εισχωρήσει στις κεφαλαιαγορές της Ευρώπης και ειδικότερα σε αυτές της Νομισματικής Ένωσης με ιδιαίτερα μεγάλες τοποθετήσεις. Άλλοι οργανισμοί (οι ασφαλιστικές εταιρείες κ.λπ.) ήδη ακολουθούν.

2. Αυξανόμενη συμμετοχή σε νέες κατηγορίες επενδύσεων (μεγαλύτερη χρήση παραγώγων, venture capital, hedge funds κ.λπ.). Αυτό συμβαίνει ήδη και θα επιταχύνει. Χωρίς αμφιβολία, το γεγονός αυτό θα οδηγήσει σε μια αυξανόμενη αστάθεια των αποδόσεων και επομένως μια αυξανόμενη ανάγκη για έλεγχο του κινδύνου. Η ακίνητη περιουσία επανεμφανίζεται πολύ περισσότερο σε μια τιτλοποιημένη μορφή. (Η ακίνητη περιουσία ως κατηγορία επένδυσης είχε μειωθεί τη διάρκεια των τελευταίων 10 ετών ως ποσοστό επί των συνταξιοδοτικών χαρτοφυλακίων λόγω των χαμηλών αποδόσεων και την έλλειψη ρευστότητας που συνδυάστηκε με υψηλά κόστη και κίνδυνο.

3. Περισσότερο κεφάλαιο θα είναι διαθέσιμο για τη χρηματοδότηση των χρεών και αυτό μπορεί ενδεχομένως να οδηγήσει σε μια μείωση των πραγματικών επιτοκίων. Η χρηματοδότηση κυβερνητικού χρέους θα είναι ευκολότερη αλλά αναμένουμε ότι θα υπάρξει επίσης περισσότερος χώρος για το ιδιωτικό/εταιρικό χρέος. Επίσης, αναμένεται περισσότερη "τιτλοποίηση όλων". Κατά συνέπεια οι εκτιμήσεις πιστοληπτικής ικανότητας θα αυξηθούν σε σημασία, και για το κυβερνητικό και για το ιδιωτικό χρέος.

4. Μπορεί να υπάρξει πιο παθητική διαχείριση της περιουσίας για τα μεγαλύτερα ταμεία που συνδυάζεται με τις ενεργές αποφάσεις από εξειδικευμένους διαχειριστές. Αυτό συμβαίνει αυτήν την περίοδο στην Ολλανδία και το Βέλγιο, αλλά λιγότερο στο Ηνωμένο Βασίλειο. Επίσης στη Γερμανία, την Ελβετία και τις σκανδιναβικές χώρες η εξειδικευμένη διαχείριση βρίσκεται σε άνοδο. Θα υπάρξει επίσης μια αυξανόμενη τάση προς εξωτερική διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των εξωτερικών διαχειριστών.

5. Θα υπάρξει περισσότερος ακτιβισμός από την πλευρά των μετόχων ως αποτέλεσμα της τρέχουσας και αναμενόμενης μετατόπισης στις μετοχικές επενδύσεις στη δικαιοσύνη και μεγαλύτερη δεικτοποίηση των χαρτοφυλακίων για τα μεγάλα συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Η επαρκής εταιρική διακυβέρνηση θα αντιμετωπιστεί συχνότερα ως αντισταθμιστική δύναμη στη διαχείριση επιχείρησης και αυξανόμενη προσοχή θα δοθεί στη "αξία μετόχων". Η εταιρική διακυβέρνηση μπορεί να έχει θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα. Συνήθως τα αποτελέσματα είναι θετικά καθώς αλλάζει τις συμπεριφορές, ανιχνεύει και διορθώνει τις υπερβολές.

6. Είναι σαφές ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορούν να διαδραματίσουν ρόλο στην εταιρική διακυβέρνηση μόνο εάν είναι σημαντικά στην τοπική αγορά κεφαλαίων.

7. Η επαγγελματική διαχείριση, η ελευθερία της επένδυσης, η επαρκής επιλογή αξιογράφων, η αυξανόμενη πίεση για αποδόσεις και το γεγονός ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι συλλογικά μακροπρόθεσμοι μέτοχοι οδηγούν στη συγκέντρωση επένδυσης στις καλύτερες επιχειρήσεις. Εκείνοι που είναι ανταγωνιστικοί, καινοτόμοι και επεκτείνουν την απασχόληση ή/και προσφέρουν το καλύτερο μέλλον στο εργατικό δυναμικό τους θα υποστηριχθούν σε αυτήν τη διαδικασία. Οι κακώς διοικούμενες επιχειρήσεις δεν θα λάβουν μεγάλο μερίδιο επένδυσης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και επομένως θα γίνουν σχετικά φτηνότερες. Ενδεχομένως θα ενθαρρυνθούν να αποδώσουν καλύτερα ή ειδάλλως μπορεί να γίνουν ευάλωτες σε εξαγορές.

8. Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι αυτήν την περίοδο οι πιο επιθυμητοί μέτοχοι οποιασδήποτε επιχείρησης λαμβάνοντας υπόψη το μέγεθός τους και η μακροπρόθεσμη φύση των επενδύσεών τους.

9. Η *τάση* μακριά από τα σχέδια καθορισμένων οφελών (κυρίως λόγω των αυστηρών κανονισμών λειτουργίας) και *υπέρ των σχεδίων καθορισμένης συμβολής* θα μπορούσε να οδηγήσει σε μη αποδοτικά χαρτοφυλάκια λόγω των βραχύτερων οριζόντων επένδυσης εάν οι συμμετέχοντες είναι αυτοί που λαμβάνουν την απόφαση επένδυσης. Οι εργοδότες παύουν να έχουν τα ίδια κίνητρα – όπως με τα σχέδια καθορισμένων οφελών - για να βελτιστοποιήσουν την απόδοση. Αναλαμβάνουν ένα σταθερό κόστος, οποιαδήποτε κι αν είναι η απόδοση, και ο επενδυτικός κίνδυνος μετατοπίζεται στον υπάλληλο που, γενικά, δεν θα είναι πρόθυμος να αναλάβει υψηλό κίνδυνο. Αυτό μπορεί να αποφευχθεί εάν - όπως συμβαίνει στις Ηνωμένες Πολιτείες- υπάρχουν κατάλληλα προγράμματα εκπαίδευσης ως προς τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου, τον κίνδυνο και την απόδοση που προσφέρεται στους συμμετέχοντες και εάν η βέλτιστη διαφοροποίηση και μακροπρόθεσμος χρονικός ορίζοντας των κεφαλαίων εκμεταλλεύονται. Το κόστος των σχεδίων καθορισμένης συμβολής θα είναι κανονικά υψηλότερο ανά διοικούμενη μονάδα. Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των προμηθευτών των σχεδίων καθορισμένης συμβολής (συνήθως με τη βοήθεια των

επενδυτικών κεφαλαίων) μπορεί, εντούτοις, να οδηγήσει σε υψηλότερη αποδοτικότητα και μειωμένα κόστη.

2. Pension Funds και Αναδυόμενες Αγορές (EMEs)

Τα αναδιανεμητικά συστήματα κοινωνικής ασφάλισης στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη βαθμιαία αντικαθίσταται από πλήρως κεφαλαιοποιητικά συστήματα καθορισμένης συμβολής. Γενικά, η συμμετοχή στα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα είναι υποχρεωτική για τους νέους που ενσωματώνονται στο εργατικό δυναμικό, και προαιρετική για τους εργαζομένους που καλύπτονται ήδη από τα αναδιανεμητικά συστήματα. Οι κυβερνήσεις παρέχουν κίνητρα, εντούτοις, για να βοηθήσουν τη μεταφορά εργαζομένων από το παλαιό σύστημα στο νέο.

Αυτή η διαδικασία μεταρρύθμισης έχει οδηγήσει στην ταχεία ανάπτυξη των κεφαλαίων υπό διαχείριση στο συνταξιοδοτικό κλάδο σε αυτές τις περιοχές. Παραδείγματος χάρη, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια της Χιλής αυξήθηκαν σε σχεδόν 60% του ΑΕΠ το 2003 από τα αμελητέα επίπεδα στις αρχές της δεκαετίας του '80. Ομοίως, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια της Βολιβίας ανέρχονται τώρα στο 30% του ΑΕΠ μετά από την εισαγωγή της συνταξιοδοτικής μεταρρύθμισης το 1999.

Με την απομάκρυνση της κυβέρνησης από τη διαδικασία της συνταξιοδοτικής αποταμίευσης, η συνταξιοδοτική μεταρρύθμιση έχει συμβάλει στην αύξηση του ποσοστού αποταμίευσης, την ενθάρρυνση των θεσμικά διαχειριζόμενων κεφαλαίων, και τη δημιουργία ενός ισχυρού εγχώριου επενδυτή. Το τελευταίο γεγονός είναι που έχει στη συνέχεια ενθαρρύνει την ανάπτυξη των αγορών τίτλων. Η αύξηση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, εντούτοις, έχει ξεπεράσει σε μέγεθος την αύξηση των αγορών τίτλων στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη. Αυτή η κατάσταση θέτει μια σημαντική πρόκληση για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια που πρέπει να

εξετάσουν τον κίνδυνο χαρτοφυλακίων που συγκεντρώνεται σε συγκεκριμένες μετοχικές τοποθετήσεις και κυβερνητικούς τίτλους.

Στο συνταξιοδοτικό σύστημα της Ασίας το εισόδημα παρέχεται κυρίως μέσω των εθνικών κεφαλαίων πρόνοιας. Παραδείγματος χάρη, στη Μαλαισία και τη Σιγκαπούρη, η κυβέρνηση υποστηρίζει ένα πλήρως κεφαλαιοποιητικό, σύστημα καθορισμένης συμβολής για τους εργαζομένους. Στην Κορέα, το εθνικό συνταξιοδοτικό σύστημα είναι πλήρως κεφαλαιοποιητικό αλλά είναι της μορφής καθορισμένων οφελών. Η κύρια πρόκληση σε αυτά τα συστήματα είναι ότι η απόδοση των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μπορεί να επηρεαστεί από την κυβερνητική επέμβαση στις αποφάσεις επένδυσης των κεφαλαίων. Η εξαίρεση στην περιοχή είναι το Χόνγκ Κόνγκ, όπου το υποχρεωτικό ταμείο πρόνοιας επιτρέπει στους πολίτες να επιλέξουν το είδος επένδυσης τους μέσα από έναν μεγάλο αριθμό ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων. Οι κυβερνήσεις στην Ασία έχουν αρχίσει να ενθαρρύνουν τα προσωπικά σχέδια αποταμίευσης με την έγκριση μέτρων όπως η ευνοϊκή φορολογική αντιμετώπιση στα προσωπικά συνταξιοδοτικά σχέδια όπως στην Κορέα (Παγκόσμια Τράπεζα, 2000). Τα κεφάλαια των προσωπικών σχεδίων αποταμίευσης, εντούτοις, παραμένουν μικρά σε όλη την περιοχή.

Αντίκτυπος στην ανάπτυξη των τοπικών αγορών

Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη έχουν στην κατοχή τους αρκετά μεγάλες επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, και κυρίως κυβερνητικά ομόλογα εκφρασμένα σε εγχώριο νόμισμα. Από τον Ιούνιο του 2003, το μερίδιο των ομολόγων κατείχε κυρίαρχη θέση στα χαρτοφυλάκια των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε πολλές χώρες: 70% στη Μαλαισία και την Πολωνία, 80% στην Αργεντινή, την Ινδία, και Μεξικό, και 90% στην Ουγγαρία. Στη Μαλαισία και τις Φιλιππίνες ο μέσος όρος κατοχής κυβερνητικών ομολόγων κατά τη διάρκεια της προηγούμενης δεκαετίας ήταν 40%.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία είχαν έναν περιορισμένο ρόλο στην ευρεία ανάπτυξη των τοπικών αγορών μετοχών. Δύο κύριοι παράγοντες μπορούν να εξηγήσουν αυτόν

τον περιορισμένο ρόλο. Κατ' αρχάς, τα συνταξιοδοτικά ταμεία διαχειρίζονται σχετικά μεγάλα κεφάλαια σε σχέση με το μέγεθος των τοπικών επιχειρήσεων. Στις περισσότερες αναδυόμενες αγορές, μόνο λίγες μεγάλες επιχειρήσεις έχουν τέτοια έκδοση μετοχών που να μπορεί καλύψει τον κανονισμό συγκέντρωσης ιδιοκτησίας των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε έναν ενιαίο εκδότη. Στην Πολωνία, παραδείγματος χάριν, 75 τοις εκατό των μετοχών συγκεντρώνεται σε 15 επιχειρήσεις. Δεύτερον, σε μερικές χώρες ο κανονισμός επένδυσης απαιτεί την ελάχιστη έκθεση σε μετοχική επένδυση όπως στο Μεξικό, όπου τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια δεν μπορούν να επενδύσουν σε μετοχές.

Η μικρή έκταση της εταιρικής έκδοσης ομολόγων και μετοχών έχει δημιουργήσει ένα πρόβλημα για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στην Ανατολική Ευρώπη και τη Λατινική Αμερική: η αύξηση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων έχει ξεπεράσει σε όγκο αυτό των εγχώριων ιδιωτικών τίτλων. Κατά συνέπεια, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορεί να συναντήσουν δυσκολίες στην επίτευξη της βέλτιστης διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους. Ειδικότερα, τα συνταξιοδοτικά χαρτοφυλάκια θα τείνουν να είναι διακρατούν μεγάλα μερίδια κυβερνητικών τίτλων εις βάρος των ιδιωτικών.

Η ταχεία ανάπτυξη των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων έχει δυσμενείς επιπτώσεις επίσης στις χρηματιστηριακές αγορές. Αυτές οι αγορές μπορεί να γίνουν επιρρεπείς στην εμφάνιση μετοχών-φούσκας, καθώς τα αυξανόμενα κεφάλαια κυνηγούν ένα περιορισμένο αριθμό τίτλων. Επίσης, ο όγκος των εμπορικών συναλλαγών μπορεί να μειωθεί ουσιαστικά δεδομένου ότι οι αγορές συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μειώνουν το free floating στην αγορά.

Συγκυριακοί παράγοντες έχουν επιδεινώσει το πρόβλημα ενεργώντας ενάντια στην αύξηση των διαθέσιμων τίτλων. Σημαντικές ιδιωτικοποιήσεις στην Ανατολική Ευρώπη και τη Λατινική Αμερική έχουν ολοκληρωθεί ήδη στερώντας από την αγορά μετοχών τις αρκετά μεγάλες αρχικές δημόσιες προσφορές.

Στην ανατολική Ασία, τα εθνικά υποχρεωτικά ταμεία πρόνοιας δεν έχουν συμβάλει ουσιαστικά στην ανάπτυξη των τοπικών κεφαλαιαγορών παρά τη διαχείριση

αρκετά μεγάλων κεφαλαίων. Η διαχείριση σε αυτές τις χώρες είναι πολύ συντηρητική, με αποτέλεσμα τα κεφάλαια να συγκεντρώνονται στους κυβερνητικούς τίτλους.

Καθοριστικοί παράγοντες της απόδοσης των επενδύσεων

Οι καθοριστικοί παράγοντες της απόδοσης των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μπορούν να ομαδοποιηθούν σε τρεις κύριες κατηγορίες: θεσμικό πλαίσιο επένδυσης, πρακτικές επένδυσης, και η δυνατότητα των διαχειριστών να διαφοροποιήσουν τα χαρτοφυλάκιά τους στο εξωτερικό. Αυτοί οι τρεις καθοριστικοί παράγοντες αναλύονται λεπτομερώς παρακάτω.

Investment Regulations

Στις περισσότερες αναδυόμενες χώρες, ο κανονισμός των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι βασισμένος στα ποσοτικά όρια επί της επένδυσης. Οι κυβερνήσεις στις αναδυόμενες αγορές θεωρούν ότι τα όρια επένδυσης είναι καλύτερος μηχανισμός για την προστασία των δικαιωμάτων των συνταξιούχων από τους κανονισμούς συνετής διαχείρισης. Αυτό το επιχείρημα μπορεί να στηριχθεί στη βάση ότι η υπανάπτυξη και η έλλειψη διαφάνειας των τοπικών αγορών τίτλων τις καθιστούν ευαίσθητες στο χειραγώγηση και την υπερβάλλουσα μεταβλητότητα και ότι το ευρύ κοινό, τα διοικητικά συμβούλια των συνταξιοδοτικών, και οι διαχειριστές τους στερούνται οικονομικής τεχνογνωσίας.

Οι περιορισμοί επένδυσης στοχεύουν στην εξασφάλιση ελάχιστης διαφοροποίησης χαρτοφυλακίων, τον περιορισμό της συγκέντρωσης ιδιοκτησίας, και την αποφυγή της επένδυσης σε ίδια κεφάλαια της επιχείρησης-χορηγού. Επίσης, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια μπορεί να υποχρεωθούν να επενδύσουν μόνο σε τίτλους υψηλής πιστωτικής ποιότητας. Παραδείγματος χάριν, τα μεξικάνικα κεφάλαια δεν μπορούν να επενδύσουν περισσότερο από 5% του χαρτοφυλακίου τους σε τίτλους που έχουν βαθμολογηθεί με ένα A, και οι επενδύσεις σε αξιόγραφα μεγάλων αποδόσεων είναι απαγορευμένες.

Η επένδυση σε παράγωγα προϊόντα της κεφαλαιαγοράς δεν επιτρέπεται σε πολλές χώρες καθώς θεωρούνται υπερβολικά επικίνδυνες και σύνθετες. Η Χιλή είναι μια αξιοσημείωτη εξαίρεση, με την ενεργό συμμετοχή των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στις αγορές παραγώγων συναλλάγματος και επιτοκίου. Το παράδειγμα της Χιλής ακολουθείται από το Μεξικό, όπου οι ρυθμιστικές αλλαγές επιτρέπουν στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια να χρησιμοποιήσουν τα παράγωγα από το έτος 2004, ενώ παρόμοια μέτρα είναι υπό μελέτη στην Πολωνία και την Ουγγαρία.

Υπάρχουν επίσης σημαντικοί περιορισμοί στην επένδυση σε ξένους τίτλους. Οι λόγοι που υποστηρίζουν την ύπαρξη αυτών των περιορισμών περιλαμβάνουν την υπόθεση ότι οι διαχειριστές των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων δεν μπορούν να διαχειριστούν κατάλληλα το συναλλαγματικό κίνδυνο που περιλαμβάνεται στην επένδυση στο εξωτερικό. Επίσης σε πολλές χώρες υπάρχει μια διαδεδομένη πεποίθηση μεταξύ της κυβέρνησης, και μερικές φορές και στο κοινό, ότι το λιγιστό εγχώριο κεφάλαιο πρέπει να επενδυθεί εσωτερικά. Παραδείγματος χάριν, τα περισσότερα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στην Ασία δεν επενδύουν καθόλου στους ξένους τίτλους (Holzmann και άλλοι, 2000).

Εκτός από τα όρια επένδυσης, έχουν θεσπιστεί και πρόσθετα μέτρα που στοχεύουν στην προστασία της αποταμίευσης των συνταξιούχων στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη. Ανάμεσα σε αυτά είναι η επιβολή των ελάχιστων απαραίτητων αποδόσεων, και η υποχρέωση των επιχειρήσεων διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων να αποκαλύπτουν την αγοραστική αξία των τοποθετήσεων τους και των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων τους σε συχνή βάση. Η αποτυχία να επιτευχθεί το ελάχιστο επίπεδο απόδοσης απαιτεί εγχύσεις μετρητών στο κεφάλαιο από το συνταξιοδοτικό χορηγό ή επιχείρηση διαχείρισης του χαρτοφυλακίου.

Πρακτικές επένδυσης

Σε αντίθεση με τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στις ώριμες αγορές, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στις αναδυόμενες λαμβάνουν τις αποφάσεις τους σχετικά με

την κατανομή των κεφαλαίων και την επιλογή μετοχών εσωτερικά χωρίς τη βοήθεια των εξωτερικών συμβούλων.

Στην Ανατολική Ευρώπη και τη Λατινική Αμερική, καθημερινή αποτίμηση και η απαίτηση ελάχιστης απόδοσης που αναφέραμε παραπάνω, μπορεί να ενθαρρύνει τη συμπεριφορά αγέλης στους διαχειριστές των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Οι διαχειριστές έχουν ένα κίνητρο να επιλέξουν τις παρόμοιες κατανομές χαρτοφυλακίων για να ελαχιστοποιήσουν την πιθανότητα υποεπίδοσης. Η αυξανόμενη εστίαση στο βραχυπρόθεσμο οδηγεί τους διαχειριστές να προσπαθήσουν να κρατήσουν τους εισφέροντες παίζοντας το παιχνίδι της αγοράς. Κατά συνέπεια, υπάρχει υπερβολική εναλλαγή στα χαρτοφυλάκια των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων δεδομένου ότι οι διαχειριστές τείνουν να συμπεριφερθούν όπως αυτούς των αμοιβαίων κεφαλαίων (π.χ. Ουγγαρία, Πολωνία).

Η συμπεριφορά της αγέλης δεν αποτελεί πρόβλημα για τα ταμεία πρόνοιας στην Ασία, δεδομένου ότι το εθνικό ταμείο πρόνοιας είναι ο μόνος προμηθευτής των συνταξιοδοτικών οφελών. Τα εθνικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια στην Ασία ρυθμίζονται κεντρικά, και γενικά ακολουθούν πολύ συντηρητικές στρατηγικές επένδυσης. Συνολικά, τα χαρτοφυλάκια σε αυτές τις χώρες συγκεντρώνουν τις επενδύσεις τους στους κυβερνητικούς τίτλους (Holzmann et al, 2000, και Asher, 2000).

Μια σημαντική ανησυχία στην Ασία είναι η απουσία ρητών μηχανισμών που να καθιστούν τους διαχειριστές των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων υπεύθυνους για την απόδοση τους. Παραδείγματος χάρη, οι Asher και Newman (2001) αναφέρουν ότι στη Σιγκαπούρη, οι αποφάσεις επένδυσης εξ ονόματος του κεντρικού Ταμείου Πρόνοιας λαμβάνονται από ιδιωτική εταιρία επενδύσεων της χώρας. Η εταιρία απολαμβάνει τη νομική προστασία μιας ιδιωτικής εταιρίας περιορισμένης ευθύνης, και ως εκ τούτου, δεν υπόκειται στη δημόσια διερεύνηση.

Οι εμπειρικές μελέτες των Holzmann (2000), Asher (1999, 2000), και Asher και Newman(2001) έχουν διαπιστώσει ότι τα ασιατικά κεφάλαια πρόνοιας έχουν αποδώσει κακώς. Παραδείγματος χάρη, τα αντίστοιχα κεφάλαια στη Μαλαισία και Σιγκαπούρη

έχουν αποδώσει ελάχιστα καλύτερα από τις καταθέσεις τραπεζών. Επιπλέον, η κατανομή των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μπορεί επίσης να είναι υπερβολικά επηρεασμένη από τα πολιτικά ενδιαφέροντα που δεν ωφελούν απαραίτητα τους εισφέροντες. Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στην Κορέα έχουν κληθεί επανειλημμένα να συμβάλουν στα σχέδια σταθεροποίησης του χρηματιστηρίου τα τελευταία χρόνια, σύμφωνα με τον Τύπο. Πρέπει βέβαια να σημειωθεί, ότι η αυξανόμενη επένδυση κεφαλαίων σε μετοχές έχει καθοδηγηθεί κυρίως από τις εκτιμήσεις αποδοτικότητας και διαφοροποίησης (ΔΝΤ, 2003). Στη Μαλαισία, ο Holzmann (2000) αναφέρει ότι τα κεφάλαια των ταμείων πρόνοιας έχουν χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότηση των τραπεζών και την κατασκευή ακινήτων.

Ξένη επένδυση

Οι περιορισμοί στο πλήθος των διαθέσιμων εγχώριων επενδύσεων και ο αρνητικός αντίκτυπός τους στη διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι οι κυριότεροι λόγοι που επιβάλλουν την ανάγκη ξένης επένδυσης. Ο Roldos(2003) υποστηρίζει ότι η αύξηση της ξένης επένδυσης μπορεί να επιτευχθεί μέσω των παγκόσμια διαφοροποιημένων αμοιβαίων κεφαλαίων σταθερού εισοδήματος. Οι Bodie και Merton (2002) υποστηρίζουν ότι τα κεφάλαια μπορούν να διαφοροποιηθούν διεθνώς χρησιμοποιώντας συμφωνίες ανταλλαγής (swaps) χωρίς να βλάψουν την ανάπτυξη των εγχώριων κεφαλαιαγορών.

Οι εθνικές αρχές, εντούτοις, μπορούν να είναι απρόθυμες στο να προωθήσουν την ξένη επένδυση λόγω των ανησυχιών για τις διοικητικές ικανότητες αντιμετώπισης του κινδύνου της τοπικής βιομηχανίας συνταξιοδοτικής διαχείρισης κεφαλαίων. Σύμφωνα με τις υπάρχουσες πληροφορίες, στο Μεξικό οι αρχές δεν ευνοούν την επένδυση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε παγκόσμια αμοιβαία κεφάλαια καθώς αυτό θα πρόσθετε επιπλέον κόστη διαχείρισης. Επιπλέον, ο έλεγχος του χαρτοφυλακίου θα γίνονταν δυσκολότερος καθώς θα απαιτούσε επίσης γνώση των τοποθετήσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων.

Οι εθνικές αρχές μπορεί επίσης να επιθυμούν την παραμονή του λιγοστού εγχώριου κεφαλαίου σε εσωτερικές επενδύσεις, σύμφωνα με το Holzmann (2000). Αυτή η θέση υποστηρίζεται επίσης και από τμήματα του πληθυσμού όπως τα συνδικάτα (Ciampi, 2001). Παραδείγματος χάρη, αν και οι κανονισμοί επένδυσης στη Σιγκαπούρη είναι βασισμένοι στον κανόνα της συνετής διαχείρισης, το υποχρεωτικό ταμείο πρόνοιας επενδύει αποκλειστικά στους μη εμπορεύσιμους κυβερνητικούς τίτλους. Αυτή η κατάσταση μπορεί να εγείρει ζητήματα διαφάνειας και υπευθυνότητας όσον αφορά τις αποφάσεις επένδυσης. Στο Χόνγκ Κόνγκ, τα ταμεία απαιτείται να επενδύσουν 30% των κεφαλαίων τους σε εγχώρια χρεόγραφα εκφρασμένα σε εθνικό νόμισμα. Επομένως, ακόμα κι αν τα κεφάλαια δεν αντιμετωπίζουν περιορισμούς στην ξένη επένδυση, το τελικό αποτέλεσμα αυτού του κανονισμού είναι να εξασφαλιστεί μια ελάχιστη κατανομή στις εγχώριες επενδύσεις (Asher και Newman, 2001).

Η πρόσφατη εμπειρία στην Κολομβία φανερώνει ότι ακόμη και η χαλάρωση των περιορισμών ξένης επένδυσης μπορεί να μην εξασφαλίσει επαρκή διαφοροποίηση των χαρτοφυλακίων ελλείψει των συμπληρωματικών μέτρων. Τον Απρίλιο του 2002, τα συνταξιοδοτικά ταμεία στην Κολομβία επετράπησαν να επενδύσουν μέχρι 10% των κεφαλαίων τους σε διεθνή μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια. Σύμφωνα με τις υπάρχουσες πληροφορίες, ο φόβος των απαραίτητων ελάχιστων αποδόσεων έχει αναγκάσει τα περισσότερα ταμεία να μην επενδύσουν σε ξένες μετοχές.

Οι συμμετέχοντες της αγοράς επίσης δείχνουν ότι η έλλειψη οικονομικής τεχνογνωσίας μεταξύ των διαχειριστών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων λειτουργεί ενάντια στα υψηλότερα όρια ξένης επένδυσης. Παραδείγματος χάρη, το όριο επένδυσης 30% του ταμείου AUM στην Ουγγαρία είναι μεταξύ των μεγαλύτερων στις αναδυόμενες χώρες. Παρά αυτό το υψηλό όριο όμως, η πραγματική επένδυση σε ξένα αξιόγραφα είναι κάτω από 5%. Τα χαμηλά ποσοστά ξένης επένδυσης στην Ουγγαρία μπορούν εν μέρει να εξηγηθούν λόγω της καταστροφικής εμπειρίας των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων κατά την χρηματιστηριακή κρίση το 2000. Αμφισβητήσιμα, αυτά τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια χρησιμοποίησαν σύγχρονες στρατηγικές επένδυσης τους κινδύνους των οποίων δεν κατάλαβαν πλήρως.

Συμπεράσματα

Οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία στη Λατινική Αμερική και την Ανατολική Ευρώπη προκαλούνται κυρίως από την ταχεία ανάπτυξη των κεφαλαίων. Οι τοπικές αγορές τίτλων δεν έχουν την ικανότητα να απορροφήσουν τη συνεχώς αυξανόμενη ροή των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Κατά συνέπεια, οι τοπικές αγορές τίτλων έχουν γίνει πιο τρωτές στις χρηματιστηριακές φούσκες, καθώς τα αυξανόμενα κεφάλαια ανταγωνίζονται για λίγους τίτλους. Οι ευπάθειες χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων έχουν επίσης αυξηθεί, δεδομένου ότι η έκθεση τους συγκεντρώνεται στους κυβερνητικούς τίτλους και τις μετοχές περιορισμένου αριθμού τοπικών επιχειρήσεων.

Επιπλέον, η περιορισμένη επιλογή των διαθέσιμων τίτλων δημιουργεί παρόμοια χαρτοφυλάκια σε ολόκληρη τη βιομηχανία συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Η συμπεριφορά της αγέλης που προκαλείται έτσι, μαζί με τον υψηλό βαθμό συγκέντρωσης στα χαρτοφυλάκια, τείνει να ενισχύσει τη μεταβλητότητα των τιμών. Σε αυτό το πλαίσιο, η ανεπαρκής εμπειρία διαχείρισης κινδύνου θα μπορούσε να συμβάλει στην περαιτέρω οικονομική αστάθεια. Οι περιοριστικοί κανονισμοί όπως οι ελάχιστες εγγυημένες αποδόσεις ενισχύουν τη συμπεριφορά αγέλης μεταξύ των διαχειριστών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Αυτοί οι κανονισμοί προκαλούν επίσης τη συμπεριφορά επένδυσης με βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα και την υπερβολική εμπορευσιμότητα των τίτλων, δύο χαρακτηριστικά ασυμβίβαστα με τη συμπεριφορά ενός μακροπρόθεσμου επενδυτή.

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία στην Ασία σχετίζονται με την έντονη κυβερνητική συμμετοχή στην παροχή εισοδήματος σύνταξης. Το μεγαλύτερο από αυτά είναι η κακή απόδοση της επένδυσης των εθνικών κεφαλαίων πρόνοιας. Ακαδημαϊκές και πολιτικές μελέτες υποστηρίζουν ότι η απόδοση της επένδυσης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την κυβερνητική επέμβαση στις αποφάσεις επένδυσης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Επιπλέον, δεν υπάρχει κανένας επαρκής μηχανισμός για να επιτηρήσει τους διαχειριστές σε αυτές τις χώρες. Οι προσπάθειες είναι αυτήν την περίοδο εν εξελίξει για να ενθαρρύνουν την αύξηση της ιδιωτικής

σύνταξης και των προσωπικών σχεδίων αποταμίευσης. Εντούτοις αυτά τα σχέδια παραμένουν σχετικά μικρά, έναντι των χρηματοδοτούμενων από την κυβέρνηση σχεδίων.

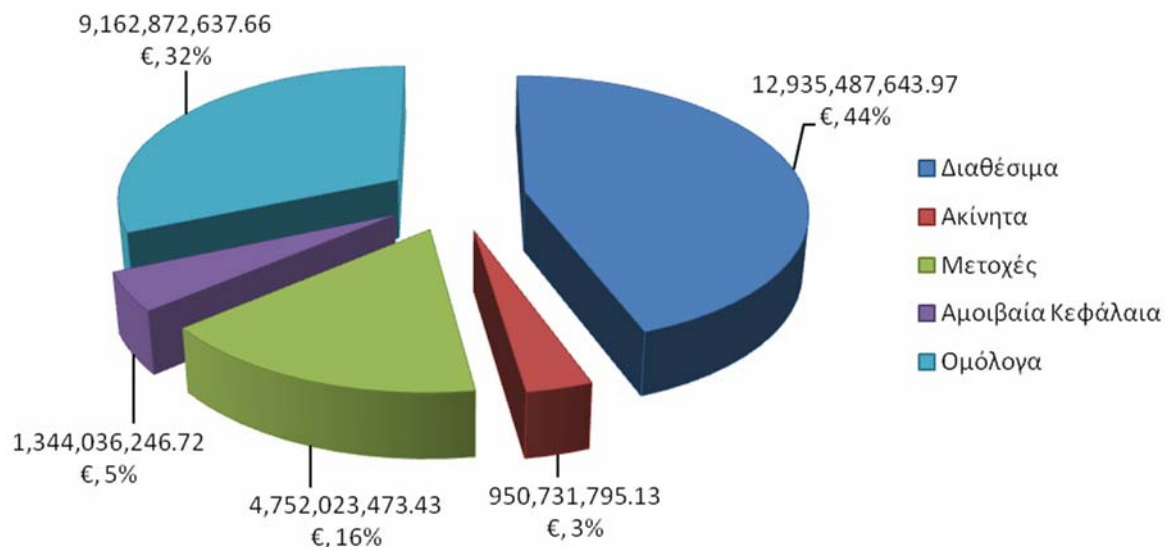
3. Η Αποδοτικότητα των Ελληνικών Χαρτοφυλακίων Συνταξιοδοτικών Ταμείων

Το ελληνικό συνταξιοδοτικό σύστημα λειτουργεί βάσει της αναδιανομής (Pay-as-you-go). Είναι υποχρεωτικό, καλύπτει σχεδόν 100% του πληθυσμού, οργανώνεται από τον ευρύτερο δημόσιο τομέα και πληρώνει οφέλη βασισμένα στον τελικό μισθό. Τα συνταξιοδοτικά οφέλη παρέχονται από έναν μεγάλο αριθμό ταμείων κοινωνικής ασφάλειας που ταξινομούνται ως κύρια, επικουρικά και πρόνοιας. Σύμφωνα με τον κοινωνικό προϋπολογισμό που εκδίδεται από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης το 2006, υπάρχουν 175 ταμεία από τα οποία 25 είναι κύρια και τα υπόλοιπα επικουρικά και πρόνοιας. Εκτός από τις συντάξεις, τα περισσότερα ταμεία κύριας ασφάλισης παρέχουν ασφάλεια υγείας μέσω ειδικών κονδυλίων.

Αν και το σύστημα έχει χαρακτήρα αναδιανεμητικό, διάφορα ταμεία συσσωρεύουν σημαντικά κεφάλαια όταν οι πληρωμές του συστήματος είναι λιγότερες από τις εισφορές. Για τα περισσότερα ταμεία το κράτος είναι υποχρεωμένο να χρηματοδοτήσει οποιοδήποτε χάσμα μεταξύ του συνόλου των εισφορών των εργαζόμενων μελών και των οφελών που πληρώνονται στους συνταξιούχους. Σύμφωνα με τον κοινωνικό προϋπολογισμό του 2006, τα συνολικά δημόσια συνταξιοδοτικά έξοδα αναμενόταν να είναι 12,6% του ΑΕΠ. Χωρίς αλλαγές, τα δημόσια έξοδα για συντάξεις αναμένεται να αυξηθούν σε 24,8% το 2050.

Τα πλαίσια επένδυσης στα οποία τα ελληνικά συνταξιοδοτικά ταμεία μπορούν να διαχειριστούν την περιουσία τους έχουν αλλάξει σημαντικά κατά τη διάρκεια των

χρόνων. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '50 και του '60 τα αποθεματικά των συνταξιοδοτικών ταμείων της Ελλάδας επενδύοντο σε υποχρεωτικές καταθέσεις διοικούμενες από την Τράπεζα της Ελλάδος. Πριν από το 1973 οι καταθέσεις στην Τράπεζα της Ελλάδος κέρδιζαν 4,3% ετήσια, ένα επιτόκιο αρκετά κάτω από τα εμπορικά ποσοστά κατάθεσης (Μυλωνάς, Παπαχρήστου και Ρούπας,2007). Το ποσοστό αυτό των καταθέσεων αναθεωρήθηκε προς τα πάνω μετά από την πετρελαϊκή κρίση του 1973, αν και παρέμεινε κάτω από τον πληθωρισμό. Στις αρχές της δεκαετίας του '90 δόθηκε περισσότερη ελευθερία στα συνταξιοδοτικά ταμεία να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε τίτλους του δημοσίου, ομόλογα και μετοχές. Το βασικό πλαίσιο επένδυσης στο οποίο λειτούργησαν τα ελληνικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια στο τέλος του 2006, μετά από πολλά αποσπασματικά μέτρα φιλελευθεροποίησης, επιτρέπει να επενδύσουν μέχρι 23% σε ελληνικούς μετοχικούς τίτλους, σε ακίνητα και αμοιβαία κεφάλαια και το υπόλοιπο 77% σε τίτλους του ελληνικού δημοσίου και καταθέσεις. Εξάλλου το θεσμικό πλαίσιο δεν επιτρέπει την επένδυση σε μετοχές ή ομόλογα εκτός Ελλάδος. Το σχήμα 1 παρουσιάζει τη μέση κατανομή των ελληνικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στις διάφορες επενδύσεις στο τέλος του 2006.



Τα στοιχεία έχουν ληφθεί από το Υπουργείο απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας ενώ η βάση δεδομένων περιλαμβάνει 24 κύρια, 32 επικουρικά, 33

πρόνοιας, 18 ασθενείας και 13 ταμεία αλληλοβοήθειας. Δεδομένου ότι ο ίδιος οργανισμός διαχειρίζεται περισσότερους από έναν τύπους ταμείων η βάση δεδομένων περιέχει συνολικά 82 ταμεία.

Η συνολική αξία του ελληνικού συνταξιοδοτικού συστήματος στο τέλος του 2006 ήταν €29.2 δισεκατομμύριο. Από αυτά 44% επενδύθηκαν σε καταθέσεις, 32% σε τίτλους του ελληνικού δημοσίου, 16% σε εγχώριες μετοχές, 5% σε αμοιβαία κεφάλαια και 2% σε ακίνητη περιουσία.

Τα ελληνικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια στο σύνολο επενδύουν σχεδόν όσο επιτρέπονται σε επικίνδυνες τοποθετήσεις (μετοχές, ακίνητα και αμοιβαία κεφάλαια). Εντούτοις, σε σχέση με τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια άλλων χωρών, η μέση κατανομή στις επικίνδυνες επενδύσεις είναι πολύ χαμηλή. Η κατανομή των κεφαλαίων που παρουσιάζεται παραπάνω είναι για το συνολικό συνταξιοδοτικό σύστημα στην Ελλάδα. Γεγονός πάντως είναι ότι τα μεγαλύτερα ταμεία έχουν διαφορετική κατανομή έναντι των μικρότερων. Δεδομένου ότι ο νόμος δεν επέτρεπε, μέχρι πολύ πρόσφατα, διακριτική διαχείριση επένδυσης, ο όγκος των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων ρυθμίζεται μέσα από το ίδιο το ταμείο.

Τα ταμεία με σχετικά μικρό όγκο κεφαλαίων τείνουν να επενδύσουν περισσότερο σε καταθέσεις ενώ τα μεγαλύτερα τείνουν να επενδύσουν περισσότερο σε ομόλογα και λιγότερο σε μετοχικές αξίες. Εκπλήσσει επίσης το χαμηλό ποσοστό που επενδύεται στα αμοιβαία κεφάλαια δεδομένης της απουσίας επαγγελματικών ικανοτήτων επένδυσης.

Πίνακας 13. Διάρθρωση Χαρτοφυλακίων Ελληνικών Συνταξιοδοτικών Ταμείων

Σύνολο Κεφαλαίων σε εκατ.€	Επενδύσεις			
	Καταθέσεις	Ομόλογα	Μετοχές	Αμοιβαία Κεφάλαια
0-100	68.30%	5.28%	24.80%	1.63%
100-500	49.31%	21.94%	24.31%	4.44%
>500	48.15%	31.77%	16.47%	3.62%

Ο πίνακας 14 παρουσιάζει το συνολικό κίνδυνο των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων καθώς επίσης και το μέγεθος του κινδύνου των χαρτοφυλακίων μετοχών και ομολόγων. Για λόγους σύγκρισης ο πίνακας παρουσιάζει επίσης συνολικό κίνδυνο πιθανών δεικτών αναφοράς (ASE-60, JPM Greek Bonds, MSCI World Hedged U\$, MSCI World Sovereign Hedged U\$).

Πίνακας 14 Τυπική Απόκλιση Ελληνικών Συνταξιοδοτικών Χαρτοφυλακίων			
	Χαρτοφυλάκια		
Τυπική Απόκλιση	Σύνολο	Equity	Bond
Μέσος Όρος	8.62%	31.00%	2.74%
Τυπική Απόκλιση	8.68%	5.34%	1.14%
Μέγιστο	37.89%	42.40%	5.16%
Ελάχιστο	0.23%	18.05%	0.08%
Μέσο Χαρτοφυλάκιο	5.72%	29.53%	3.41%
Συνολικός Κίνδυνος Χαρτοφυλακίων Αναφοράς			
ASE-60	23.57%		
JPM Greek Bonds	3.25%		
MSCI World Hedged U\$	14.77%		
MSCI World Sovereign Hedged U\$	2.85%		

Η μέση τυπική απόκλιση σε όλα τα χαρτοφυλάκια είναι 8,62% ενώ η τυπική απόκλιση του συνολικού χαρτοφυλακίου του ελληνικού συστήματος συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι 5,72%. Εντούτοις, υπάρχει μεγάλη παραλλαγή στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια (η τυπική απόκλιση της τυπικής απόκλισης είναι 8.68%). Το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο με το χαμηλότερο κίνδυνο έχει μια τυπική απόκλιση 0,23% (επενδύει πλήρως σε καταθέσεις) ενώ το κεφάλαιο με τον υψηλότερο κίνδυνο 37,89% (επενδύει πλήρως σε ελληνικούς μετοχικούς τίτλους).

Αν και οι κανόνες επένδυσης δεν επιτρέπουν την επένδυση σε επικίνδυνες αξίες πάνω από 23% είναι ενδιαφέρον το πώς ο συνολικός κίνδυνος των χαρτοφυλακίων των ελληνικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων διαμορφώνεται σε ένα χαρτοφυλάκιο επενδυμένο μισό σε ελληνικούς κυβερνητικούς τίτλους και μισό σε εγχώριες μετοχές. Έναντι ενός χαρτοφυλακίου επενδυμένου κατά το ήμισυ στον ASE 60 και το υπόλοιπο τοποθετημένο στον δείκτη ομολόγων της JPMorgan με τυπική απόκλιση ίση με 11,56%, το μέσο ελληνικό συνταξιοδοτικό χαρτοφυλάκιο έχει το σχεδόν μισό κίνδυνο. Προφανώς, ο χαμηλός κίνδυνος του μέσου ελληνικού χαρτοφυλακίου συνταξιοδοτικών κεφαλαίων απεικονίζει το 44% που επενδύεται σε ακίνδυνες καταθέσεις.

Ομοίως αν και τα ελληνικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια απαγορεύεται αυστηρά να επενδύσουν σε μετοχές εκτός Ελλάδος, είναι ενδιαφέρον το πώς ο κίνδυνος διαμορφώνεται σε ένα διεθνές χαρτοφυλάκιο επενδυμένο σε ξένες μετοχές και ομόλογα. Η τυπική απόκλιση ενός χαρτοφυλακίου που επενδύει κατά το ήμισυ στον παγκόσμιο δείκτη μετοχών MSCI και το υπόλοιπο στον παγκόσμιο δείκτη ομολόγων MSCI είναι 6,9%, λίγο περισσότερο από ένα τοις εκατό μεγαλύτερη από την τυπική απόκλιση του ελληνικού χαρτοφυλακίου. Αυτή η μικρή διαφορά, παρά το γεγονός ότι το χαρτοφυλάκιο συγκριτικής μέτρησης επιδόσεων δεν έχει καθόλου καταθέσεις, απεικονίζει την πολύ υψηλότερη μεταβλητότητα του ελληνικού μεριδίου μετοχών στο χαρτοφυλάκιο (29,53%) σε σχέση με τη μεταβλητότητα του παγκόσμιου δείκτη (14,77%).

Το κόστος των ανεπαρκών στρατηγικών επένδυσης

Τα βασικά χαρακτηριστικά των ελληνικών χαρτοφυλακίων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι (α) χαρτοφυλάκια αξιογράφων διακρατούν μικρό αριθμό μετοχών και είναι επομένως ελλιπώς διαφοροποιημένα (β) δεν επιτρέπεται καμία επένδυση εκτός Ελλάδος είτε σε μετοχές είτε σε ομόλογα και (γ) υπάρχει χαμηλή έκθεση σε μετοχικές αξίες. Κάθε ένα από αυτά τα χαρακτηριστικά θα μπορούσε ενδεχομένως να έχει κόστος στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια από την άποψη των χαμηλότερων αποδόσεων ή/και του υψηλότερου κινδύνου.

Απώλειες λόγω ελλιπούς διαφοροποίησης

Η ανάλυση των χαρτοφυλακίων που κατέχουν τα ελληνικά συνταξιοδοτικά ταμεία δείχνει ότι η μεγάλη πλειοψηφία κρατά έναν μικρό αριθμό μετοχών. Η μερική διαφοροποίηση μέσα στην ελληνική αγορά μετοχών θα μπορούσε να οδηγήσει σε μη αποδοτικά χαρτοφυλάκια με χαμηλούς δείκτες απόδοσης/κινδύνου. Η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίων και τα περισσότερα μοντέλα ισορροπίας υποστηρίζουν ότι με αυτό τον τρόπο οι επενδυτές δεν καταφέρνουν να αντισταθμίσουν το μη συστηματικό κίνδυνο. Η απώλεια αυτή μπορεί να αξιολογηθεί με τη σύγκριση του δείκτη Sharpe του χαρτοφυλακίου ενός συνταξιοδοτικού κεφαλαίου με τον αντίστοιχο δείκτη ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς. Ειδικότερα στη μελέτη του ο Τεσσαρομάτης (2008) υπολογίζει την απώλεια απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου που υφίσταται ένα συνταξιοδοτικό ταμείο όταν επενδύει σε συγκεκριμένο αριθμό μετοχών παρά σε κάποιο δείκτη.

Πίνακας 15: Απώλειες του δείκτη Sharpe λόγω αναποτελεσματικής διαφοροποίησης

	Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς			
	Μετοχικό Χαρτοφυλάκιο		Χαρτοφυλάκιο Ομολόγων	
	ASE-60	MSCI World	JPM Greece	MSCI World
Μέσος Όρος	10.60%	43.81%	1.35%	-1.53%
Τυπική Απόκλιση	7.81%	6.58%	2.96%	2.62%
Μέγιστο	33.42%	73.75%	13.13%	7.69%
Ελάχιστο	2.16%	31.69%	0.25%	-2.59%
Συνολικό Χαρτοφυλάκιο	4.96%	37.83%	0.29%	-2.46%

Σύμφωνα με τον πίνακα 15 για το συνολικό χαρτοφυλάκιο μετοχών η έλλειψη διαφοροποίησης οδηγεί σε μια απώλεια του δείκτη Sharpe 4,96% όταν συγκρίνεται με το γενικό δείκτη ASE- 60. Συγκριτικά με τον παγκόσμιο δείκτη μετοχών MSCI, η απώλεια αυξάνεται αισθητά σε 37,83%. Η μεγαλύτερη απώλεια σε σχέση με τον γενικό δείκτη ASE-60 ανέρχεται σε 33,42% και 73,75% ως προς τον παγκόσμιο δείκτη.

Η σχετική απώλεια του δείκτη Sharpe ενός χαρτοφυλακίου που επενδύει μόνο στο εγχώριο χρηματιστήριο σε σχέση με τον παγκόσμιο δείκτη απεικονίζει (α) την απώλεια που οφείλεται στη μερική διαφοροποίηση στην εγχώρια αγορά και (β) την απώλεια λόγω της απόφασης να μην επενδύσει διεθνώς.

Όπως φαίνεται στον πίνακα 15, η συνολική σχετική απώλεια των μετοχικών χαρτοφυλακίων 37,83% οφείλεται κυρίως στην έλλειψη διεθνούς διαφοροποίησης και λιγότερο επειδή το χαρτοφυλάκιο δεν είναι καλά διαφοροποιημένο τοπικά. Η σχετική απώλεια του δείκτη Sharpe είναι ασήμαντη για τα χαρτοφυλάκια ομολόγων. Δεδομένου ότι αυτά είναι κυρίως χαρτοφυλάκια κρατικών τίτλων με λίγο μη συστηματικό κίνδυνο η απώλεια λόγω της ελλιπούς διαφοροποίησης είναι ελάχιστη.

Απώλεια Απόδοσης

Ένα εναλλακτικό μέτρο του οικονομικού κόστους της αναποτελεσματικής διαφοροποίησης είναι η διαφορά στις αναμενόμενες υπεραποδόσεις μεταξύ του χαρτοφυλακίου ενός συνταξιοδοτικού κεφαλαίου και ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς με την ίδια τυπική απόκλιση.

Πίνακας 16. Απώλειες Αποδόσεων λόγω αναποτελεσματικής διαφοροποίησης

	Χαρτοφυλάκιο Αναφοράς			
	Μετοχικό Χαρτοφυλάκιο		Χαρτοφυλάκιο Ομολόγων	
	ASE-60	MSCI World	JPM Greece	MSCI World
Μέσος Όρος	0.91%	5.64%	0.01%	-0.01%

Τυπική Απόκλιση	0.65%	1.40%	0.01%	0.03%
Μέγιστο	2.93%	9.41%	0.05%	0.13%
Ελάχιστο	0.11%	2.95%	0.00%	-0.05%
Συνολικό Χαρτοφυλάκιο	0.41%	4.62%	0.00%	-0.03%

Ο πίνακας 16 παρουσιάζει απώλεια απόδοσης για τα ελληνικά χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Συγκριτικά με το γενικό δείκτη ASE-60 το συνολικό χαρτοφυλάκιο μετοχών χάνει 0,41% το χρόνο. Το λιγότερο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών χάνει 2,93% ενώ το αντίστοιχο διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο χάνει μόνο 0,11% το χρόνο. Οι απώλειες σχεδόν πενταπλασιάζονται όταν το χαρτοφυλάκιο αναφοράς είναι ο παγκόσμιος δείκτης(4,62%). Τα αποτελέσματα ανωτέρω αποδεικνύουν ότι **τα ελληνικά συνταξιοδοτικά ταμεία υφίστανται μια σημαντική απώλεια λόγω της ανεπαρκούς διαφοροποίησης στην εγχώρια αγορά μετοχών και μια απώλεια απόδοσης σχεδόν δέκα φορές περισσότερο λόγω του περιορισμού στην ξένη επένδυση.**

Η απώλεια απόδοσης του συνόλου των χαρτοφυλακίων ομολόγων είναι σχεδόν μηδέν εάν χρησιμοποιούμε ως χαρτοφυλάκιο αναφοράς τον εγχώριο ή τον παγκόσμιο αντίστοιχο δείκτη. Το γεγονός αυτό δεν προκαλεί έκπληξη καθώς τα ελληνικά χαρτοφυλάκια ομολόγων αποτελούνται μόνο από κρατικούς τίτλους με παρόμοια διάρκεια με αυτή των χαρτοφυλακίων αναφοράς.

Η νομισματική αξία της απώλειας λόγω της ανεπαρκούς διαφοροποίησης είναι σημαντική. Το μέγεθος της απώλειας του συνόλου των μετοχικών χαρτοφυλακίων ανέρχεται σε € 49 εκατομμύρια όταν ως χαρτοφυλάκιο αναφοράς χρησιμοποιείται ο εγχώριος γενικός δείκτης ενώ το κόστος ανεβαίνει στα € 328 εκατομμύρια όταν λαμβάνονται υπόψη οι διεθνείς ευκαιρίες διαφοροποίησης. Η επένδυση σε έναν μικρό αριθμό εγχώριων μετοχών προκαλεί σημαντικές οικονομικές δαπάνες στα ελληνικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια και το ελληνικό συνταξιοδοτικό σύστημα.

Συμπεράσματα

Τα ελληνικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια επενδύουν τα περισσότερα από τα κεφάλαιά τους είτε σε ομόλογα είτε σε καταθέσεις με δυνατότητα επένδυσης σε εγχώριες μόνο μετοχικές αξίες και μόνο μέχρι 23% των συνολικών κεφαλαίων. Τα εμπειρικά στοιχεία εμφανίζουν το μέσο συνολικό κίνδυνο των χαρτοφυλακίων να είναι σχετικά χαμηλός απεικονίζοντας το υψηλό ποσοστό που επενδύεται σε ασφαλείς τοποθετήσεις (ομόλογα, καταθέσεις). Εντούτοις, υπάρχουν κεφάλαια που αναλαμβάνουν σημαντικό κίνδυνο λόγω της επένδυσης σε χαρτοφυλάκια μετοχών υψηλού κινδύνου. Τα μετοχικά χαρτοφυλάκια έχουν σημαντικά υψηλότερο κίνδυνο είτε συγκριτικά με τον εγχώριο γενικό δείκτη είτε με ένα διεθνώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο μετοχών. Τείνουν να έχουν περισσότερο συστηματικό κίνδυνο (υψηλό beta) σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο αναφοράς και σημαντικό μη συστηματικό κίνδυνο. Ο τελευταίος είναι ουσιαστικά υψηλότερος όταν συγκρίνονται τα χαρτοφυλάκια μετοχών με τα αντίστοιχα παγκόσμια. Περιορίζοντας τις επενδύσεις των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μόνο στο εγχώριο χρηματιστήριο το θεσμικό πλαίσιο αναγκάζει τα ταμεία να επιβαρυνθούν επιπλέον κίνδυνο τον οποίο θα μπορούσαν να αντισταθμίσουν μέσω της διεθνούς διαφοροποίησης. Ο κύριος λόγος για την ύπαρξη υψηλού μη συστηματικού κινδύνου είναι η συγκέντρωση των μετοχικών χαρτοφυλακίων σε περιορισμένο αριθμό τίτλων.

Θεωρητικά, οι περιορισμοί επένδυσης επιβάλλουν ένα κόστος στα περιορισμένα χαρτοφυλάκια. Τα εμπειρικά στοιχεία όσον αφορά την Ελλάδα αποδεικνύουν ότι τα ανεπαρκώς διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια έχουν σημαντικά χαμηλότερους δείκτες Sharpe από τα καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αναφοράς. Από την άποψη της απώλειας ως προς την απόδοση, η ελλιπής διαφοροποίηση κοστίζει κατά μέσον όρο 0,91% το χρόνο έναντι μιας επένδυσης σε ένα καλά διαφοροποιημένο εγχώριο χαρτοφυλάκιο και 5,64% το χρόνο εάν το χαρτοφυλάκιο αναφοράς είναι ο παγκόσμιος δείκτης. Συγκριτικά με ένα χαρτοφυλάκιο που επενδύει στον παγκόσμιο δείκτη μετοχών η νομισματική απώλεια όλων των μετοχικών χαρτοφυλακίων είναι € 328 εκατομμύρια και κυμαίνεται από €161 ως €430 εκατομμύρια ετησίως, ανάλογα με την υπόθεση ασφαλίστρου κινδύνου.

IV. Κεφάλαιο Τέταρτο: ΤΣΜΕΔΕ

Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών και Εργοληπτών Δημοσίων Έργων

Γενικά στοιχεία

Το Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε ιδρύθηκε το έτος 1934 με έδρα την Αθήνα και 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 μονίμων εργαζομένων σε 219 και των εκτάκτων σε 86.

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

Διοικητικό Συμβούλιο

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

Διαχείριση Ασφαλιστικών Οργανισμών

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

Περιουσία

Το Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε είναι ένα από τα πλουσιότερα συνταξιοδοτικά ταμεία με περιουσία που ανέρχεται περίπου στα 2,77 δισεκατομμύρια Ευρώ. Πιο αναλυτικά διαθέτει το έτος 2006:

Διαχείριση Ασφαλιστικών Οργανισμών

<i>Περιουσιακά Στοιχεία</i>	<i>2006</i>	<i>% συνόλου περιουσίας</i>
<i>Ακίνητα (εμπορική αξία)</i>	€ 21,164.45	0.76%
<i>Καταθέσεις</i>	€ 2,208,500.60	79.75%
<i>Μετοχές</i>	€ 393,984.39	14.23%
<i>Αμοιβαία Κεφάλαια</i>	€ 17,871.83	0.65%
<i>Ομόλογα</i>	€ 127,763.76	4.61%
Σύνολο	€ 2,769,285.03	100.00%

Πηγή: www.periousia.gr

Καταθέσεις Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε (31/12/2006)

Κατηγορία Καταθέσεων	Πιστωτικός Οργανισμός	Ποσό Κατάθεσης
<i>Λογαριασμός Ταμειακής Διαχείρισης</i>	<i>ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ</i>	32.511.000,00 € 1.491.995,79 €
<i>Λογαριασμός Διαθεσίμων</i>	<i>ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ</i>	1.819.266.883,00 €
<i>Λοιποί Λογαριασμοί</i>	<i>ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΛΛΑΔΟΣ</i>	348.209.173,00 € 6.074.000,00 €
<i>Ταμειακή Υπηρεσία</i>	<i>Ταμειακά Υπόλοιπα</i>	947.549,68 €
Σύνολο		2.208.500.601,47 €

Πηγή: www.periousia.gr

Διαχείριση Ασφαλιστικών Οργανισμών

Χαρτοφυλάκιο Μετοχών Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε (31/12/2006)

Μετοχή	Σύνολο Μετοχών	Αξία Αποτίμησης
ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ Α.Ε.	34,653,108	189.205.969,68 €
ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	3,133,173	109.347.737,70 €
ΟΤΕ Α.Ε.	1,299,968	29.587.271,68 €
ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	278,186	26.942.314,10 €
COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε	433,650	9.713.760,00 €
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε.	1,135,640	8.199.320,80 €
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	2,013,888	7.854.163,20 €
ΑΛΦΑ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	271,840	6.225.136,00 €
ΟΠΑΠ ΑΕ	96,320	2.820.249,60 €
ΤΡΑΠΕΖΑ ΕΦG EUROBANK ERGASIAS Α.Ε.	71,760	1.969.094,40 €
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.	78,354	1.399.402,44 €
EUROBANK PROPERTIES Α.Ε.Ε.Α.Π.	34,946	594.780,92 €
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	7,010	125.198,60 €
Σύνολο		395.228.164,26 €

Πηγή: www.periousia.gr

Αμοιβαία Κεφάλαια Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε (31/12/2006)

	Μερίδια	Αξία Αποτίμησης
Μετοχικά Εσωτερικού		
ΑΤΤΙΚΗΣ Μετοχικό Εσωτερικού	8,900,758.05	17.871.832,09 €
Σύνολο		17.871.832,09 €

Πηγή: www.periousia.gr

Ομόλογα Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε (31/12/2006)

Τίτλοι Ελληνικού Δημοσίου
Σταθερού Επιτοκίου

	Έκδοση	Λήξη	Επιτόκιο %	Ονομαστική Αξία	Αξία Αποτίμησης
Ο.Ε.Δ. (GR0133001140) FXD-221019-20Y-6,50	22/10/1999	22/10/2019	6.5	72,868,672.05 €	88.659.313,28 €
Ο.Ε.Δ. (GR0128002590) FXD-110114-15Y-6,50	11/1/1999	11/1/2014	6.5	14,673,514.31 €	16.787.967,72 €
Ο.Ε.Δ. (GR0124011454) FXD-190510-10Y-6,00	19/05/2000	19/05/2010	6	111,518,708.73 €	12.237.476,15 €
Ο.Ε.Δ. (GR0138001673) FXD-200937-32Y-4.50	7/3/2005	20/09/2037	4.5	10,000,000.00 €	10.079.000,00 €
Σύνολο					127.763.757,15 €

Πηγή: www.periousia.gr

Πλεονεκτήματα του Ταμείου

Ένας από τους λόγους που το ΤΣΜΕΔΕ είναι από τα πιο εύρωστα ταμεία είναι το γεγονός ότι οι ασφαλισμένοι του 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 συνταξιούχοι προς 95.000 εν ενεργεία ασφαλισμένους). Η αναλογία αυτή είναι η μεγαλύτερη 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 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 οικόπεδα, αξίας 21 εκ. Ευρώ, σε σχέση με τα υπόλοιπα ταμεία, που σημαίνει πως έχει επιπλέον

έσοδα και πόρους πέραν των εισφορών. Έχει σε ρευστά διαθέσιμα περίπου 2,2 δις Ευρώ γεγονός που του δίνει τη δυνατότητα να μπορεί να πραγματοποιεί τόσο σχεδιασμένες επενδύσεις όσο και επενδυτικές ευκαιρίες που μπορεί να εμφανιστούν ξαφνικά.

Επίσης δυνατό σημείο του ταμείου αποτελεί η έκδοση 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 τάξεως 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.

Αδυναμίες του Ταμείου

Ένα από τα αδύνατα σημεία του ΤΣΜΕΔΕ είναι το γεγονός πως ο αριθμός των υπαλλήλων είναι πολύ μικρός σε σχέση με τους ασφαλισμένους. Ο ισχύον οργανισμός είχε προβλεφθεί για ένα ταμείο με 300 υπαλλήλους και 15.000 ασφαλισμένους, ενώ 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 τάξεως του 3% ετησίως! Αν και σε αυτό το φαινόμενο συμβάλλει και το ισχύον θεσμικό πλαίσιο, υπάρχει δυνατότητα για καλύτερη αξιοποίηση των αποθεματικών.

Η έλλειψη ολοκληρωμένου πληροφοριακού συστήματος αποτελεί επίσης 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 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 μεγάλου μέρους των κεφαλαίων του ταμείου.

Στο τμήμα αυτό της εργασίας μας θα επικεντρωθούμε στα χαρακτηριστικά του χαρτοφυλακίου του ΤΣΜΕΔΕ, θα μελετήσουμε τη διαχρονική εξέλιξη της συνολικής του περιουσίας καθώς και την εξέλιξη του χαρτοφυλακίου αξιογράφων του. Στη συνέχεια προβαίνουμε στη δημιουργία χαρτοφυλακίων με βάση διάφορα σενάρια επένδυσης με χαρακτηριστικό αυτό της στρατηγικής *Winners-Losers* και συγκρίνουμε τις σωρευτικές αποδόσεις των χαρτοφυλακίων που έχουμε κατασκευάσει με το πραγματικό χαρτοφυλάκιο του ταμείου.

2. Διαχρονική Εξέλιξη Περιουσίας ΤΣΜΕΔΕ

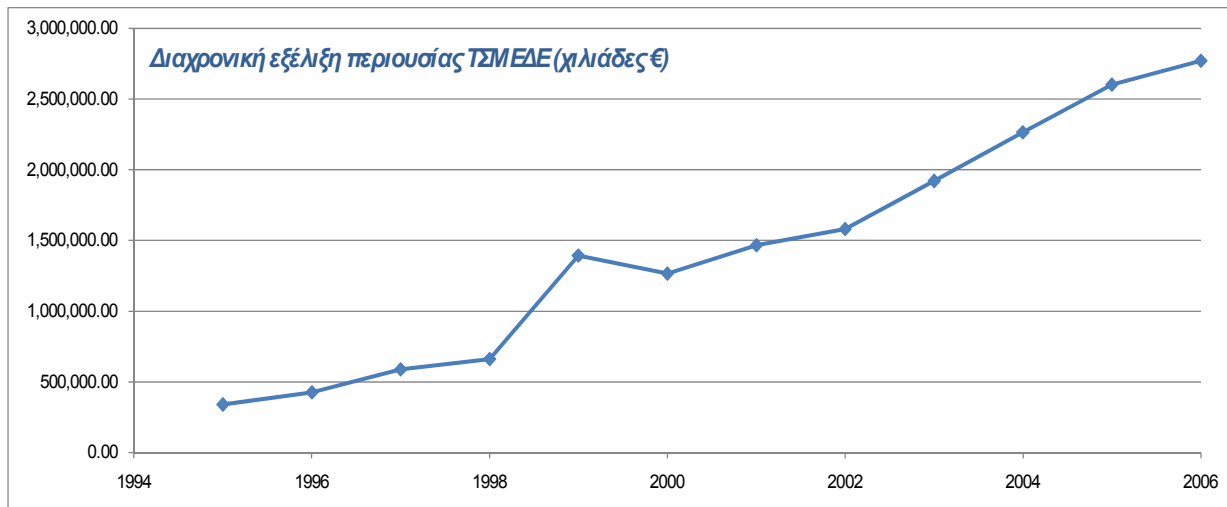
Οι παρακάτω πίνακες έχουν κατασκευαστεί με βάση την πληροφόρηση που συλλέχθηκε από τον Κοινωνικό Προϋπολογισμό του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας. Όπως παρατηρούμε για την περίοδο της μελέτης 1995-2006 η εξέλιξη της περιουσίας του Ταμείου ακολουθεί μια σταθερά αυξητική τάση ιδιαίτερα μετά το 2000 όπου και βλέπουμε την επίπτωση της χρηματιστηριακής κρίσης. Η συνολική περιουσία παρουσιάζει μια σωρευτική απόδοση της τάξης του 715% επί της συνολικής αξίας των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Για την καλύτερη κατανόηση του ποσοστού αυτού θα μπορούσαμε πιο απλοποιημένα να πούμε πως αν η περιουσία του ταμείου το 1996 ήταν της τάξεως του 1 εκ. €, στο τέλος του 2006 η περιουσία αυτή έχει οχταπλασιαστεί.

Διαχρονική Εξέλιξη Περιουσίας ΤΣΜΕΔΕ (Χιλιάδες €)

Έτος	Αξία συνόλου περιουσίας (χιλιάδες Ευρώ)	Απόδοση %	Σωρευτική Απόδοση 1€
1995	339,489.80		1
1996	427,119.17	25.81%	125.81%
1997	589,989.61	38.13%	173.79%
1998	661,797.64	12.17%	194.94%
1999	1,392,498.33	110.41%	410.17%
2000	1,266,959.28	-9.02%	373.20%
2001	1,466,273.28	15.73%	431.90%
2002	1,582,113.82	7.90%	466.03%
2003	1,919,647.69	21.33%	565.45%
2004	2,265,913.14	18.04%	667.45%
2005	2,600,807.51	14.78%	766.09%
2006	2,769,285.04	6.48%	815.72%
			715.72%

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικής Προστασίας

Διαχείριση Ασφαλιστικών Οργανισμών

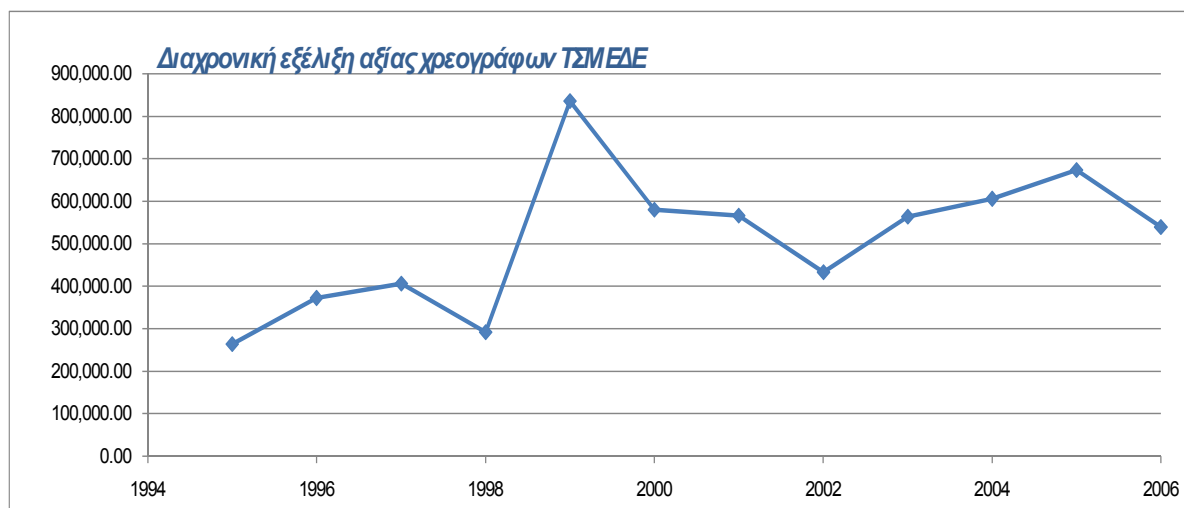


Εξάλλου εάν απομονώσουμε από το σύνολο της περιουσίας του ταμείου την αξία των χρεογράφων (μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια), η διαχρονική εξέλιξη αυτών εκτός της μεγάλης αύξησης που παρουσιάζει το 1999, εμφανίζει μειώσεις. Σωρευτικά η αξία των αξιογράφων από το 1996 έως το 2006 έχει επιτύχει απόδοση περίπου 105%, ποσοστό αρκετά καλό αν αναλογιστεί κανείς τις διαρθρωτικές επενδυτικές δυσκολίες του οργανισμού αλλά και τις εξελίξεις του περιβάλλοντος.

Διαχρονική Εξέλιξη Αξίας Χρεογράφων ΤΣΜΕΔΕ (Χιλιάδες €)

<i>Έτος</i>	<i>Αξία χρεογράφων(χιλιάδες €)</i>	<i>Απόδοση %</i>	<i>Σωρευτική Απόδοση 1€</i>
<i>1995</i>	263,882.28		1
<i>1996</i>	372,052.56	40.99%	140.99%
<i>1997</i>	406,269.49	9.20%	153.96%
<i>1998</i>	292,539.72	-27.99%	110.86%
<i>1999</i>	835,758.71	185.69%	316.72%
<i>2000</i>	580,079.91	-30.59%	219.83%
<i>2001</i>	566,058.84	-2.42%	214.51%
<i>2002</i>	433,610.29	-23.40%	164.32%
<i>2003</i>	563,838.28	30.03%	213.67%
<i>2004</i>	605,432.56	7.38%	229.43%
<i>2005</i>	673,364.23	11.22%	255.18%
<i>2006</i>	539,619.99	-19.86%	204.49%
			104.49%

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικής Προστασίας



Στη συνέχεια έχουμε κατασκευάσει τον πίνακα 17 που δείχνει τη διαχρονική πορεία κάθε κατηγορίας περιουσιακών στοιχείων την περίοδο 1996-2006. Από την πορεία της κάθε κατηγορίας επένδυσης στο χαρτοφυλάκιο του οργανισμού μπορούμε να διακρίνουμε δύο κυρίαρχες τάσεις. Η πρώτη αφορά στην κατηγορία των αμοιβαίων κεφαλαίων όπου βλέπουμε ότι η αξία επένδυσης μέχρι και το 2003 είναι μηδενική. Αυτό

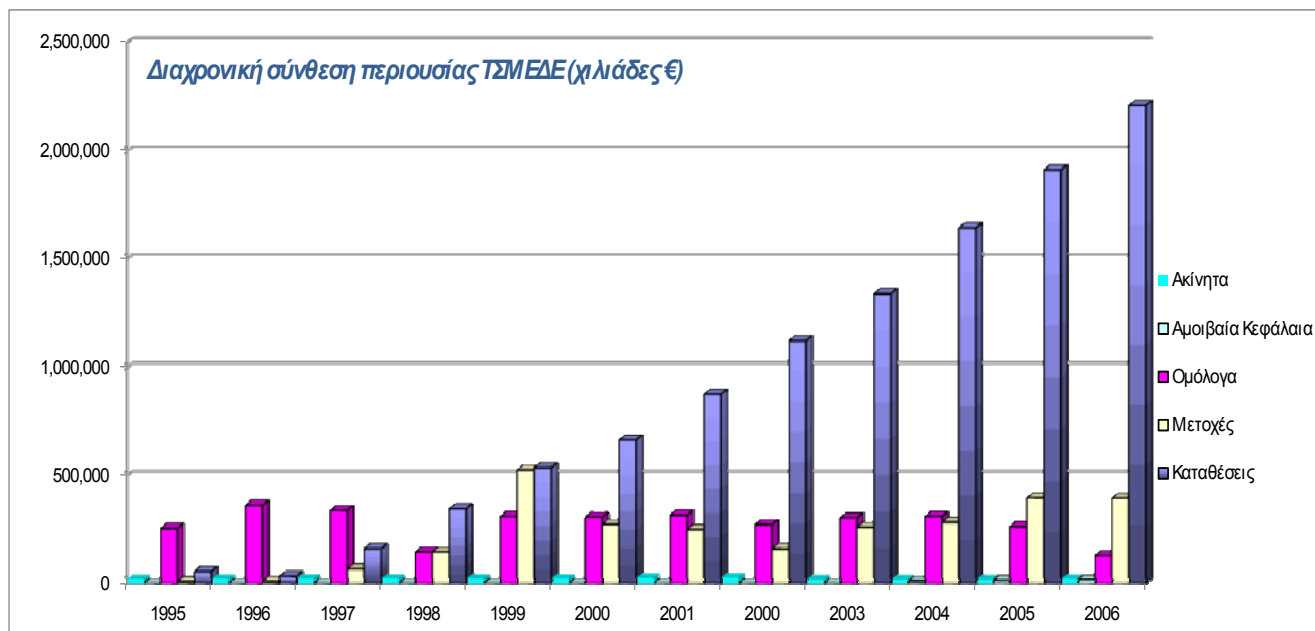
συμβαίνει λόγω της εφαρμογής του θεσμικού πλαισίου που απαγόρευε την επένδυση σε τέτοια προϊόντα έως εκείνη τη χρονιά. Βέβαια και μετά τη χρονιά αυτή, το μερίδιο επένδυσης σε αυτή την κατηγορία αξιογράφων παραμένει μικρό και σταθερό στο 1% του χαρτοφυλακίου. Η δεύτερη τάση που μπορούμε να παρατηρήσουμε έχει να κάνει με την πορεία των καταθέσεων και των ομολόγων στο χαρτοφυλάκιο. Πιο συγκεκριμένα η τάση που παρατηρείται είναι μια σταδιακή μεταστροφή από την επένδυση σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου προς τις καταθέσεις. Αν και βάσει του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου η ανταλλαγή μεριδίου ανάμεσα σε αυτές τις δύο κατηγορίες λογαριασμών είναι ελεύθερη αρκεί από κοινού να μην πέφτουν κάτω από το 77% του χαρτοφυλακίου, βλέπουμε ότι ο διαχειριστής προτιμά μεγαλύτερη ρευστότητα. Αυτό συμβαίνει παρόλο που οι αποδόσεις των διαθέσιμων που προσφερόταν από την Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με τον πίνακα 18 έχουν συρρικνωθεί τα τελευταία χρόνια γύρω από το 3%, απόδοση που εξανεμίζεται λόγω του πληθωρισμού.

Πίνακας 17

Διαχρονική Σύνοψη Περιουσίας ΤΣΜΕΔΕ (Χιλιάδες €)						
<i>Έτος</i>	<i>Ακίνητα (εμπορική αξία)</i>	<i>Καταθέσεις</i>	<i>Μετοχές</i>	<i>Αμοιβαία Κεφάλαια</i>	<i>Ομόλογα</i>	<i>Σύνολο</i>
1995	19.644,67	55.962,86	9.284,41	0,00	254.597,88	339.489,82
1996	21.207,24	33.859,37	10.009,98	0,00	362.042,58	427.119,17
1997	22.275,28	161.444,85	67.888,16	0,00	338.381,33	589.989,62
1998	22.913,57	346.344,35	146.181,30	0,00	146.358,46	661.797,68
1999	22.242,49	534.497,12	525.578,10	0,00	310.180,62	1.392.498,33
2000	23.354,62	663.524,75	273.413,60	0,00	306.666,30	1.266.959,27
2001	25.690,08	874.524,34	249.572,91	0,00	316.485,94	1.466.273,27
2000	27.778,95	1.120.724,58	160.735,87	0,00	272.874,42	1.582.113,82
2003	17.585,31	1.338.224,00	259.856,49	0,00	303.981,89	1.919.647,69
2004	17.724,69	1.642.755,89	282.970,20	11.968,85	310.493,47	2.265.913,10
2005	17.724,69	1.909.718,60	395.228,16	15.099,25	263.036,82	2.600.807,52
2006	21.164,45	2.208.500,60	393.984,39	17.871,83	127.763,76	2.769.285,03

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικής Προστασίας

Διαχείριση Ασφαλιστικών Οργανισμών



Πίνακας 18

Απόδοση Διαθεσίμων Τραπεζής Ελλάδος

Έτος	Α' Εξάμηνο	Β' Εξάμηνο	Σωρευτική Απόδοση 1€	Μέση ετήσια απόδοση καταθέσεων (προ φόρου)	Μέση ετήσια απόδοση καταθέσεων (μετά φόρου)
1995	16.83%	14.67%	116.37%	16.37%	14.73%
1996	13.58%	12.70%	132.16%	13.57%	12.21%
1997	10.61%	9.10%	145.50%	10.10%	9.09%
1998	8.24%	9.43%	158.64%	9.03%	8.13%
1999	8.10%	7.53%	171.28%	7.97%	7.17%
2000	7.02%	6.63%	183.17%	6.94%	6.25%
2001	6.47%	6.74%	195.47%	6.71%	6.04%
2002	4.84%	5.65%	205.85%	5.31%	4.78%
2003	5.40%	3.72%	215.34%	4.61%	4.15%
2004	4.07%	3.69%	223.78%	3.92%	3.53%
2005	3.40%	3.38%	231.43%	3.42%	3.08%
2006	3.37%	3.93%	239.95%	3.68%	3.31%
			139.95%		

Πηγή: Γενική Γραμματεία Κοινωνικής Προστασίας

3. Στρατηγικές Επένδυσης

Στο σημείο αυτό της εργασίας προχωρούμε στην κατασκευή χαρτοφυλακίων με εναλλακτικές στρατηγικές σε αμοιβαία κεφάλαια. Το έναυσμά μας για αυτή τη μελέτη δόθηκε από την εργασία του Davis E P (2005), "Pension fund assets and international investment, a global perspective" ο οποίος συγκρίνει τις πραγματικές αποδόσεις που πέτυχαν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια σε χώρες του ΟΟΣΑ με αυτές ειδικά σταθμισμένων χαρτοφυλακίων. Στη δική μας βέβαια περίπτωση χρειάστηκε να λάβουμε υπόψη τους δεσμευτικούς περιορισμούς του θεσμικού πλαισίου ως προς τις δυνατότητες επένδυσης σύμφωνα με το οποίο τα Ταμεία μπορούν να επενδύουν σε ακίνητα, μετοχές και άλλα χρεόγραφα εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μέχρι το 23% του ενεργητικού τους. Επίσης υπάρχει η δυνατότητα τοποθέτησης μέρους των αποθεματικών μέχρι το 3% σε προθεσμιακές καταθέσεις τραπεζών (1%) και σε σύνθετα δομημένα ομόλογα του ελληνικού Δημοσίου (2%) καθώς και η επένδυση στις χρηματαγορές της ευρωζώνης. Όσον αφορά στα ποσοστά που θα χρησιμοποιήσουμε, τα σενάρια θα είναι δύο. Πιο συγκεκριμένα σύμφωνα με το πρώτο σενάριο

κατασκευάζουμε χαρτοφυλάκια στα οποία έχουμε επενδύσει 22% στη στρατηγική και 78% σε καταθέσεις στην Τράπεζα της Ελλάδος, ενώ βάσει του δεύτερου σεναρίου χρησιμοποιούμε ως ποσοστά τοποθέτησης στη στρατηγική αυτά που το ίδιο το ταμείο επένδυε σε μετοχικές αξίες και Αμοιβαία Κεφάλαια. Παρακάτω θα αναφερθούμε πιο λεπτομερώς στα σενάρια αυτά.

4. Winners- Losers

Μια δημοφιλής άποψη που υποστηρίζεται από δημοσιογράφους, ψυχολόγους και οικονομολόγους είναι ότι τα άτομα τείνουν να υπέρ-αντιδρούν στην πληροφόρηση. Άμεση απόρροια αυτής της άποψης που υποστηρίζεται από τους De Bondt και Thaler (1985,1987) είναι ότι οι τιμές των μετοχών λειτουργούν κατά παρόμοιο τρόπο στην πληροφόρηση με αποτέλεσμα αντιφατικές στρατηγικές (αγορά παρελθόντων 'ηττημένων' και πώληση παρελθόντων 'νικητών') να επιτυγχάνουν υπεραποδόσεις. Πιο συγκεκριμένα οι De Bondt και Thaler (1985) έδειξαν ότι η διακράτηση με ορίζοντα 3 έως 5 χρόνια μετοχών που είχαν χαμηλές αποδόσεις τα προηγούμενα 3 έως 5 χρόνια καταφέρνουν να επιτυγχάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από εκείνες που την ίδια περίοδο είχαν καλύτερη πορεία. Παρόλαυτα οι λόγοι που θα μπορούσαν να ερμηνεύσουν αυτό το φαινόμενο ποικίλλουν.

Άλλες έρευνες όπως αυτή των Jegadeesh(1990) και Lehmann(1990) παρέχουν στοιχεία για πιο βραχυπρόθεσμες επιστροφές αποδόσεων. Πιο συγκεκριμένα οι μελέτες

αυτές αποδεικνύουν ότι οι στρατηγικές που επιλέγουν μετοχές με κριτήριο τις αποδόσεις της προηγούμενης εβδομάδας ή του προηγούμενου μήνα παράγουν σημαντικά υπερβάλλουσες αποδόσεις.

Παρόλο που οι αντιφατικές στρατηγικές έχουν τύχει μεγάλης προσοχής στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, άλλες έρευνες που ασχολούνται με την αποτελεσματικότητα των αγορών εστιάζουν σε στρατηγικές σύμφωνα με τις οποίες γίνεται αγορά παρελθόντων 'νικητών' και πώληση παρελθόντων 'ηττημένων'. Ο Levy (1967) υποστηρίζει ότι οι επενδυτικές επιλογές αγοράς μετοχών με τρέχουσες τιμές σημαντικά υψηλότερες από τον μέσο όρο των τελευταίων 27 εβδομάδων, επιτυγχάνουν σημαντικά υψηλές αποδόσεις. Τέλος, οι Jegadeesh και Titman (1993) έχοντας εξετάσει για την περίοδο 1965 έως 1989 την ίδια στρατηγική με χρονικό ορίζοντα έξι μηνών αποδεικνύουν ότι η υπερβάλλουσα απόδοση ανέρχεται σε 12% κατά μέσο όρο το χρόνο.

Η δική μας μεθοδολογία αφορά στην επιλογή των 'νικητών' και 'ηττημένων' της προηγούμενης χρονιάς και η επένδυση σε αυτούς. Πιο συγκεκριμένα ξεκινώντας από το 1995 η μεθοδολογία βασίζεται στην εύρεση του αμοιβαίου κεφαλαίου που παρουσίασε τη μεγαλύτερη (winner) ή τη μικρότερη (loser) απόδοση. Στη συνέχεια σύμφωνα με τη στρατηγική μας επενδύουμε στο νικητή ή αντίστοιχα τον ηττημένο της προηγούμενης χρονιάς χωρίς να επιτρέπεται short-selling. Έχοντας κατόπιν ως χαρτοφυλάκιο αναφοράς το πραγματικό χαρτοφυλάκιο του ΤΣΜΕΔΕ συγκρίνουμε τα δυο χαρτοφυλάκια ώστε να δούμε εάν η εναλλακτική στρατηγική θα μπορούσε να έχει μεγαλύτερα οφέλη για το ταμείο.

Οι επόμενοι δύο πίνακες (19, 20) συνοψίζουν τα βήματα της στρατηγικής Winners-Losers επί των ελληνικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα αφού βρούμε το A/K που πέτυχε τη μεγαλύτερη απόδοση το 1995 προχωρούμε επενδύοντας σε αυτό την επόμενη χρονιά. Η τελευταία στήλη του πίνακα δείχνει πως διαμορφώνεται το αρχικό μας κεφάλαιο 10.000 € στο τέλος του 2006. Βλέπουμε ότι επενδύοντας κάθε χρόνο στο "νικητή" της προηγούμενης χρονιάς το κεφάλαιο μας από 10.000 € αυξάνει περίπου στις 115.000 €, με σωρευτική απόδοση 1.052%.

Πίνακας 19

Στρατηγική Winners

ΕΤΟΣ	WINNER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ WINNER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1995	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)			10,000.00
1996	ABN AMBRO Αναπτυξιακό	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	-3.83%	9,617.00
1997	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	ABN AMBRO Αναπτυξιακό	63.33%	15,707.45
1998	<u>ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)</u>	ALPHA TRUST (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	124.86%	35,319.76
1999	<u>ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)</u>	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	245.03%	121,863.78
2000	HSBC A/K TOP 20	ALPHA TRUST ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (Μετοχικό Εσωτ.)	-48.72%	62,491.75
2001	ALPHA TRUST Υποδομής	HSBC A/K TOP 20	-18.30%	51,055.76
2002	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ Δυναμικό	ALPHA TRUST Υποδομής	-29.55%	35,968.78
2003	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial) (Μετοχικό Εσωτ.)	ΕΓΝΑΤΙΑ ΑΘΗΝΑ Δυναμικό	41.47%	50,885.03
2004	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	ΔΗΛΟΣ Χρηματοοικονομικών Εταιριών (Financial)	18.67%	60,385.27
2005	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	ALPHA Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού	33.65%	80,704.91
2006	ΕΡΜΗΣ Πρωτοπόρος Μετοχικό Εσωτερικού	Millennium Mid Cap Μετοχικό Εσωτερικού	42.83%	115,270.83
			Σωρευτική Απόδοση	1052.71%

Αντίστοιχα στον πίνακα 20 συνοψίζεται η στρατηγική σύμφωνα με την οποία επιλέγουμε το αμοιβαίο που παρουσίασε τη χαμηλότερη απόδοση και επενδύουμε σε αυτό την επόμενη χρονιά. Η τελευταία στήλη του πίνακα δείχνει επίσης την πορεία του κεφαλαίου μας 10.000 € εάν ξεκινούσαμε την επενδυτική στρατηγική το 1996. Πιο συγκεκριμένα επενδύοντας στον "ηττημένο" της προηγούμενης χρονιάς το κεφάλαιό μας το 2006 έχει αυξηθεί περίπου κατά 1.000 €, επιτυγχάνοντας μια σωρευτική απόδοση 10%.

Στρατηγική Losers

ΕΤΟΣ	LOSER	ΕΠΕΝΔΥΣΗ ΣΤΟΝ LOSER	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΟΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ	ΚΕΦΑΛΑΙΟ (€)
1995	A/K ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ			10,000.00
1996	ΤΕΛΕΣΙΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	A/K ΑΤΕ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	-16.73%	8,327.00
1997	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	ΤΕΛΕΣΙΣ (Μετοχικό Εσωτ.)	56.66%	13,045.08
1998	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	22.69%	16,005.01
1999	HSBC A/K TOP 20	Π&Κ Μετοχικό Εσωτερικού	130.78%	36,936.35
2000	<u>A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού</u>	HSBC A/K TOP 20	-25.63%	27,469.57
2001	<u>A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού</u>	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	-38.91%	16,781.16
2002	MARFIN Growth Μετοχικό Εσωτερικού	A/K GENIKI Αναπτυσσομένων Εταιριών Μετοχικό Εσωτερικού	-38.34%	10,347.26
2003	<u>ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού</u>	MARFIN Growth Μετοχικό Εσωτερικού	-11.56%	9,151.12
2004	<u>ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού</u>	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	-11.40%	8,107.89
2005	MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού	ΑΑΑΒ Α.Κ. Μετοχών Εσωτερικού	16.37%	9,435.15
2006	HSBC A/K TOP 20 Μετοχών Εσωτ.	MARFIN Premium Μετοχικό Εσωτερικού	16.66%	11,007.05
			Σωρευτική Απόδοση	10.07%

Ακολούθως έχουμε κατασκευάσει τον πίνακα 21 στον οποίο συγκεντρώνονται οι αποδόσεις των εναλλακτικών επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα αφού έχουμε απομονώσει το χαρτοφυλάκιο χρεογράφων του ΤΣΜΕΔΕ έχουμε βρει ότι η σωρευτική απόδοση για τη χρονική περίοδο 1996-2005 ανήλθε στο 155%. Αντίστοιχα έχουμε υπολογίσει τις σωρευτικές αποδόσεις της στρατηγικής στους winners-losers, τα ποσοστά των οποίων για την υπο εξέταση περίοδο ανέρχονται σε 707% και -5,65% αντίστοιχα. Τέλος για λόγους σύγκρισης έχουμε υπολογίσει τις αποδόσεις του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου για την ίδια περίοδο αλλά και τις αποδόσεις του A/K Alpha Athens Index Fund Μετοχικό Εσωτερικού εφόσον η επένδυση στο δείκτη καθαυτό δεν είναι εφικτή.

- Όσον αφορά στις σωρευτικές αποδόσεις βλέπουμε ότι η στρατηγική της επένδυσης στο νικητή της προηγούμενης χρονιάς παρουσιάζει σημαντικά υπερκανονικές αποδόσεις τόσο σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο χρεογράφων του Ταμείου (707% έναντι 155%) όσο και σε σχέση με το Αμοιβαίο πάνω στο δείκτη (707% έναντι 329%).

- Εξάλλου αυτόνομη η επένδυση στο δεικτοποιημένο Αμοιβαίο επιτυγχάνει επίσης μεγαλύτερη σωρευτική απόδοση από αυτή που πράγματι κέρδισε το ταμείο την περίοδο 1996-2005. Το γεγονός αυτό αναδεικνύει και το κόστος σε όρους απόδοσης του ταμείου λόγω ελλειπούς διαφοροποίησης εφόσον το Αμοιβαίο πάνω στο δείκτη χαρακτηρίζεται από υψηλή διαφοροποίηση.
- Η στρατηγική στους «ηττημένους» είναι αυτή με τη μικρότερη απόδοση ενώ η τελευταία στήλη του πίνακα περιλαμβάνει τις αποδόσεις που θα επιτύχανε το ταμείο εάν όλα του τα διαθέσιμα κατατίθονταν σε λογαριασμούς διαθεσίμων στην Τράπεζα της Ελλάδος.
- Στις τελευταίες γραμμές του πίνακα έχουμε υπολογίσει τους κινδύνους των συγκεκριμένων επενδύσεων καθώς και τις αποδόσεις ανά μονάδα κινδύνου. Όπως είναι φυσικό η επένδυση σε λογαριασμούς διαθεσίμων χαρακτηρίζεται από τη μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου. Ακολουθεί η επένδυση στο δεικτοποιημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, η επένδυση στους «νικητές», το καθαυτό χαρτοφυλάκιο του ΤΣΜΕΔΕ και τέλος η επένδυση στους «ηττημένους».

Οι αποδόσεις που συνοψίζονται στον πίνακα αγνοούν το θεσμικό πλαίσιο επένδυσης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα. Στη συνέχεια έχουμε κατασκευάσει δύο σενάρια όπου λαμβάνουμε υπόψη τους περιορισμούς στην επένδυση.

Πίνακας 21

<i>Αποδόσεις Εναλλακτικών Επενδύσεων %</i>												
Έτος	Κεφάλαιο 1€	Απόδοση χαρτοφυλακίου υ χρεογράφων ΤΣΜΕΛΕ	Κεφάλαιο 1€	Απόδοση Winners	Κεφάλαιο 0 1€	Απόδοση Losers	Κεφάλαιο 0 1€	Απόδοση ΓΛΧΑ	Κεφάλαιο 0 1€	Απόδοση ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ Υ	Κεφάλαιο 1€	Μέση ετήσια απόδοση καταθέσεων (μετά φόρου)
1996	1,07	0,069696	0,96	-3,83%	0,83	-16,73%	1,02	2,11%	1,02	1,53%	1,12	12,21%
1997	1,20	0,124644	1,57	63,33%	1,30	56,66%	1,62	58,51%	1,54	51,31%	1,22	9,09%
1998	1,76	0,46101	3,53	124,86%	1,60	22,69%	2,99	85,02%	2,85	85,61%	1,32	8,13%
1999	2,12	0,2035	12,19	245,03%	3,69	130,78%	6,05	102,19%	6,06	112,54%	1,42	7,17%
2000	1,95	-0,079076	6,25	-48,72%	2,75	-25,63%	3,71	-38,77%	3,64	-39,99%	1,51	6,25%
2001	1,92	-0,016907	5,11	-18,30%	1,68	-38,91%	2,84	-23,53%	2,78	-23,53%	1,60	6,04%
2002	1,86	-0,02737	3,60	-29,55%	1,03	-38,34%	1,91	-32,53%	1,92	-31,05%	1,67	4,78%
2003	1,84	-0,012846	5,09	41,47%	0,92	-11,56%	2,48	29,46%	2,57	33,90%	1,74	4,15%
2004	1,89	0,029372	6,04	18,67%	0,81	-11,40%	3,05	23,09%	3,22	25,27%	1,81	3,53%
2005	1,99	0,0523	8,07	33,65%	0,94	16,37%	4,01	31,50%	4,30	33,65%	1,86	3,08%
Σφραγιστική Απόδοση	99,18%		707,05%		-5,65%		300,82%		329,88%		86,11%	
Μέση Απόδοση		8,04%		42,66%		8,39%		23,71%		24,92%		6,44%
Τυπική Αποκλίση		0,16		0,87		0,52		0,48		0,50		0,03
Απόδοση Ανα Μονάδα Κινδύνου		51,36%		48,99%		16,06%		49,09%		49,90%		228,19%

Σενάριο 1 (Χαρτοφυλάκιο- 22%στη στρατηγική & 78% σε καταθέσεις)

Σύμφωνα με το πρώτο σενάριο έχουμε κατασκευάσει τον πίνακα 22. Πιο συγκεκριμένα με βάση το θεσμικό πλαίσιο επενδύσεων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων δημιουργούμε χαρτοφυλάκιο στα οποία το 22% τοποθετείται στην προτεινόμενη στρατηγική και το υπόλοιπο 78% σε καταθέσεις στην Τράπεζα της Ελλάδος. Οι αποδόσεις της Τράπεζας της Ελλάδος είναι αυτές που λάμβανε το ταμείο για τη συγκεκριμένη περίοδο 1996-2005. Στην τελευταία στήλη του πίνακα έχουμε υπολογίσει τις αποδόσεις του συνολικού χαρτοφυλακίου του ΤΣΜΕΔΕ καθώς και τη σωρευτική τιμή. Τα συμπεράσματα που βγάζουμε μπορούν να συνοψιστούν ως εξής:

- Η σωρευτική απόδοση του χαρτοφυλακίου του ΤΣΜΕΔΕ υπολείπεται αυτής του χαρτοφυλακίου που το μερίδιο της στρατηγικής τοποθετείται στο «νικητή» (158% έναντι 241%), ενώ ακολουθεί η επένδυση στο δεικτοποιημένο Αμοιβαίο της Alpha Bank και τέλος η επένδυση κατά 22% στο «ηττημένο» Α/Κ.
- Σε όρους κινδύνου η στρατηγική στους «νικητές» είναι αυτή που παρουσιάζει τη μεγαλύτερη τυπική απόκλιση (0,20) ενώ ακολουθεί το χαρτοφυλάκιο του ΤΣΜΕΔΕ (0,16), η στρατηγική στους «ηττημένους» (0,12) και τέλος το λιγότερο επικίνδυνο χαρτοφυλάκιο είναι αυτό που επενδύει στο δείκτη γεγονός που είναι λογικό εφόσον επιτυγχάνει τη μεγαλύτερη διαφοροποίηση.
- Τέλος σε όρους απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου, η επένδυση στο δεικτοποιημένο αμοιβαίο είναι η πιο αποτελεσματική ενώ ακολουθεί αυτή της επένδυσης στη στρατηγική των «νικητών».

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ (22% στη στρατηγική & 78% σε καταθέσεις)										
Έτος	Κεφάλαιο 1€	WINNERS	Κεφάλαιο 1€	LOSERS	Κεφάλαιο 1€	ΓΔΧΑ	Κεφάλαιο 1€	ALPHA ATHENS INDEX FUND ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ	Κεφάλαιο 1€	Απόδοση Χαρτοφυλακίου ΤΣΜΕΔΕ
1996	1,09	8,68%	1,06	5,85%	1,10	9,99%	1,10	9,86%	1,08	7,95%
1997	1,32	21,02%	1,27	19,55%	1,32	19,96%	1,30	18,38%	1,24	14,92%
1998	1,76	33,81%	1,41	11,33%	1,65	25,04%	1,63	25,17%	1,86	50,33%
1999	2,81	59,50%	1,89	34,36%	2,11	28,07%	2,12	30,35%	2,30	23,07%
2000	2,64	-5,85%	1,88	-0,77%	2,04	-3,66%	2,04	-3,92%	2,19	-4,66%
2001	2,66	0,69%	1,81	-3,85%	2,03	-0,46%	2,03	-0,46%	2,23	1,93%
2002	2,59	-2,77%	1,72	-4,70%	1,96	-3,43%	1,97	-3,10%	2,25	0,66%
2003	2,91	12,36%	1,73	0,69%	2,15	9,72%	2,18	10,69%	2,28	1,62%
2004	3,11	6,86%	1,74	0,24%	2,32	7,83%	2,36	8,31%	2,41	5,48%
2005	3,41	9,80%	1,84	6,00%	2,53	9,33%	2,59	9,80%	2,59	7,47%
Σωρευτική Απόδοση	241,12%		84,16%		153,12%		158,86%		158,64%	
Μέση Απόδοση Τυπική Αποκλιση		14,41% 0,20		6,87% 0,12		10,24% 0,11		10,51% 0,12		10,88% 0,16
Απόδοση Ανα Μονάδα Κινδύνου		73,47%		56,57%		91,26%		91,37%		68,31%

Σενάριο 2 (χαρτοφυλάκια με χρήση των μεριδίων του πραγματικού χαρτοφυλακίου στη στρατηγική)

Σύμφωνα με το δεύτερο σενάριο έχουμε κατασκευάσει τον πίνακα 23. Πιο συγκεκριμένα χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του πίνακα 17, βρήκαμε τι μερίδιο του χαρτοφυλακίου του ταμείου κατέχει η μετοχική επένδυση καθώς και η επένδυση σε Α/Κ. Κατόπιν χρησιμοποιήσαμε τα ίδια ποσοστά που ο διαχειριστής είχε επιλέξει και δημιουργήσαμε χαρτοφυλάκια όπου τα ποσοστά αυτά κάθε χρονιάς εφαρμόστηκαν στη στρατηγική. Πιο αναλυτικά η στήλη του πίνακα που αναφέρεται στη σταθμισμένη απόδοση του χαρτοφυλακίου μετοχών και αμοιβαίων του ΤΣΜΕΔΕ δείχνει τη συνεισφορά της μετοχικής επένδυσης στη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου του ταμείου. Αντίστοιχα οι αποδόσεις των στρατηγικών winners-losers καθώς και αυτή στο δεικτοποιημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο, δείχνει τη συνεισφορά αυτών των επενδύσεων στο συνολικό χαρτοφυλάκιο του ταμείου εάν ο διαχειριστής υποκαθιστούσε την επένδυση σε μετοχές και αμοιβαία με την προτεινόμενη στρατηγική κρατώντας τα μερίδια σταθερά. Τα συμπεράσματα στα οποία μπορούμε να καταλήξουμε μέσω αυτής της διαδικασίας μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

- Η σωρευτική απόδοση που συνεισφέρει στο χαρτοφυλάκιο του ταμείου η επένδυση σε μετοχές και Α/Κ είναι σχεδόν η μισή από αυτή που θα επιτύγχανε το ταμείο εάν την υποκαθιστούσε με τη στρατηγική στους νικητές. Η συνεισφορά της επένδυσης στο Index Fund είναι περίπου ίση με αυτή του ΤΣΜΕΔΕ αλλά είναι και η πιο αποδοτική.
- Όσον αφορά στον κίνδυνο που εμπεριέχεται σε αυτές τις επενδύσεις, ο μεγαλύτερος συγκεντρώνεται στην επένδυση στο «νικητή», ενώ ακολουθεί η πραγματοποιηθείσα επένδυση του ταμείου σε μετοχές και Α/Κ και το δεικτοποιημένο Α/Κ.
- Τέλος όσον αφορά στην απόδοση ανά μονάδα κινδύνου, η μεγαλύτερη τιμή επιτυγχάνεται από την επένδυση στο Γενικό δείκτη μέσω του Αμοιβαίου που έχουμε επιλέξει και κατά λίγο λιγότερό αυτή στο «νικητή». Το γεγονός αυτό μπορεί να ερμηνευθεί από την πλευρά της διαφοροποίησης καθώς ο ΓΔΧΑ είναι το κατεξοχήν διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Πίνακας 23

Αποδόσεις στρατηγικής με τη στάθμιση του Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε															
Έτος	Κεφάλαιο 1€	Αποδόσεις Μετοχών ΤΣΜΕΔΕ	Κεφάλαιο 0 1€ ΤΣΜΕΔΕ	Αποδόσεις Αμοιβαίων ΤΣΜΕΔΕ	Κεφάλαιο 1€ ΤΣΜΕΔΕ	Αποδόσεις Χαρτοφυλακίου (Μετοχών & Αμοιβαίων) ΤΣΜΕΔΕ	Κεφάλαιο 1€	Αποδόσεις Στρατηγικής στον Winner	Κεφάλαιο 1€	Αποδόσεις Στρατηγικής στον Loser	Κεφάλαιο 1€	Αποδόσεις Στρατηγικής στο G.A.X.A	Κεφάλαιο 1€	Αποδόσεις Στρατηγικής στο INDEX FUND	Ποσοστά επένδυσης στη Στρατηγική
1996	1,08	8,48%	1,00	0,00%	1,00	0,17%	1,00	-0,08%	1,00	-0,33%	1,00	0,04%	1,00	0,03%	2%
1997	1,80	65,87%	1,00	0,00%	1,08	7,90%	1,08	7,60%	1,06	6,80%	1,07	7,02%	1,06	6,16%	12%
1998	5,43	201,55%	1,00	0,00%	1,56	44,34%	1,37	27,47%	1,12	4,99%	1,27	18,70%	1,26	18,83%	22%
1999	8,11	49,50%	1,00	0,00%	1,85	18,81%	2,65	93,11%	1,67	49,70%	1,76	38,83%	1,80	42,77%	38%
2000	4,58	-43,58%	1,00	0,00%	1,68	-9,59%	2,36	-10,72%	1,58	-5,64%	1,61	-8,53%	1,64	-8,80%	22%
2001	3,77	-17,71%	1,00	0,00%	1,63	-3,01%	2,29	-3,11%	1,47	-6,61%	1,55	-4,00%	1,58	-4,00%	17%
2002	2,35	-37,57%	1,00	0,00%	1,56	-3,76%	2,22	-2,96%	1,42	-3,83%	1,50	-3,25%	1,53	-3,11%	10%
2003	2,00	-14,89%	1,00	0,00%	1,53	-2,08%	2,35	5,81%	1,39	-1,62%	1,56	4,12%	1,60	4,75%	14%
2004	2,36	18,11%	1,06	6,40%	1,57	2,24%	2,41	2,43%	1,37	-1,48%	1,61	3,00%	1,65	3,29%	13%
2005	3,07	29,95%	1,32	23,75%	1,64	4,73%	2,54	5,38%	1,41	2,62%	1,69	5,04%	1,74	5,38%	16%
Σωρευτική Απόδοση	207,14%		31,67%		64,01%		153,75%		41,00%		68,87%		74,25%		
Μέση Απόδοση						5,98%		12,49%		4,46%		6,10%		6,53%	
Τυπική Αποκλίση						0,155		0,300		0,165		0,137		0,148	
Απόδοση Αναμονάδα Κινδύνου						38,46%		41,59%		27,05%		44,56%		44,24%	

5. Συμπεράσματα

Είναι απόλυτα λογικό να αναρωτηθεί κάποιος γιατί το συγκεκριμένο ταμείο να είναι υποχρεωμένο να κρατά ως ρευστά διαθέσιμα ένα τόσο μεγάλο ποσό, το οποίο ανέρχεται περίπου στα 2.2 δισεκατομμύρια Ευρώ. Όπως προαναφέραμε το θεσμικό πλαίσιο είναι αυτό που θέτει ισχυρούς περιορισμούς στο ύψος των επενδύσεων που πραγματοποιεί το ταμείο.

Στις αρχές του 2003, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών ανερχόταν στις 1748 μονάδες. Στο τέλος του 2007 ο γενικός δείκτης άγγιξε τις 5178 μονάδες, δηλαδή σημείωσε μια άνοδο της τάξης του 191%. Αν το 2003 είχαν επενδυθεί τα μισά από τα ρευστά διαθέσιμα, δηλαδή 1 δις Ευρώ, το ΤΣΜΕΔΕ μέσα σε πέντε χρόνια θα μπορούσε να αυξήσει την περιουσία του κατά 1.9 δις Ευρώ.

Τι θα γινόταν όμως στην περίπτωση που ο δείκτης του χρηματιστηρίου είχε απώλειες της τάξης του 191%; Ακόμα βέβαια και να μη συνέβαινε μια τόσο μεγάλη πτώση, πως θα μπορούσε το ταμείο να προστατευθεί από τις μη αναμενόμενες υφέσεις της οικονομίας όπως αυτή που διαδραματίζεται τους τελευταίους μήνες; Η απάντηση βρίσκεται κυρίως στην κατάλληλη διαφοροποίηση, την ενεργή διαχείριση αλλά και τη δημιουργία του αποδοτικότερου χαρτοφυλακίου χωρίς την ανάληψη περιττού κινδύνου.

Επιπλέον το ταμείο θα μπορούσε να χρησιμοποιήσει πιο εξελιγμένα χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου και options, swaps, exchange-traded funds, hedge funds. Τα τελευταία χρόνια άρχισε να προσφέρεται και ένα ομόλογο το οποίο είναι συνδεδεμένο με τον πληθωρισμό και 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.

Επίσης σύμφωνα με τη μελέτη μας, κρατώντας τα ίδια μερίδια επένδυσης σε χρεόγραφα, το ΤΣΜΕΔΕ θα μπορούσε να διπλασιάσει τη σωρευτική απόδοση στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου εάν υποκαθιστούσε το χαρτοφυλάκιο μετοχών και αμοιβαίων κεφαλαίων του με τη στρατηγική στους Winners. Το ταμείο μπορεί εξάλλου να

επωφεληθεί από τη στρατηγική αυτή ακόμα κι αν συνεχίσει να κρατά μεγάλα ποσά σε καταθέσεις. Επίσης είδαμε ότι το χαρτοφυλάκιο μετοχών του ταμείου δεν είναι εγχωρίως διαφοροποιημένο εφόσον παρουσιάζει υψηλή συγκέντρωση στον τραπεζικό κλάδο με αποτέλεσμα η στρατηγική επένδυσης στο Γενικό Δείκτη να επιτυγχάνει μεγαλύτερη απόδοση ανά μονάδα κινδύνου.

Σε κάθε περίπτωση πρέπει το ΤΣΜΕΔΕ να επενδύει σε διάφορους κλάδους πέραν του κατασκευαστικού και με τη χρήση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων και στρατηγικών να αντισταθμίζει τον κίνδυνο. Επίσης με βάση τη μελέτη στην οποία προχωρήσαμε είδαμε ότι παρόλο που η στρατηγική επένδυσης στους «νικητές» χαρακτηρίζεται από υπερκανονικές αποδόσεις, η ύπαρξη του θεσμικού πλαισίου αναιρεί κάθε προσπάθεια αύξησης κερδών. Επίσης σύμφωνα με τα σενάρια τα οποία κατασκευάσαμε βλέπουμε ότι η επένδυση στο δεικτοποιημένο Αμοιβαίο Κεφάλαιο ίσως είναι η καταλληλότερη για το ταμείο καθώς η απόδοση ανά μονάδα κινδύνου που προσφέρει με βάση το πρώτο σενάριο είναι η μεγαλύτερη ενώ στο δεύτερο σενάριο είναι εξίσου καλή με αυτή του πραγματικού χαρτοφυλακίου για την περίπτωση που ο διαχειριστής θα επιθυμούσε να αναλάβει μικρότερο κίνδυνο.

Επίλογος

Αποτελούν τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έναν αποδοτικό τρόπο συνταξιοδότησης, και με αυτό τον τρόπο βοηθούν ή διαστρεβλώνουν τη λειτουργία της αγοράς; Υποτίθεται ότι μεταξύ των σχετικών στόχων που ένα σύστημα ασφάλειας γήρατος πρέπει να επιτύχει είναι ικανότητα προσαρμοστικότητας, η ενθάρρυνση (ή τουλάχιστον όχι αποθάρρυνση) της αποταμίευσης, ενίσχυση στην ανάπτυξη, αποτροπή των διαστρεβλώσεων στην αγορά εργασίας, η συμπληρωματική λειτουργία στη δημοσιονομική πολιτική, η ελαχιστοποίηση του κόστους συναλλαγών, η αναδιανομή προς τις χαμηλές εισοδηματικές τάξεις, και η διαφάνεια. Γενικά υποστηρίζεται ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι σαφώς ανώτερα από την κοινωνική ασφάλιση από πολλές απόψεις, αλλά δεν μπορεί να είναι ολικά υποκατάστατο και, λαμβάνοντας υπόψη τους κινδύνους οποιουδήποτε συστήματος ασφάλειας μια χώρα θεωρείται καλύτερο να υιοθετήσει τουλάχιστον δύο εναλλακτικούς και συμπληρωματικούς «πυλώνες» της εισοδηματικής ασφάλειας.

Μεταξύ των κύριων σημείων που προέκυψαν από την ανάλυση είναι τα ακόλουθα:

- Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια έχουν μια κυρίαρχη επιρροή στην οικονομία, που έχει επιπτώσεις ειδικότερα στην ωριμότητα και, μέχρι ενός ορισμένου βαθμού, το μέγεθος της αποταμίευσης, την απασχόληση, την επάρκεια και διανομή του συνταξιοδοτικού εισοδήματος, και την εταιρική χρηματοδότηση.
- Υπάρχουν επιχειρήματα υπέρ και ενάντια στην κεφαλαιοποίηση (η αναδιανομή είναι πολύ δύσκολη με την κεφαλαιοποίηση, παραδείγματος χάρη). Οι κυβερνήσεις έχουν επιλέξει αναλόγως να διατηρήσουν τουλάχιστον τα βασικά αναδιανεμητικά επίπεδα της κοινωνική ασφάλιση.
- Λαμβάνοντας υπόψη τις παροχές κοινωνικής ασφάλειας, ο βαθμός στον οποίο τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια χρησιμοποιούνται ως όχημα για την αποταμίευση

εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από το φορολογικό και ρυθμιστικό καθεστώς. Τα φορολογικά πλεονεκτήματα στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι το σημαντικότερο κίνητρο, αλλά υποστηρίζεται ότι ένα ευρύ φάσμα άλλων ρυθμιστικών επιλογών καθιστά τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια λίγο πολύ ελκυστικά στις εταιρίες ή τους υπαλλήλους τους. Υπάρχει μικρή συναίνεση μεταξύ των χωρών ως προς την κατάλληλη μορφή των κανονισμών, αν και μερικές αργίσι προτάσεις βασισμένες στην οικονομική θεωρία ως προς την ορθή πρακτική μπορούν εντούτοις να γίνουν.

- Ο βαθμός στον οποίο τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι ένας οικονομικά αποδοτικός τρόπος συνταξιοδότησης εξαρτάται αποφασιστικά από τις πραγματικές αποδόσεις των κεφαλαίων που μπορούν να επιτευχθούν, σε σχέση με την αύξηση των πραγματικών μισθών. Η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων και η διαδικασία διαχείρισης είναι οι καθοριστικοί παράγοντες των αποδόσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, με προϋπόθεση τη διαθεσιμότητα τους στην αγορά.

- Η επίδραση των συνταξιοδοτικών ταμείων στις αγορές κεφαλαίων καλύπτει όχι μόνο αυτή στη ζήτηση αξιογράφων, αλλά την καινοτομία, την αποδοτικότητα, την επιρροή στη δομή των αγορών, την ανάπτυξη των αγορών, και μια θετική επίδραση στη μακροπρόθεσμη αποταμίευση. Μερικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι μπορούν επίσης να υπάρξουν μερικά επιβλαβή αποτελέσματα, όπως οι δυσκολίες για τον τραπεζικό τομέα, αυξήσεις στη μεταβλητότητα, και βραχυπρόθεσμη «κουλτούρα».

- Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, ως σημαντικότεροι επενδυτές μετοχών, διαδραματίζουν βασικό ρόλο στην εταιρική χρηματοδότηση και την εταιρική διακυβέρνηση. Ίσως η πρόσφατη ανάπτυξη αυξάνει τον ακτιβισμό εκ μέρους των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων να επηρεάσουν άμεσα τη διαχείριση των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύουν.

- Όπου δεν περιορίζεται από τους κανονισμούς, η διεθνής επένδυση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αυξάνεται γρήγορα, μειώνοντας κατά συνέπεια τον κίνδυνο ανά μονάδα απόδοσης. Η διεθνής διαφοροποίηση έχει σαφή οφέλη για τις διεθνείς κεφαλαιαγορές, αν και εκφράζονται ανησυχίες για την πιθανή αποσταθεροποιητική επίδραση στις αγορές τίτλων και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες εξαιτίας των κεφαλαίων.

- Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι είτε καθορισμένων οφελών είτε καθορισμένης συμβολής. Το άτομο φέρει περισσότερο κίνδυνο με τα καθορισμένης συμβολής, καθώς η σύνταξη εξαρτάται από τις αποδόσεις των κεφαλαίων. Ιδιαίτερα για εκείνους που παραμένουν σε έναν εργοδότη, τα σχέδια καθορισμένων οφελών μπορούν να προσφέρουν μεγαλύτερη εισοδηματική ασφάλεια. Οι ιδιωτικές συντάξεις καθορισμένων οφελών είναι γενικά διαθέσιμες μόνο μέσω των επιχειρήσεων, οι οποίες παρέχουν μια μορφή εγγύησης. Υπάρχουν μερικά μειονεκτήματα των κεφαλαίων καθορισμένων οφελών (π.χ. σχετικά με την κινητικότητα εργασίας). Αλλά το θέμα επιλογής είναι πολύ πιο λεπτό και σύνθετο από οι υπέρμαχοι καθεμιάς πλευράς υποστηρίζουν.

Βιβλιογραφία

Davis E P (1995), "Pension funds, retirement-income security and capital markets - an international perspective", Oxford University Press.

Davis E P (2002), "The European Pension Management Industry ", The Pensions Institute

Davis E P (2005), "Pension fund assets and international investment, a global perspective", Pensions

Davis E P and Hu Y (2005), "Saving, funding and economic growth", Brunel University Economics and Finance Working Paper

Davis E Philip (2007) "Has growth of funded pensions in Europe lived up to its promise?" Investment and Pensions Europe, February, 30-31

Davis E Philip and Yu-Wei Hu (2008), "Are Canadian pension funds disadvantaged by the current structure of portfolio regulations?" paper presented at the ICPM conference, Toronto, Canada

Jegadeesh N and Titman Sh (1993), " Returns to buying Winners and selling Losers: Implications for stock market efficiency", The journal of Finance, Vol. XLVIII, no.1

OECD Proceedings (1998), "Institutional Investors in the new financial landscape"

Bernard H Casey (2004), "Evaluating Pension Reform ", The Pensions Institute

Justen Alain (2007), " Public Pension Reform: A Primer", IMF Working Paper

The World Bank (2008), "Pensions Panorama"

Yermo, J. (2008), "Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 15, OECD Publishing.

Yermo, J. (2007), "Reforming the Valuation and Funding of Pension Promises: are Occupational pension Plans Safer?", OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 13, OECD Publishing.

Yu-Wei Hu (2006), "Pension Fund Investment and Regulation- a Macro Study"

OECD, "Pension Markets in Focus", November 2007, Issue 4

Dimitri Vittas, Gregorio Impavido, Ronan O'Connor (2008), "Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds ", The World Bank Policy Research Working Paper 4499

Fred T. Goldberg, Michael J. Graetz (1999), "Reforming Social Security: A practical and Workable System of Personal Retirement Accounts" , National Bureau of Economic Research

OECD Glossaries, "Private Pensions "

Iglesias Aug. and Palacios Rob. (2000), "Managing public pension reserves",

Milonas N., Papachristou G. and Roupas Th. (2006), "Fund management and its effect in the Greek social security system"

Chan-Lau J. (2005), "Pension Funds and Emerging markets" Financial Markets, Institutions & Instruments, V.14

OECD, "Aging and Pension System Reform" (2005), Financial Market Trends

Timotheos Angelidis, Nikolaos Tessaromatis (2008), "The Efficiency of Greek Public Pension Fund Portfolios"

Barr N. (2002), "Reforming pensions: Myths, truths and policy issues", International Social Security Review, Vol.55

Queisser Mon. Whitehouse Ed. And Whiteford P. (2007), "The public-private pension mix in OECD countries", Industrial Relations Journal

Νικόλαος Δ. Φίλιππας, (2005), "Επενδύσεις", Εκδόσεις Πανεπιστημιακό

Αλέξανδρος Κωστάκης, Νικόλαος Φίλιππας, "Ασφαλιστικά Ταμεία: Επαγγελματική διαχείριση στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον"

Παρτσινέβελος Ι., (2007), "Pension Funds", Διπλωματική Εργασία, ΜΠΣ στη Χρηματοοικονομική & Τραπεζική Διοικητική

Ιστοσελίδες

www.ggka.gr

www.oecd.com

www.asfalistikonorgan-funds.gr

www.eurostat.com

www.tsmede.gr

www.ypakp.gr

www.periousia.gr

**ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΑΠΑΣΧΟΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ
ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ
ΓΕΝΙΚΗ ΓΡΑΜΜΑΤΕΙΑ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΝ**

- ΣΧΕΔΙΟ ΝΟΜΟΥ -

**ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΤΩΝ
ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ**

ΙΟΥΝΙΟΣ 2007

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄	136
ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΩΝ ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	136
Άρθρο 1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ	136
Άρθρο 2 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ	136
Άρθρο 3 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ ΠΟΥ ΔΙΕΝΕΡΓΟΥΝΤΑΙ ΧΩΡΙΣ ΟΡΙΑ	137
Άρθρο 4 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΣΕ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΔΙΕΝΕΡΓΟΥΝΤΑΙ ΜΕ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΡΙΑ	138
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄	141
ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	141
Άρθρο 5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ	141
Άρθρο 6 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ	143
Άρθρο 7 ΑΝΑΘΕΣΗ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΚΕΔ Η΄ ΣΤΗΝ ΤΕΧΝΙΚΗ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΤΟΥ ΙΚΑ-ΕΤΑΜ	144
Άρθρο 8 ΑΝΑΘΕΣΗ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΕ ΤΡΑΠΕΖΕΣ Η ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	146
Άρθρο 9 ΑΝΑΘΕΣΗ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΕΡΓΩΝ Ή ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΟΥ Ν. 3389/2005	147
Άρθρο 10 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΕΡΓΩΝ	148
Άρθρο 11 ΤΗΡΗΣΗ ΒΙΒΛΙΩΝ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	149
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄	149
<u>ΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΣΤΑΣΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ</u>	149
Άρθρο 12 ΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	149
Άρθρο 13 ΣΥΣΤΑΣΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	152

ΆΡΘΡΟ 14 ΣΥΣΤΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	153
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ΄	155
ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΑΝΕΙΩΝ	155
ΆΡΘΡΟ 15 ΧΟΡΗΓΗΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ	155
ΆΡΘΡΟ 16 ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΧΟΡΗΓΗΣΗΣ ΔΑΝΕΙΩΝ	155
ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε΄	157
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	157
ΆΡΘΡΟ 17 ΑΡΧΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	157
ΆΡΘΡΟ 18 ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	160
ΆΡΘΡΟ 19 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	161
ΆΡΘΡΟ 20 ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ	162
ΆΡΘΡΟ 21 ΕΙΔΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Φ.Κ.Α.	164
ΆΡΘΡΟ 22 ΛΟΙΠΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ	167

- ΣΧΕΔΙΟ ΝΟΜΟΥ -

**ΓΙΑ ΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΤΩΝ ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Α΄

ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΤΩΝ ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Άρθρο 1 ΓΕΝΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ

1. Στις διατάξεις του παρόντος νόμου υπάγονται οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης (εφεξής Φ.Κ.Α.) αρμοδιότητας της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας που λειτουργούν με τη μορφή Ν.Π.Δ.Δ.. Επίσης υπάγονται οι Φ.Κ.Α., κλάδοι ή λογαριασμοί που λειτουργούν με τη μορφή Ν.Π.Ι.Δ., οι υπηρεσίες και κάθε άλλος φορέας ανεξαρτήτως ονομασίας και νομικής μορφής που χορηγούν περιοδικές παροχές υπό τύπο κύριων και επικουρικών συντάξεων, βοηθημάτων ή μερισμάτων ή παροχές ασθένειας, εφόσον καταβάλλεται εργοδοτική εισφορά ή κοινωνικός πόρος καθώς και οι Φορείς Πρόνοιας που λειτουργούν ως Ν.Π.Ι.Δ..
2. Οι επενδυτικές αποφάσεις για την αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης περιουσίας των Φ.Κ.Α. λαμβάνονται ξεχωριστά και αποκλειστικά για κάθε κλάδο κάθε Φ.Κ.Α.. Σε περίπτωση συγχώνευσης Φ.Κ.Α. ή απορρόφησης κλάδων, η μεταβίβαση της κυριότητας ή άλλων εμπράγματων δικαιωμάτων ακινήτων γίνεται με διαπιστωτική απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από πρόταση των Φ.Κ.Α..
3. Με αποφάσεις των Δ.Σ. των Φ.Κ.Α. και έγκριση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας δύναται να μεταφέρεται μέρος ή το σύνολο της κινητής και ακίνητης περιουσίας ενός κλάδου Ασφάλισης σε άλλο ή άλλους Κλάδους Ασφάλισης του ιδίου Φορέα Ασφάλισης με αντίστοιχη καταβολή της αξίας της μεταφερόμενης περιουσίας.
4. Η μεταφορά αυτή ενεργείται αποκλειστικά και μόνον στην περίπτωση αδυναμίας του Κλάδου Ασφάλισης να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του λόγω ανακύψαντος ελλείμματος και έλλειψης ταμειακής ρευστότητας.
5. Ως αξίες για τον υπολογισμό της μεταφερομένης περιουσίας νοούνται η τιμή εκτίμησης του ακινήτου από το Σ.Ο.Ε. και η τρέχουσα τιμή των στοιχείων της κινητής περιουσίας κατά το χρόνο μεταφοράς.

Άρθρο 2 ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

1. Τα πλεονάζοντα κεφάλαια των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης που σχηματίζονται πέραν από τις τρέχουσες υποχρεώσεις αυτών στους λογαριασμούς ταμιακής διαχείρισης, μεταφέρονται υποχρεωτικά στο λογαριασμό διαθεσίμων, στην Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με τις διατάξεις του α.ν.1611/50 όπως τροποποιήθηκαν και συμπληρώθηκαν με τις διατάξεις του ν.δ.2999/54.
2. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης δύνανται, με αποφάσεις των Δ.Σ. τους, να επενδύουν μέρος των διαθεσίμων κεφαλαίων τους που τηρούνται στην Τράπεζα της Ελλάδος σε προϊόντα που ορίζονται στα άρθρα 3 και 4 του παρόντος κεφαλαίου.
3. Η διαχείριση των μη επενδυσόμενων κεφαλαίων του λογαριασμού διαθεσίμων γίνεται από την Τράπεζα της Ελλάδος σύμφωνα με τις διατάξεις του τρίτου άρθρου του ν.2216/94 και της παραγράφου 11α του άρθρου 15 του ν.2469/97 περί «Κοινού Κεφαλαίου των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων».
4. Η ανάθεση της ταμιακής διαχείρισης σε πιστωτικά ιδρύματα γίνεται με σύμβαση μετά από πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος. Στη σύμβαση καθορίζονται οι όροι και οι προϋποθέσεις για την ανάθεση, η διάρκεια της σύμβασης, το ύψος του επιτοκίου, οι προμήθειες καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια.

Άρθρο 3

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ ΠΟΥ ΔΙΕΝΕΡΓΟΥΝΤΑΙ ΧΩΡΙΣ ΟΡΙΑ

1. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης δύνανται, με αποφάσεις των Δ.Σ. τους, να επενδύουν ελεύθερα κεφάλαια εκ του λογαριασμού διαθεσίμων τους στις παρακάτω κινητές αξίες:
 - α. σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου πλην των σύνθετων (structured) ομολόγων
 - β. σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου με τη μορφή της αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης (πράξεις REPOS)
2. Ελεύθερα πραγματοποιούνται και οι ρευστοποιήσεις όλων των κινητών αξιών που αναφέρονται πιο πάνω.

Άρθρο 4
ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΣΕ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΔΙΕΝΕΡΓΟΥΝΤΑΙ
ΜΕ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΚΑΙ ΟΡΙΑ

1. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης δύνανται, με αποφάσεις των Δ.Σ. τους, να επενδύουν μέρος των διαθεσίμων κεφαλαίων τους:
 - α. Σε ακίνητα, για στέγαση ή εκμετάλλευση

Ως ακίνητη περιουσία, στην οποία μπορεί να επενδύουν οι Φ.Κ.Α., νοούνται τα ακίνητα που βρίσκονται στην Ελλάδα, αποκτώνται κατά πλήρη ή ψιλή κυριότητα ή επί των οποίων συνιστάται επικαρπία υπέρ του Φορέα.
 - β. Σε κινητές αξίες ως ακολούθως:
 - β1. μετοχές και άλλα χρεόγραφα εταιριών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α.)
 - β2. μετοχές εταιριών που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή για να εισαχθούν στο Χ.Α.
 - β3. μετοχές και άλλα χρεόγραφα εταιριών των κρατών - μελών της Ευρωζώνης, εισηγμένων σε χρηματιστήρια κράτους - μέλους της Ευρωζώνης και διαπραγματεύσιμων σε ευρώ, των οποίων το μετοχικό κεφάλαιο έχει ελάχιστο ύψος πεντακοσίων εκατομμυρίων (500.000.000) Ευρώ
 - β4. μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων του ν.3283/2004, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων των κρατών - μελών της Ευρωζώνης που πληρούν τις προϋποθέσεις των διατάξεων του άρθρου 19 της οδηγίας της ΕΚ 85/1611/ΕΟΚ όπως ισχύει κάθε φορά καθώς και μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας του ν.2778/1999
 - β5. συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και Δικαιώματα Προαίρεσης του Χρηματιστηρίου Αθηνών (Χ.Α.)
 - β6. κρατικά ομόλογα που εκδίδονται από κράτη - μέλη της Ευρωζώνης, πλην των σύνθετων (structured) ομολόγων
 - γ. Σε συγχρηματοδοτήσεις έργων του Ελληνικού Δημοσίου, σε συμπράξεις Ιδιωτικού και Δημοσίου Τομέα και σε συγχρηματοδότηση έργων του Τομέα Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.
 - δ. Σε δικαιώματα από χρηματοδοτική μίσθωση.

2. Οι επενδύσεις της παραγράφου 1 επιτρέπονται μέχρι ποσοστού εικοσιτρία τοις εκατό (23%) του ποσού που προκύπτει από το συνυπολογισμό των στοιχείων της παραγράφου 4 του παρόντος άρθρου.
3. Επίσης, οι Φ.Κ.Α. δύνανται, με αποφάσεις των Δ.Σ. τους, να επενδύουν, μέχρι ποσοστού τρία τοις εκατό (3%) του ποσού που προκύπτει από το συνυπολογισμό των στοιχείων της παραγράφου 4 του παρόντος άρθρου, στις εξής αξίες :
 - α. προθεσμιακές καταθέσεις σε πιστωτικά ιδρύματα της ημεδαπής, μέχρι ποσοστού ένα τοις εκατό (1%).
 - β. σύνθετα (structured) ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, όπως αυτά ορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος, μέχρι ποσοστού δύο τοις εκατό (2%).
4. Για τον υπολογισμό του ποσοστού επένδυσης λαμβάνονται υπόψη τα εξής στοιχεία:
 - α. το υπόλοιπο του λογαριασμού ταμιακής διαχείρισης
 - β. το υπόλοιπο του λογαριασμού διαθεσίμων κεφαλαίων στην Τράπεζα Ελλάδος
 - γ. οι επενδύσεις σε κινητές αξίες που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά με βάση τις τρέχουσες τιμές των κινητών αξιών
 - δ. οι επενδύσεις σε κινητές αξίες που δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά με βάση την τιμή κτήσης
 - ε. οι επενδύσεις σε ακίνητα με βάση την αντικειμενική τους αξία
 - στ. τα ανεξόφλητα ποσά των δανείων
 - ζ. το πλεόνασμα χρήσης του προϋπολογισμού του έτους επένδυσης

Ο συνυπολογισμός των άνω στοιχείων για τον προσδιορισμό του επιτρεπόμενου ποσού επένδυσης ενεργείται κατά το χρόνο λήψης της απόφασης.

Από το προκύπτον εκάστοτε ποσό για επενδύσεις, αφαιρούνται τα ποσά που ήδη έχουν επενδυθεί σε κινητές αξίες και ακίνητα.
5. Οι Φ.Κ.Α. οι οποίοι κατά το χρόνο έναρξης ισχύος του παρόντος νόμου υπερβαίνουν τα όρια των παραγράφων 2 και 3, υποχρεούνται εντός πενταετίας να επαναπροσδιορίσουν τη διάρθρωση των ήδη υφιστάμενων χαρτοφυλακίων τους, σύμφωνα με τα οριζόμενα από τις παραγράφους αυτές ποσοστά. Κατά το χρονικό

διάστημα αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου τους, δεν επιτρέπεται η επένδυση σε σύνθετα (structured) ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου.

6. Το ποσοστό επένδυσης της παραγράφου 2 δεν εφαρμόζεται στην περίπτωση επένδυσης κεφαλαίων του Φ.Κ.Α. για την άσκηση των δικαιωμάτων συμμετοχής του στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου εταιριών, στις οποίες είναι παλαιός μέτοχος.
7. Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από εισήγηση της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής Φ.Κ.Α. δύναται να αναπροσαρμόζονται τα ποσοστά των παραγράφων 2 και 3 για το σύνολο των Φ.Κ.Α..
8. Κινητές αξίες ή ακίνητα που δεν είναι προϊόντα επενδυτικής απόφασης των Φ.Κ.Α. αλλά περιέρχονται σ' αυτούς έναντι ληξιπρόθεσμων ασφαλιστικών εισφορών ή άλλων απαιτήσεων, περιλαμβάνονται ως στοιχείο της βάσης υπολογισμού του ποσοστού επένδυσης αλλά δεν υπολογίζονται στο σύνολο των επενδύσεων που διενεργούνται με όρια, όπως αυτά προκύπτουν από τον παρόντα νόμο.
9. Παρέχεται η δυνατότητα στους Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης να συστήνουν ίδια ή ομαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια καθώς και Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) και Εταιρίες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (Ε.Ε.Α.Π.). Επιπλέον για τους Φ.Κ.Α. εφαρμόζονται οι διατάξεις της παραγράφου 2, του άρθρου 45, του ν.3283/2004.
10. Με αποφάσεις των Δ.Σ. τους, οι Φ.Κ.Α. δύνανται να διαθέτουν εκ των διαθεσίμων τους ποσά για τη χορήγηση δανείων προς ασφαλισμένους, συνταξιούχους και υπαλλήλους τους καθώς και δανείων προς άλλους φορείς ή κλάδους ασφάλισης εφόσον τούτο προβλέπεται από οικείες καταστατικές διατάξεις των φορέων.
11. Τα ανεξόφλητα ποσά των δανείων προς ασφαλισμένους, συνταξιούχους, υπαλλήλους καθώς και προς άλλους φορείς ή κλάδους ασφάλισης περιλαμβάνονται ως στοιχεία της βάσης υπολογισμού του ποσοστού επένδυσης των Φ.Κ.Α., αλλά δεν υπολογίζονται στο σύνολο των επενδύσεων που διενεργούνται με όρια.
12. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας και κατόπιν εισήγησης της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής Φ.Κ.Α. μπορούν να καθορίζονται και άλλα επενδυτικά προϊόντα αποδεκτού κινδύνου, στα οποία επιτρέπεται να επενδύουν οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης.
13. Τα υφιστάμενα στο χαρτοφυλάκιο των Φ.Κ.Α., μέχρι τη δημοσίευση του παρόντος νόμου, σύνθετα ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου και πιστωτικών ιδρυμάτων, δεν λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό των ποσοστών των παραγράφων 2 και 3 του παρόντος άρθρου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Β΄

ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Άρθρο 5

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΚΙΝΗΤΕΣ ΑΞΙΕΣ

1. Όλες οι επενδύσεις των Φ.Κ.Α. σε κινητές αξίες διενεργούνται μετά από απόφαση του Δ.Σ. τους και εμπειριστατωμένη και πλήρως αιτιολογημένη εισήγηση των αρμόδιων υπηρεσιών τους.

2. Καταθέσεις σε Πιστωτικά Ιδρύματα.

Η ανάθεση από Φ.Κ.Α. της ταμιακής του διαχείρισης σε Πιστωτικό Ίδρυμα, περιορίζεται αποκλειστικά στην είσπραξη και πληρωμή τακτικών μόνο εσόδων και δαπανών του οικείου Φ.Κ.Α., σύμφωνα με το ν.1611/50 όπως ισχύει.

Ενεργείται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Φορέα μετά από πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος.

3. Προθεσμιακές καταθέσεις.

Οι προθεσμιακές καταθέσεις σε Πιστωτικά Ιδρύματα ενεργούνται με την υπογραφή σχετικής σύμβασης μετά από πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος.

Με τη σύμβαση αυτή καθορίζονται το ύψος του επενδύμενου ποσού κατάθεσης, η χρονική διάρκεια αυτής, το ύψος του επιτοκίου και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια διασφάλισης των κεφαλαίων του Φ.Κ.Α.

4. Συμβάσεις Χρηματοδοτικής Μίσθωσης.

Οι Φ.Κ.Α. δύνανται να συνάπτουν συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης, σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις που διέπουν την κατάρτιση αυτών των συμβάσεων. Εάν η χρηματοδοτική μίσθωση καταλήξει είτε σε απόκτηση είτε σε οριστική μεταβίβαση του κινητού ή ακινήτου περιουσιακού στοιχείου, ισχύουν οι σχετικές με την εν λόγω απόκτηση ή μεταβίβαση διατάξεις.

Με κοινές αποφάσεις των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, που δημοσιεύονται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, ορίζεται το ρυθμιστικό πλαίσιο, οι σχετικές διοικητικές κυρώσεις για τη μη εφαρμογή του, καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για την αξιοποίηση της περιουσίας των Φ.Κ.Α.

5. Πράξεις REPOS.

Οι πράξεις REPOS συνάπτονται μόνο με Πιστωτικά Ιδρύματα, σύμφωνα με την αριθμ. 87/11/23.11.2000 (ΦΕΚ 293,Α/29.12.2000) απόφαση της Επιτροπής Τραπεζικών και Πιστωτικών Θεμάτων της Τράπεζας της Ελλάδος.

6. Κινητές αξίες.

Η εντολή του Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης για την πραγματοποίηση των επενδύσεων συνοδεύεται από τη σχετική απόφαση του Δ.Σ. και από εμπειριστατωμένη οικονομική έκθεση στην οποία θα αναφέρονται τα ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια αξιολόγησης και επιλογής των κινητών αξιών τα οποία συνεκτιμήθηκαν κατά τη λήψη των συγκεκριμένων επενδυτικών αποφάσεων.

Η επένδυση σε μετοχές εταιριών που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή για να εισαχθούν στο Χ.Α. σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, επιτρέπεται εφόσον έχουν χορηγηθεί οι απαραίτητες εγκρίσεις από τις αρμόδιες προς τούτο Διοικητικές Αρχές.

7. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης για κάθε επένδυση ή ρευστοποίηση υποχρεούνται να υποβάλουν στην Ειδική Επιτροπή Ελέγχου Επενδύσεων των Φ.Κ.Α., με κοινοποίηση στην αρμόδια διεύθυνση της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων εντός δέκα (10) εργάσιμων ημερών από την πραγματοποίηση της επένδυσης, τα εξής:

α. Την απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Φ.Κ.Α. για την πραγματοποίηση της επένδυσης ή ρευστοποίησης.

β. Την εντολή αγοράς – πώλησης (deal slip), η οποία περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

βα. τον ενδιάμεσο φορέα μέσω του οποίου πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή,

- ββ. το αντίγραφο της σύμβασης με τον φορέα, μέσω του οποίου πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή,
 - βγ. την περιγραφή του επενδυτικού προϊόντος,
 - βδ. την ποσότητα και την τιμή αγοράς – πώλησης ανά τεμάχιο,
 - βε. τη συνολική αξία συναλλαγής με προμήθειες αγοράς – πώλησης, έξοδα ενδιάμεσου φορέα που μεσολάβησε και ημερομηνία εκκαθάρισης.
8. Η ανάληψη των απαιτούμενων κεφαλαίων για τις ανωτέρω επενδύσεις πραγματοποιείται με εντολή του Φ.Κ.Α. προς την Τράπεζα της Ελλάδος, η οποία συνοδεύεται από την απόφαση του Δ.Σ.

Άρθρο 6

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ

1. Η διάθεση κεφαλαίων για επενδύσεις σε ακίνητα ενεργείται με αιτιολογημένη απόφαση των Δ.Σ. των Φ.Κ.Α. μετά από εμπειριστατωμένη εισήγηση της αρμόδιας υπηρεσίας. Η απόφαση υποβάλλεται για έγκριση στον Υπουργό Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

Με την έκδοση της Υπουργικής απόφασης εγκρίνονται τα απαιτούμενα προς επένδυση κεφάλαια και καθορίζονται ο χρόνος ισχύος της απόφασης και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για τον σκοπό αυτό.

2. Ως επενδύσεις σε ακίνητα νοούνται οι πάσης φύσεως αγορές ακινήτων, οι ανοικοδομήσεις και οι δαπάνες έργων και εργασιών εκτεταμένων επισκευών, συντηρήσεων, αναπλάσεων, βελτιώσεων και εκσυγχρονισμού κτιρίων πλην των έργων ή εργασιών που αναφέρονται στο άρθρο 6 του π.δ/τος 328/1998 (Α',222) όπως ισχύει.
3. Οι εκποιήσεις ακινήτων ενεργούνται με αιτιολογημένη απόφαση των Δ.Σ. των Φ.Κ.Α. μετά από εμπειριστατωμένη και αιτιολογημένη εισήγηση της αρμόδιας Υπηρεσίας του Φορέα η οποία υποβάλλεται για έγκριση στον Υπουργό Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

Με την έκδοση της Υπουργικής Απόφασης, εγκρίνεται το προς εκποίηση ακίνητο, καθορίζεται ο χρόνος ισχύος της απόφασης και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για το σκοπό αυτό.

4. Οι διαδικασίες για μισθώσεις, εκμισθώσεις, αγορές, εκποιήσεις, ανταλλαγές και αντιπαροχές ακινήτων από τους Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης πλην των Ι.Κ.Α.-Ε.Τ.Α.Μ. και Ο.Γ.Α., ενεργούνται σύμφωνα με τις διατάξεις του π.δ/τος 715/79 (Α',212) όπως ισχύει, με εξαίρεση τις διατάξεις των άρθρων 50 παράγραφος 3, 52 παράγραφος 2, 54 παράγραφος 3 και 59 παράγραφος 3 του διατάγματος αυτού, κατά το μέρος που οι διατάξεις αυτές προβλέπουν την εκτίμηση της αγοραίας αξίας του προς αγορά ή πώληση ακινήτου.
5. Οι διαδικασίες για μισθώσεις, εκμισθώσεις, αγορές, εκποιήσεις, ανταλλαγές και αντιπαροχές ακινήτων από το Ι.Κ.Α.-Ε.Τ.Α.Μ. και τον Ο.Γ.Α. ενεργούνται σύμφωνα με τους οικείους κανονισμούς αυτών.
6. Για την αγορά ή εκποίηση ακινήτου ενεργείται εκτίμηση της αγοραίας αξίας αυτού από το Σώμα Ορκωτών Εκτιμητών (Σ.Ο.Ε.) σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 39 του ν.1041/1980 όπως αντικαταστάθηκε με την παράγραφο 2 του άρθρου 22 του ν.2753/99 και ισχύει.

Στις περιπτώσεις που διενεργούνται διαδοχικά επαναληπτικοί ή νέοι διαγωνισμοί για την αγορά ή εκποίηση ακινήτων, απαιτείται η επικαιροποίηση ή επανεκτίμηση της εκτιμηθείσας αξίας του προς αγορά ή πώληση ακινήτου.

7. Το τίμημα αγοράς ακινήτου δεν επιτρέπεται σε καμία περίπτωση να είναι ανώτερο από την εκτιμηθείσα από το Σ.Ο.Ε. αγοραία αξία του ακινήτου.

Επίσης το τίμημα εκποίησης του ακινήτου δεν επιτρέπεται σε καμία περίπτωση να είναι μικρότερο από την εκτιμηθείσα από το Σ.Ο.Ε. αγοραία αξία του ακινήτου.

8. Σε κάθε περίπτωση, πριν την υπογραφή του αγοραπωλητηρίου συμβολαίου, η απόφαση του Δ.Σ. περί κατακύρωσης του αποτελέσματος του διαγωνισμού υποβάλλεται μαζί με όλα τα στοιχεία του φακέλου του διαγωνισμού προς έγκριση στο Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

Άρθρο 7

ΑΝΑΘΕΣΗ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΤΗΝ ΚΕΔ Η΄ ΣΤΗΝ ΤΕΧΝΙΚΗ ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΤΟΥ ΙΚΑ-ΕΤΑΜ

1. Η διαχείριση και αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας ενεργείται με αιτιολογημένη απόφαση του Δ.Σ. του Φ.Κ.Α., μετά από εμπειριστατωμένη εισήγηση της αρμόδιας υπηρεσίας του.
2. Με αποφάσεις των Δ.Σ. τους, οι Φ.Κ.Α. δύνανται, στο πλαίσιο αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας τους, να αναθέτουν απ' ευθείας, στην Κτηματική Εταιρία του Δημοσίου (Κ.Ε.Δ.) ή στις αρμόδιες Τεχνικές Υπηρεσίες του Ι.Κ.Α.-Ε.Τ.Α.Μ. τα ακόλουθα έργα και εργασίες:

- α. Τις διαδικασίες αγοράς, πώλησης, μισθώσεως, εκμισθώσεως, και ανταλλαγής ακινήτων. Τη σύνταξη προδιαγραφών και την κατάρτιση σχεδίου συμβάσεων για αγορές, πωλήσεις, μισθώσεις, εκμισθώσεις και ανταλλαγές ακινήτων, την οργάνωση αρχείου ακινήτων καθώς και την έρευνα της αγοράς για αγορές, πωλήσεις, μισθώσεις, εκμισθώσεις και ανταλλαγές ακινήτων.
 - β. Τις μελέτες αξιοποίησης ακινήτων ιδιοκτησίας τους για την αποδοτικότερη εκμετάλλευσή τους.
 - γ. Την κατάρτιση προγραμμάτων στέγασης των διοικητικών και υγειονομικών υπηρεσιών αυτών με τα οποία θα εξετάζονται οι εναλλακτικές δυνατότητες αγοράς ακινήτων ή αξιοποίησης των υφισταμένων.
 - δ. Το σύνολο ή μέρος των διαδικασιών και εργασιών διαχείρισης της ακίνητης περιουσίας καθώς και εργασίες συντήρησης των ακινήτων.
 - ε. Την ανάληψη και διεκπεραίωση των απαιτούμενων διαδικασιών για εκπόνηση τεχνικών μελετών ή εκτέλεση τεχνικών έργων.
 - στ. Τη διεκπεραίωση των διαδικασιών έκδοσης τίτλων μεταφοράς συντελεστή δόμησης ακινήτων που έχουν κριθεί διατηρητέα με σκοπό την αξιοποίηση του υπολειπόμενου συντελεστή δόμησης.
 - ζ. Τις αποτυπώσεις οικοπέδων και κτιρίων, τις επιθεωρήσεις και πραγματογνωμοσύνες των ακινήτων, καθώς και τις εκτιμήσεις για αγορά, πώληση, εκμίσθωση, μίσθωση και ανταλλαγή ακινήτων.
 - η. Κάθε άλλη προκαταρκτική ή συμπληρωματική πράξη ή ενέργεια που αφορά στην εκτέλεση οποιουδήποτε από τα παραπάνω έργα ή εργασίες.
3. Η ανάθεση γίνεται με σύμβαση η οποία συνάπτεται μεταξύ των νομίμων εκπροσώπων των συμβαλλομένων.
 4. Με τη σύμβαση ανάθεσης περιγράφεται το ανατιθέμενο έργο και καθορίζεται το ύψος της αμοιβής, ο τρόπος πληρωμής, καθώς και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για την εκτέλεση του έργου.

Με την ίδια σύμβαση επιτρέπεται να παρέχεται πληρεξουσιότητα στους αντισυμβαλλόμενους της παραγράφου 2 φορές, να ενεργούν ως νόμιμοι αντιπρόσωποι, με δικαίωμα υπογραφής εγγράφων για λογαριασμό του Δ.Σ του Φ.Κ.Α., στην ευθύνη του οποίου εναπόκειται η οριστική απόφαση αγοράς, πώλησης, μίσθωσης και εκμίσθωσης ακινήτων και η εν γένει αξιοποίηση της περιουσίας.

5. Όταν οι παραπάνω διαδικασίες εκτελούνται από τους Φ.Κ.Α., παρέχεται η δυνατότητα σε αυτούς να αναθέτουν το έργο του τεχνικού συμβούλου στους αντισυμβαλλόμενους της παραγράφου 2 φορείς.
6. Τα ανατιθέμενα έργα και εργασίες της παραγράφου 2 του παρόντος άρθρου εκτελούνται από τους αντισυμβαλλόμενους φορείς με βάση τις διαδικασίες που ορίζονται από τους κανονισμούς τους.

Άρθρο 8

ΑΝΑΘΕΣΗ ΕΡΓΩΝ ΚΑΙ ΕΡΓΑΣΙΩΝ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΣΕ ΤΡΑΠΕΖΕΣ Η ΘΥΓΑΤΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

1. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης δύνανται με αποφάσεις των Δ.Σ. τους να αναθέτουν σε Τράπεζες που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα ή θυγατρικές των Τραπεζών αυτών, τα ακόλουθα έργα και εργασίες :
 - α. Τις μελέτες αξιοποίησης ακινήτων ιδιοκτησίας τους για την αποδοτικότερη εκμετάλλευσή τους.
 - β. Την κατάρτιση προγραμμάτων στέγασης των διοικητικών και υγειονομικών υπηρεσιών αυτών με σκοπό την αγορά κτιρίων ή την αξιοποίηση της ήδη υφιστάμενης ακίνητης περιουσίας.
 - γ. Τις διαδικασίες αγοράς, πώλησης, μισθώσεως, εκμισθώσεως, και ανταλλαγής ακινήτων. Τη σύνταξη προδιαγραφών και κατάρτιση σχεδίου συμβάσεων για αγορά, πώληση, μίσθωση, εκμίσθωση και ανταλλαγή ακινήτων, την οργάνωση αρχείου ακινήτων, καθώς και την έρευνα της αγοράς για αγορά, πώληση, μίσθωση, εκμίσθωση και ανταλλαγή ακινήτων.
 - δ. Το σύνολο ή μέρος των διαδικασιών και εργασιών διαχείρισης της ακίνητης περιουσίας, καθώς και εργασίες συντήρησης μικρής έκτασης.
 - ε. Την ανάληψη και διεκπεραίωση των απαιτούμενων διαδικασιών για εκπόνηση τεχνικών μελετών, καθώς και εκτέλεση τεχνικών έργων μικρής έκτασης.

Ως έργα μικρής έκτασης νοούνται τα έργα των οποίων η συνολική δαπάνη δεν υπερβαίνει σε ποσοστό το δέκα τοις εκατό (10%) της αντικειμενικής αξίας του ακινήτου.

- στ. Τις αποτυπώσεις οικοπέδων και κτιρίων, τις επιθεωρήσεις και πραγματογνωμοσύνες επί ακινήτων, καθώς και τις εκτιμήσεις για αγορά, πώληση, εκμίσθωση, μίσθωση και ανταλλαγή ακινήτων.
- ζ. Τη διεκπεραίωση των διαδικασιών έκδοσης τίτλων μεταφοράς συντελεστή δόμησης ακινήτων που έχουν κριθεί διατηρητέα, με σκοπό την αξιοποίηση του υπολειπόμενου συντελεστή δόμησης.
- η. Κάθε άλλη συμπληρωματική εργασία που αφορά στην εκτέλεση οποιουδήποτε από τα παραπάνω έργα ή εργασίες.
2. Η ανάθεση γίνεται με τις διαδικασίες της νομοθεσίας περί συνάψεως δημοσίων συμβάσεων έργων, προμηθειών και υπηρεσιών και συνάπτεται μεταξύ των νόμιμων εκπροσώπων των ενδιαφερόμενων μερών.
- Με τη σύμβαση ανάθεσης περιγράφεται το ανατιθέμενο έργο, το ύψος της αμοιβής, ο τρόπος πληρωμής, καθώς και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για την εκτέλεση του έργου.
3. Οι Τράπεζες ή οι θυγατρικές αυτών, που αναλαμβάνουν τα προαναφερόμενα έργα ή εργασίες, ενεργούν για λογαριασμό του Φ.Κ.Α., στην ευθύνη του οποίου εναπόκειται η οριστική απόφαση αγοράς, πώλησης, μίσθωσης και εκμίσθωσης ακινήτων και η εν γένει αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας.
4. Όταν οι εργασίες της παραγράφου 1 του παρόντος άρθρου εκτελούνται από τους Φ.Κ.Α. ή και για οποιοδήποτε έργο ή εργασία που σχετίζεται με την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας τους, οι Φ.Κ.Α. μπορούν να αναθέτουν το έργο του τεχνικού συμβούλου σε Τράπεζες που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα ή σε θυγατρικές αυτών.
5. Οι Τράπεζες ή οι θυγατρικές τους εταιρίες στις οποίες ανατίθενται τα οριζόμενα στην παράγραφο 1 έργα και εργασίες ενεργούν σύμφωνα με τις δικές τους διαδικασίες, δεν υπόκεινται στην τήρηση των διαδικασιών του π.δ/τος 715/79 κατά την εκπλήρωση του ανατεθέντος σε αυτές έργου για τη διενέργεια αγοραπωλησιών, μισθώσεων και εκμισθώσεων ακινήτων και εν γένει για την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας των Φ.Κ.Α..

Άρθρο 9

ΑΝΑΘΕΣΗ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΕΡΓΩΝ Ή ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ΤΟΥ Ν. 3389/2005

1. Με αποφάσεις των Δ.Σ. δύνανται να συνάπτονται συμβάσεις σύμπραξης μεταξύ των Φ.Κ.Α. και Νομικών Προσώπων του Ιδιωτικού Τομέα σύμφωνα με όσα ορίζονται στο ν.3389/2005 "Περί Συμπράξεων Δημοσίου και Ιδιωτικού Τομέα".

Η απόφαση υποβάλλεται για έγκριση στον Υπουργό Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

2. Αντικείμενο των συμβάσεων αυτών είναι η εκτέλεση έργων ή και ανάθεση υπηρεσιών, όπως κατωτέρω:
 - α. Η ανέγερση κτιρίων για στέγαση Διοικητικών ή Υγειονομικών Υπηρεσιών του Φ.Κ.Α.
 - β. Η ανακαίνιση, ανάπλαση, και εκσυγχρονισμός κτιρίων ή κτιριακών εγκαταστάσεων κάθε Φ.Κ.Α. ή όλων των Φορέων
 - γ. Η συντήρηση κτιριακών εγκαταστάσεων
 - δ. Η συντήρηση του εξοπλισμού των κτιρίων
 - ε. Η φύλαξη και καθαριότητα των κτιρίων και κτιριακών εγκαταστάσεων
 - στ. Οποιαδήποτε άλλη υπηρεσία συνδέεται με το αντικείμενο των συμβάσεων του παρόντος άρθρου

Άρθρο 10 **ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΕΡΓΩΝ**

1. Οι διαδικασίες εκτέλεσης τεχνικών έργων στα ακίνητα των Φ.Κ.Α. που δε διαθέτουν επαρκή Τεχνική Υπηρεσία, ενεργούνται με βάση την ισχύουσα Νομοθεσία περί Δημοσίων Έργων από τη Διεύθυνση Τεχνικών Υπηρεσιών της Νομαρχίας της περιοχής όπου εκτελείται το έργο, σύμφωνα με το π.δ.170/1987 (Α', 84) για το ΙΚΑ-ΕΤΑΜ και σύμφωνα με το π.δ.328/1998 (Α',222) για τους λοιπούς Φ.Κ.Α..
2. Επίσης οι διαδικασίες εκτέλεσης τεχνικών έργων των Φ.Κ.Α μπορούν να πραγματοποιούνται είτε από την Κτηματική Εταιρία του Δημοσίου είτε από την Τεχνική Υπηρεσία του ΙΚΑ-ΕΤΑΜ σύμφωνα με την περίπτωση ε της παραγράφου 2 του άρθρου 7 του παρόντος νόμου.

Άρθρο 11 **ΤΗΡΗΣΗ ΒΙΒΛΙΩΝ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

1. Οι Φ.Κ.Α. υποχρεούνται να τηρούν βιβλία στα οποία καταχωρούνται όλα τα στοιχεία που σχετίζονται με τις επενδύσεις τους. Τα βιβλία και όλα τα στοιχεία τηρούνται για είκοσι (20) χρόνια.
2. Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας καθορίζεται το είδος των βιβλίων, ο τρόπος καταχώρησης των στοιχείων και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια.
3. Οι κινητές αξίες των φορέων κατατίθενται προς φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί στην Ελλάδα.
4. Κινητές αξίες που είναι εισηγμένες σε αλλοδαπό χρηματιστήριο δύναται να κατατίθενται προς φύλαξη και σε τράπεζες της αλλοδαπής.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Γ΄

ΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΣΥΣΤΑΣΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ.

ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Άρθρο 12 **ΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

1. Με απόφαση των Δ.Σ. των Φ.Κ.Α. δύνανται να συγκροτούνται ίδια ή ομαδικά αμοιβαία κεφάλαια τα οποία διέπονται από τις διατάξεις του ν.3283/2004 (ΦΕΚ Α΄210/2-11-2004) και του παρόντος νόμου. Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας και μετά από γνώμη της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής καθορίζεται ο τύπος του αμοιβαίου κεφαλαίου που συγκροτούν οι Φ.Κ.Α..

2. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης δύνανται με τις προϋποθέσεις της παραγράφου 1 του άρθρου 15 του ν.3283/2004 (ΦΕΚ Α'210/2-11-2004) να εισφέρουν σε αμοιβαία κεφάλαια, τόσο κατά το στάδιο της αρχικής συγκρότησης όσο και σε μεταγενέστερο στάδιο: α) τις κινητές αξίες που κατέχουν ή μέρος αυτών και β) μέρος των κατατεθειμένων στην Τράπεζα της Ελλάδος διαθεσίμων κεφαλαίων. Η εισφορά κινητών αξιών που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών γίνεται εξωχρηματιστηριακά κατά παρέκκλιση των παραγράφων 10 και 11 του άρθρου 15 του ν.3632/1928 όπως ισχύει. Η εισφορά και ανταλλαγή κινητών αξιών και κεφαλαίων, τόσο κατά τη συγκρότηση ή και σε μεταγενέστερο στάδιο, απαλλάσσεται από κάθε φόρο, τέλος, εισφορά, δικαίωμα ή οποιαδήποτε άλλη επιβάρυνση υπέρ δημοσίου ή τρίτου.
3. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Φ.Κ.Α., το οποίο αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης Α.Ε.Δ.Α.Κ. της οποίας η καταστατική έδρα και η κεντρική διοίκηση είναι στην Ελλάδα, συνιστάται μετά από άδεια της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 12-24 του ν.3283/2004 και του παρόντος νόμου.
4. Ειδικότερα, προκειμένου να συσταθεί Αμοιβαίο Κεφάλαιο Φ.Κ.Α. απαιτείται η παρακάτω διαδικασία:
 - α. Αιτιολογημένη απόφαση του Δ.Σ. του Φορέα για σύσταση Αμοιβαίου Κεφαλαίου στην οποία να περιλαμβάνεται μεταξύ άλλων η οικονομική κατάσταση του Φ.Κ.Α. και αναλυτικός κατάλογος των στοιχείων που θα επενδυθούν και των οποίων η συνολική αξία θα είναι τουλάχιστον πέντε εκατομμύρια (5.000.000) Ευρώ.
 - β. Επιλογή Α.Ε.Δ.Α.Κ. για τη διαχείριση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου, η οποία πραγματοποιείται με εκδήλωση ενδιαφέροντος.
 - βα. Για την ανάθεση της συγκρότησης αμοιβαίων κεφαλαίων σε ήδη λειτουργούσες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οι Φ.Κ.Α. προβαίνουν στην μέσω του τύπου πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος.
 - ββ. Οι Φ.Κ.Α. υποβάλουν στις εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων που θα εκδηλώσουν ενδιαφέρον, όλα τα στοιχεία τα οποία πρέπει στη συνέχεια να υποβληθούν στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την έγκριση συγκρότησης του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και τα στοιχεία που θα επιτρέψουν στον Φ.Κ.Α. να καταρτίσει την κατάλληλη επενδυτική πολιτική.
 - βγ. Οι προσφορές των εταιριών διαχείρισης πρέπει να περιέχουν λεπτομερείς προτάσεις για τη διαχείριση της κινητής περιουσίας που θα εισφέρει ο κάθε Φ.Κ.Α., την επενδυτική πολιτική που θα ακολουθήσουν, τους κανονισμούς των αμοιβαίων κεφαλαίων που θα συγκροτηθούν και στους οποίους θα αναγράφεται η προμήθεια διαχείρισης και θεματοφυλακής καθώς και τυχόν προμήθειες εξαγοράς μεριδίων και λοιπά έξοδα. Επίσης υποχρεούνται να υποβάλουν λεπτομερή στοιχεία για την οργανωτική τους υποδομή, τα στελέχη και το Διοικητικό τους Συμβούλιο, για όλες τις συνδεδεμένες με

αυτές επιχειρήσεις, καθώς και τις κατά το παρελθόν επιτευχθείσες αποδόσεις στα αμοιβαία κεφάλαια που διαχειρίζονται και είναι ομοειδή κατά γενικό τύπο, με αυτά που θα συγκροτήσουν για λογαριασμό των Φ.Κ.Α..

- βδ. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας συγκροτείται ειδική πενταμελής επιτροπή εμπειρογνομόνων που θα έχει ως έργο την αξιολόγηση των προσφορών των εταιριών διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων προς τους Φ.Κ.Α..

Στην Επιτροπή θα συμμετέχει ένας εκπρόσωπος του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, ένας εκπρόσωπος του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, ένας εκπρόσωπος της Τράπεζας της Ελλάδος, ένας εκπρόσωπος της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών και κατά περίπτωση αξιολόγησης, ένας εκπρόσωπος που θα υποδεικνύεται από το Διοικητικό Συμβούλιο του ενδιαφερόμενου Φ.Κ.Α.. Η Επιτροπή θα υποβάλει εντός μηνός από την υποβολή του αιτήματος σ' αυτήν το πόρισμα της στο Διοικητικό Συμβούλιο του Φ.Κ.Α. το οποίο θα λαμβάνει την τελική απόφαση αναθέσεως της συγκρότησης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Στο Διοικητικό Συμβούλιο των εταιριών αυτών, συμμετέχει υποχρεωτικά εκπρόσωπος του πιστωτικού ιδρύματος με δικαίωμα ψήφου.

- γ. Έγκριση κανονισμού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου του Φ.Κ.Α.. Ο κανονισμός συντάσσεται μετά την επιλογή του διαχειριστή και του θεματοφύλακα, υπογράφεται από την Α.Ε.Δ.Α.Κ. και εγκρίνεται από το Δ.Σ. του Φ.Κ.Α.

5. Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο Ακίνητης Περιουσίας, είναι ομάδα περιουσίας η οποία σχηματίζεται από ακίνητα, κινητές αξίες και μετρητά, δεν έχει νομική προσωπικότητα και τα επί μέρους περιουσιακά στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους φορείς.

Η διαχείρισή του ασκείται από Α.Ε.Δ.Α.Κ. που λαμβάνει τη μορφή ανώνυμης εταιρίας και έχει ως αποκλειστικό σκοπό, τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, στην οποία περιλαμβάνεται και η διαχείριση ενός ή περισσότερων αμοιβαίων ακίνητης περιουσίας.

6. Ο Κανονισμός του Αμοιβαίου Κεφαλαίου περιέχει εκτός των νομίμως προβλεπόμενων και τα ακόλουθα:

Τα μερίδια ανήκουν αποκλειστικά στους Φ.Κ.Α. ή τους Φ.Κ.Α. που συγκρότησαν το Αμοιβαίο Κεφάλαιο και η πώληση μεριδίων επιτρέπεται μόνον προς Φ.Κ.Α..

Έκθεση σκοπιμότητας για το σκοπό συγκρότησης του Αμοιβαίου Κεφαλαίου και ότι η προκύπτουσα επενδυτική πολιτική συναρτάται με τις ανάγκες κάλυψης των εισροών- εκροών των Φ.Κ.Α.

7. Υπεύθυνη για την υλοποίηση της επενδυτικής πολιτικής είναι η εταιρία διαχείρισης.
8. Με κοινή απόφαση του Υπουργού Οικονομίας και Οικονομικών και του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ρυθμίζονται όλα τα επί μέρους θέματα που προκύπτουν από την εφαρμογή του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 13

ΣΥΣΤΑΣΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ. ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

1. Οι Φ.Κ.Α. δύνανται να συστήνουν κατά ομάδες Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης (Α.Ε.Δ.Α.Κ.- Φ.Κ.Α.) οι οποίες έχουν ως αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων, που διέπονται από τις διατάξεις του ν.3283/2004 και του παρόντος νόμου.
2. Για τη σύσταση της Α.Ε.Δ.Α.Κ.- Φ.Κ.Α., εκτός των προβλεπομένων από τις διατάξεις του άρθρου 6 του ν.3283/2004, απαιτείται απόφαση του Δ.Σ. του Φορέα ή των Φορέων που εισφέρουν τα κεφάλαια, η οποία εγκρίνεται από τον Υπουργό Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από γνώμη της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής Φ.Κ.Α.. Η απόφαση του Δ.Σ. του Φ.Κ.Α. θα πρέπει να αναφέρει τους ενδιαφερόμενους Φορείς που θα συμμετάσχουν στη σύσταση της εταιρίας, τον τίτλο, το ποσό που θα συνεισφέρουν και αντιστοιχεί στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας και τη διάρκεια της λειτουργίας της. Επίσης με την απόφαση υποβάλλεται και το επιχειρησιακό ή επενδυτικό σχέδιο και έκθεση σχετικά με την οργανωτική διάρθρωση και τα τεχνικά και οικονομικά μέσα της υπό ίδρυση Α.Ε.Δ.Α.Κ. – Φ.Κ.Α..
3. Η διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων των Φ.Κ.Α. περιλαμβάνει τις παρακάτω λειτουργίες:
 - α. τη διαχείριση επενδύσεων.
 - β. τη διοίκηση του Αμοιβαίου Κεφαλαίου Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης. Σ' αυτήν περιλαμβάνονται νομικές υπηρεσίες, υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης του Α/Κ, υπηρεσίες εξυπηρέτησης Φ.Κ.Α., αποτίμηση του ενεργητικού του Α/Κ και καθορισμός της αξίας των μεριδίων του, έλεγχος τήρησης των κανονιστικών διατάξεων, έκδοση και εξαγορά μεριδίων Α/Κ, διεκπεραίωση εγγράφων και αποστολής εντύπων και βεβαιώσεων και τήρηση αρχείων.
4. Οι μετοχές της Α.Ε.Δ.Α.Κ.-Φ.Κ.Α. είναι ονομαστικές και δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά. Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε.Δ.Α.Κ.-Φ.Κ.Α. ανήκει σε έναν ή περισσότερους Φ.Κ.Α., καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος τριών εκατομμυρίων (3.000.000) Ευρώ.

Οι διατάξεις του άρθρου 5 παράγραφος 2 του ν.3283/2004 εφαρμόζονται προκειμένου για την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της με πρόσθετο ποσό, όταν η

αξία των χαρτοφυλακίων της Α.Ε.Δ.Α.Κ.-Φ.Κ.Α. υπερβαίνει τα διακόσια πενήντα εκατομμύρια (250.000.000) ευρώ.

5. Με κοινές αποφάσεις των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, που δημοσιεύονται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως, ρυθμίζονται οι αναγκαίες λεπτομέρειες για τη σύσταση της Α.Ε.Δ.Α.Κ. – Φ.Κ.Α. και γενικά για την εφαρμογή των διατάξεων του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 14

ΣΥΣΤΑΣΗ ΕΤΑΙΡΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

1. Οι Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης δύνανται να συστήσουν από κοινού, μία ή περισσότερες Εταιρίες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (Ε.Ε.Α.Π.), στις οποίες θα συνεισφέρουν τα ακίνητά τους ή τα δικαιώματα επί ακινήτων που παράγουν εισόδημα, κινητές αξίες και μετρητά.
2. Για τη σύσταση της εταιρίας απαιτείται απόφαση του Δ.Σ. του Φορέα ή των Φορέων που εισφέρουν τα περιουσιακά τους στοιχεία και έγκριση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, η οποία δίδεται μετά από εισήγηση της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής. Η απόφαση του Δ.Σ. του Φορέα θα πρέπει να αναφέρει τους ενδιαφερόμενους Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης που θα συμμετάσχουν στη σύσταση της εταιρίας, τον τίτλο, το ποσό και το είδος που θα συνεισφέρουν που αντιστοιχεί στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, τη διάρκεια λειτουργίας της, τη διαδικασία πρόσληψης θεματοφύλακα, προσωπικού κλπ. Επίσης, μαζί με την απόφαση υποβάλλεται και το επενδυτικό σχέδιο, το οποίο περιέχει υποχρεωτικά αναλυτική περιγραφή των τεχνικών και χρηματοοικονομικών στοιχείων σχετικά με το επενδυτικό πρόγραμμα, των στοιχείων της αγοράς στα οποία βασίζεται η στρατηγική της και των μέσων που προτίθενται να χρησιμοποιηθούν για την επίτευξη των στόχων της εταιρίας.
3. Τα διαθέσιμα της εταιρίας επενδύονται μόνο:
 - α. σε ποσοστό τουλάχιστον ογδόντα τοις εκατό (80%) σε ακίνητη περιουσία, κατά την έννοια της παραγράφου 4.
 - β. σε κινητές αξίες ή άλλα στοιχεία που αναφέρονται στην παράγραφο 1. Οι επενδύσεις αυτές δε θα πρέπει να υπερβαίνουν το δέκα τοις εκατό (10%) των διαθεσίμων
 - γ. σε άλλα κινητά πράγματα τα οποία εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας και τα οποία μαζί με τα ακίνητα που αποκτά η εταιρία για την εξυπηρέτηση τέτοιων αναγκών, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν το δέκα τοις εκατό (10%) των διαθεσίμων κατά την απόκτησή τους

4. Ως ακίνητη περιουσία, στην οποία μπορεί να επενδύει η εταιρία, νοούνται τα ακίνητα, τα ευρισκόμενα στην Ελλάδα. Η αξία κάθε ακινήτου, το οποίο περιλαμβάνεται στις επενδύσεις της εταιρίας, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει, κατά το χρόνο της απόκτησης, το δεκαπέντε τοις εκατό (15%) της αξίας του συνόλου των επενδύσεών της. Ακίνητα που συνδέονται άμεσα μεταξύ τους, κατά τρόπο ώστε τα ακίνητα αυτά να μην είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν χωριστά, θεωρούνται ως ενιαία ακίνητα. Το όριο του πρώτου εδαφίου αυξάνεται σε εικοσιπέντε τοις εκατό (25%), εάν πρόκειται για ακίνητο το οποίο μπορεί να διαχωριστεί σε περισσότερα ακίνητα, τα οποία θα χρησιμοποιηθούν αυτοτελώς για κάποιον από τους σκοπούς που αναφέρονται στην παράγραφο 1.
5. Οι επενδύσεις σε κινητές αξίες από αυτή την εταιρία υπόκεινται στους ακόλουθους περιορισμούς:
 - α. η επένδυση σε κινητές αξίες του ίδιου εκδότη δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει ποσοστό τρία τοις εκατό (3%) επί του ανώτατου επιτρεπόμενου ποσοστού επενδύσεων της εταιρίας σε κινητές αξίες
 - β. οι επενδύσεις αυτές γίνονται υποχρεωτικά σε κινητές αξίες τουλάχιστον έξι (6) εκδοτών
 - γ. οι επενδύσεις της εταιρίας σε κινητές αξίες, που εκδίδονται από εταιρίες με αντικείμενο δραστηριότητας την κατασκευή ή εκμετάλλευση ακινήτων, δεν επιτρέπεται να υπερβαίνουν, στο σύνολό τους, το είκοσι τοις εκατό (20%) των επενδύσεων της εταιρίας σε κινητές αξίες
6. Απαγορεύεται η μεταβίβαση ακινήτων ή κινητών της εταιρίας σε μέλη του Δ.Σ. της εταιρίας, του ή των φορέων, στο προσωπικό της εταιρίας και των φορέων καθώς και στους συζύγους και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος ή εξ αγχιστείας. Επίσης, απαγορεύεται η αγορά ή πώληση ή εκποίηση περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας σε εταιρίες που έχουν συμμετοχή μέλη του Δ.Σ. της εταιρίας και των Δ.Σ. των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, το προσωπικό της εταιρίας και των φορέων καθώς και οι σύζυγοι και συγγενείς τους μέχρι και τρίτου βαθμού εξ αίματος και εξ αγχιστείας.
7. Οι εταιρίες επένδυσης ακίνητης περιουσίας του παρόντος άρθρου, απαλλάσσονται από το φόρο μεταβίβασης ακινήτων στην περίπτωση που σχηματίστηκαν μετά από:
 - α. εισφορά ακίνητης περιουσίας δύο (2) ή περισσότερων Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης
 - β. συγχώνευση δύο (2) ή περισσότερων εταιριών ακίνητης περιουσίας οι οποίες διαθέτουν ακίνητη περιουσία
 - γ. διάσπαση ή απόσχιση υφιστάμενης εταιρίας που εισφέρει ακίνητη περιουσία της σε νέο ή υφιστάμενο νομικό πρόσωπο το οποίο λειτουργεί ως εταιρία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία

8. Τα στοιχεία στα οποία στηρίζονται οι επενδυτικές επιλογές των διαχειριστών των Ε.Ε.Α.Π. και των μελών οργάνων διοίκησης των Ε.Ε.Α.Π. των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης υπόκεινται σε τακτικό ή περιοδικό έλεγχο από την Ειδική Επιτροπή Ελέγχου των Επενδύσεων των Φ.Κ.Α..
9. Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας καθορίζονται οι διαδικασίες για τη συνεισφορά των ακινήτων και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια για τη σύσταση των Εταιριών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Δ΄

ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΑΝΕΙΩΝ

Άρθρο 15 ΧΟΡΗΓΗΣΗ ΔΑΝΕΙΩΝ

1. Οι Φ.Κ.Α., με αποφάσεις των Δ.Σ. τους, δύνανται, εκ των διαθεσίμων κεφαλαίων τους, να διαθέτουν χρηματικά ποσά για τη χορήγηση εντόκων δανείων προς ασφαλισμένους, συνταξιούχους και υπαλλήλους τους.
2. Η χορήγηση από τους Φ.Κ.Α. δανείων που προβλέπονται από τις διατάξεις των προηγούμενων παραγράφων, γίνεται μόνον κατόπιν προηγούμενης εγκριτικής απόφασης του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

Άρθρο 16 ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΧΟΡΗΓΗΣΗΣ ΔΑΝΕΙΩΝ

1. Από τους Φ.Κ.Α. χορηγούνται προσωπικά δάνεια εκτάκτων αναγκών σε υπαλλήλους, ασφαλισμένους και συνταξιούχους, με τους ακόλουθους όρους και προϋποθέσεις:

- α. Το ποσό του χορηγούμενου τοκοχρεωλυτικού δανείου από έναν ή περισσότερους Φ.Κ.Α. δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει κατά περίπτωση τις αποδοχές ή συντάξεις τριών (3) μηνών του δανειοδοτούμενου προσώπου.
- β. Δάνεια εκτάκτων αναγκών σε ασφαλισμένους, υπαλλήλους και συνταξιούχους μπορούν να χορηγούνται από δύο (2), κατ' ανώτατο όριο Φ.Κ.Α. προς το ίδιο φυσικό πρόσωπο και μέχρι του ορίου τριών (3) μισθών ή συντάξεων από κάθε Φορέα, υπό την προϋπόθεση ότι πρόκειται για αυτοτελείς, αυτόνομους και αυτοδιοικούμενους Φ.Κ.Α..

Δεν επιτρέπεται η χορήγηση από τον ίδιο Φ.Κ.Α. νέου δανείου πριν από την πλήρη εξόφληση από τον δανειοδοτούμενο, του δανείου που του χορηγήθηκε κατά το παρελθόν.

Σε εξαιρετικές περιπτώσεις επείγουσας οικονομικής ανάγκης του δανειολήπτη, η οποία δεν μπορεί να αντιμετωπισθεί διαφορετικά, είναι δυνατή, μετά τη διαπίστωση της ανάγκης αυτής από το Δ.Σ. του Φ.Κ.Α., η χορήγηση συμπληρωματικού δανείου μέχρι ποσού ίσου με το πενήντα τοις εκατό (50%) του ποσού που δικαιούται ο δανειοδοτούμενος από κάθε Φ.Κ.Α., ανεξαρτήτως οφειλών του από προηγούμενα δάνεια.

- γ. Η χορήγηση δανείου είναι δυνατή αποκλειστικά προς αντιμετώπιση εξόδων σε περιπτώσεις γάμου, τοκετού, σοβαρής ασθένειας, θανάτου, έκτακτης στεγαστικής ανάγκης και σε κάθε άλλη περίπτωση που προβλέπεται από τα καταστατικά των Φ.Κ.Α..

Τα εν λόγω περιστατικά πρέπει να αφορούν τον ίδιο τον δανειοδοτούμενο ή συντηρούμενο από αυτόν μέλος της οικογένειάς του ή προκειμένου περί αγάμου και της πατρικής οικογένειάς του.

- δ. Τα δάνεια πρέπει να εξοφλούνται σε τριάντα έξι (36) το πολύ ίσες μηνιαίες δόσεις που αρχίζουν από τον επόμενο της χορηγήσεως των, μήνα.
- ε. Η χορήγηση προσωπικών δανείων εκτάκτων αναγκών, επιτρέπεται από τους διέποντες τον Φ.Κ.Α. νόμους και κανονισμούς και θα λαμβάνει χώρα μετά την ολοκλήρωση της προβλεπόμενης από αυτούς σχετικής νόμιμης διαδικασίας.

2. Ενυπόθηκα δάνεια χορηγούνται με τους όρους και προϋποθέσεις που καθορίζονται με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από εισήγηση της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής των Φ.Κ.Α..
3. Το επιτόκιο με το οποίο βαρύνονται τα δάνεια των Φ.Κ.Α., που συνάπτονται από την ημερομηνία ισχύος του παρόντος νόμου, καθορίζεται με απόφαση του Υπουργού

- Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.
4. Παρέχεται η δυνατότητα στους Φ.Κ.Α. να αναπροσαρμόζουν τα επιτόκια των δανείων, ως εξής:
 - α. στις υφιστάμενες δανειακές συμβάσεις, μετά από υποβολή αίτησης του δανειολήπτη και
 - β. στις δανειακές συμβάσεις που συνάπτονται μετά την έναρξη ισχύος του παρόντος νόμου, εφόσον σ' αυτές περιλαμβάνεται σχετική ειδική πρόβλεψη περί αναπροσαρμογής του επιτοκίου και μετά από προηγούμενη ενημέρωση του δανειολήπτη, στα πλαίσια των συμβατικών υποχρεώσεων των Φ.Κ.Α..
 5. Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας καθορίζονται τα αναγκαία μέτρα σε περίπτωση ανείσπρακτων οφειλών από δάνεια καθώς και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή του παρόντος κεφαλαίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ε΄

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ – ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

Άρθρο 17

ΑΡΧΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

1. Τα Δ.Σ. των Φ.Κ.Α. υποχρεούνται να λαμβάνουν αποφάσεις για επενδύσεις των διαθέσιμων κεφαλαίων τους και για αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης περιουσίας τους εντός του κατωτέρω πλαισίου γενικών αρχών διαχείρισης:
 - α. Η επενδυτική πολιτική και οι στόχοι πρέπει να καθορίζονται με τρόπο ώστε:

- αα. Οι επενδυτικές επιλογές να έχουν κυρίως μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα με γνώμονα την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης με ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου.
 - αβ. Να βοηθούν στην κατανόηση, ταυτοποίηση και μέτρηση των αναμενόμενων επιπέδων απόδοσης και κινδύνου.
 - αγ. Να προσφέρονται για συγκριτική αξιολόγηση (benchmarking).
 - αδ. Να επιτυγχάνεται σε ικανοποιητικό βαθμό η διαφοροποίηση των περιουσιακών στοιχείων με ιδιαίτερη έμφαση στην ευρεία διασπορά των επενδύσεων ώστε να αποφεύγεται οποιαδήποτε σύρρευση κινδύνων για το σύνολο του χαρτοφυλακίου.
 - αε. Να λαμβάνονται υπόψη οι υποχρεώσεις των Φ.Κ.Α. τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα σε σχέση με την ισχύουσα αλλά και την αναμενόμενη αναλογική σχέση μεταξύ των εν ενεργεία ασφαλισμένων και συνταξιούχων, την ασφαλιστική ωρίμανση των Φορέων και το μέγεθος των υφισταμένων αποθεματικών κεφαλαίων.
 - αστ. Να εγγυώνται την εφαρμογή των απαραίτητων διαδικασιών διαχείρισης επενδυτικού κινδύνου (risk management)
- β. Καθορισμός παραμέτρων επενδυτικής πολιτικής
- Με αποφάσεις των Δ.Σ. και κατόπιν εμπειριστατωμένης και αιτιολογημένης αξιολόγησης και ανάλυσης καθορίζονται κατά τακτές χρονικές περιόδους οι παράμετροι επενδυτικής πολιτικής με σκοπό την εξειδίκευση της πολιτικής αυτής και ειδικότερα:
- βα. Αναλογίες μεταξύ βασικών επενδυτικών κατηγοριών (asset mix), δηλαδή μετοχών, τίτλων σταθερού εισοδήματος, αμοιβαίων κεφαλαίων κλπ.
 - ββ. Παράμετροι διασποράς όπως, ενδεικτικά, μέγιστο και ελάχιστο όριο αριθμού μετοχών του χαρτοφυλακίου, μέγιστο όριο ποσοστιαίας συμμετοχής μετοχών και ποσοστιαία συμμετοχή μετοχών στον ίδιο εκδότη.
 - βγ. Διάρκεια χαρτοφυλακίου τίτλων.
 - βδ. Παράμετροι ρευστότητας (ελάχιστα και μέγιστα ποσοστιαία όρια).
- Η ύπαρξη ρευστότητας πρέπει να διασφαλίζεται με τη θέσπιση παραμέτρων οι οποίες λαμβάνονται υπόψη για την επιλογή των επενδύσεων ώστε σε περίπτωση ανάγκης εκταμιεύσεων να μην προκύπτουν προβλήματα ρευστοποιήσεων.

βε. Κλαδική σύνθεση χαρτοφυλακίου.

γ. Καθορισμός ποιοτικών και ποσοτικών κριτηρίων για την αξιολόγηση και επιλογή των επενδύσεων σε διάφορα επενδυτικά προϊόντα.

δ. Πρότυπα κινδύνων.

Πρέπει να μελετώνται και να αξιολογούνται οι κίνδυνοι που επηρεάζουν τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων.

ε. Αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων.

Για την ακριβή παρακολούθηση της επενδυτικής δραστηριότητας, καθώς και την προσέγγιση και ανάλυση στοιχείων για τη διασφάλιση της ορθότητας στη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων, πρέπει οι Φ.Κ.Α. να προβαίνουν σε τακτά χρονικά διαστήματα στην αποτίμηση του χαρτοφυλακίου τους, ανάλογα με το είδος του περιουσιακού στοιχείου:

Η αποτίμηση των χρεογράφων τα οποία διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, γίνεται με βάση την τιμή κλεισίματος της ημέρας αποτίμησης.

Η αποτίμηση των χρεογράφων τα οποία δεν διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές, γίνεται με βάση την τιμή κτήσης.

Η αποτίμηση των ακινήτων γίνεται με βάση τις αντικειμενικές αξίες τους.

Πέραν των άνω αποτιμήσεων οι Φ.Κ.Α. υποχρεούνται να ενεργούν αποτιμήσεις των περιουσιακών τους στοιχείων την τελευταία εργάσιμη ημέρα κάθε έτους.

στ. Διασφάλιση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των επενδυτικών αποφάσεων, της ομαλότητας και της εύρυθμης λειτουργίας των αγορών κεφαλαίων και ακινήτων και της διαφάνειας κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων – πλαίσιο εταιρικής διακυβέρνησης (corporate governance).

Ειδικότερα, οι Φ.Κ.Α. στο πλαίσιο της επενδυτικής τους δραστηριότητας, οφείλουν:

στα. Να λαμβάνουν όλα τα απαραίτητα μέτρα τα οποία διασφαλίζουν τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των επενδυτικών αποφάσεων και την ομαλότητα και την εύρυθμη λειτουργία των αγορών κεφαλαίων και ακινήτων.

στβ. Να διασφαλίζουν την αυτονομία και τον εμπιστευτικό χαρακτήρα των επενδυτικών αποφάσεων, ιδίως στο εσωτερικό τους, και να μεριμνούν για την αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων, λαμβάνοντας μέτρα για τη διευθέτηση τέτοιων καταστάσεων που ενδέχεται να παρουσιαστούν κατά την ενάσκηση της δραστηριότητάς τους.

- σγ. Να χαράσσουν και να ασκούν την επενδυτική τους πολιτική με τέτοιο τρόπο που να διασφαλίζει τη διαφάνεια στη λήψη των αποφάσεών τους, τον αποτελεσματικό έλεγχο της διαχείρισης και την ευθύνη αυτής εξυπηρετώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των ασφαλισμένων.
- στδ. Να ακολουθούν τους κανόνες διακυβέρνησης ελέγχου, επικοινωνίας, κ.α. προκειμένου να διασφαλίζεται η ορθή λήψη αποφάσεων, η πιστή εκτέλεση των εντολών, η διαφάνεια και η τακτική ανασκόπηση και αξιολόγηση των δραστηριοτήτων διαχείρισης.

ζ. Έλεγχος

Οι Φ.Κ.Α. υποχρεούνται να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα ώστε να εξασφαλίζονται αποτελεσματικά οι πάσης φύσεως μηχανισμοί ελέγχου.

2. Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από γνώμη της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής, εξειδικεύεται το ανωτέρω πλαίσιο γενικών αρχών διαχείρισης με τη θέσπιση κανόνων επενδυτικής συμπεριφοράς, δεοντολογίας και διασποράς για επενδύσεις και αξιοποίηση εν γένει της κινητής και ακίνητης περιουσίας των Φ.Κ.Α..
3. Οι Φ.Κ.Α. υποχρεούνται εντός πενταετίας να επαναπροσδιορίσουν την διάρθρωση των ήδη υφιστάμενων χαρτοφυλακίων τους, προκειμένου να εναρμονιστούν με τους κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς που εκδίδονται με υπουργική απόφαση της προηγούμενης παραγράφου.

Άρθρο 18 **ΣΥΜΒΟΥΛΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

1. Οι Φ.Κ.Α. δύνανται με απόφαση του Δ.Σ. τους, να προσλαμβάνουν συμβούλους επενδύσεων για την αξιοποίηση της περιουσίας τους καταρτίζοντας σχετική σύμβαση παροχής υπηρεσιών στην οποία καθορίζεται η διάρκεια της σύμβασης, το ύψος και ο συγκεκριμένος τρόπος υπολογισμού της αμοιβής, καθώς και το είδος και η διαδικασία παροχής των υπηρεσιών.
2. Έργο των συμβούλων επενδύσεων είναι η παροχή συμβουλών σε Φ.Κ.Α. σχετικά με τη διάρθρωση της περιουσίας τους, τη διαμόρφωση της επενδυτικής τους στρατηγικής, καθώς και κάθε θέματος σχετιζομένου με την οικονομική τους δραστηριότητα.

3. Η πρόσληψη συμβούλου επενδύσεων γίνεται μετά από πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος.
4. Κριτήρια για την πρόσληψη αυτών είναι:
 - α. Η κατάλληλη οργανωτική δομή, τα απαραίτητα τεχνικά και οικονομικά μέσα
 - β. Η αξιοπιστία, πείρα, και επαγγελματική ικανότητα
 - γ. Η πιστοποίηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
5. Οι Φ.Κ.Α. με απόφαση των Δ.Σ. τους δύνανται να προσλαμβάνουν από κοινού συμβούλους επενδύσεων.
6. Η απόκτηση από τους Φ.Κ.Α. κινητών αξιών που διαχειρίζονται ή εκδίδουν οι σύμβουλοι επενδύσεων ή ο όμιλος εταιριών στον οποίο ανήκουν επιτρέπεται μέχρι ποσοστού πέντε τοις εκατό (5%) των στοιχείων που προσδιορίζονται στο άρθρο 4 παράγραφος 4.
7. Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από εισήγηση της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής των Φ.Κ.Α., καθορίζεται κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 19 **ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ**

1. Οι Φ.Κ.Α. δύνανται με απόφαση του Δ.Σ. τους να αναθέτουν σε διαχειριστές τη διαχείριση μέρους ή του συνόλου των περιουσιακών τους στοιχείων, καταρτίζοντας, μετά από πρόσκληση εκδήλωσης ενδιαφέροντος, σχετική σύμβαση παροχής υπηρεσιών, στην οποία καθορίζεται η διάρκεια της σύμβασης, το ύψος και ο συγκεκριμένος τρόπος της αμοιβής καθώς και το είδος και η διαδικασία παροχής υπηρεσιών.
2. Έργο του διαχειριστή είναι:
 - α. Η διαχείριση επενδυτικών χαρτοφυλακίων Φ.Κ.Α., στα πλαίσια εντολής τους, εφόσον τα χαρτοφυλάκια συμπεριλαμβάνουν έναν ή περισσότερους από τους τίτλους που αναφέρονται στα άρθρα 3 και 4 του παρόντος νόμου.

- β. Η εκτέλεση εντολών για αγοραπωλησία τίτλων.
 - γ. Η τακτική, περιοδική, έγγραφη ενημέρωση του Φ.Κ.Α. για τις πράξεις που έχει κάνει ο διαχειριστής κατά τη διάρκεια διαχείρισης του χαρτοφυλακίου επενδύσεων καθώς και έκτακτη ενημέρωση για γεγονότα που ενδέχεται να επηρεάσουν σημαντικά τις επενδύσεις του Φ.Κ.Α..
3. Κριτήρια για την πρόσληψη των διαχειριστών είναι:
- α. Η ορθολογική, διοικητική και τεχνικοοικονομική οργάνωση, οι κατάλληλοι μηχανισμοί ελέγχου και ασφαλείας στον τομέα της ηλεκτρονικής επεξεργασίας δεδομένων, οι αποτελεσματικοί μηχανισμοί εσωτερικού ελέγχου των πράξεων που διενεργούνται από όργανα του διαχειριστή για λογαριασμό του Φ.Κ.Α. και το σύστημα λογιστικής καταχώρησης των διενεργουμένων πράξεων για λογαριασμό του Φ.Κ.Α..
 - β. Η οργάνωση και οι μηχανισμοί που διασφαλίζουν την προστασία των τίτλων που ανήκουν στους Φ.Κ.Α..
 - γ. Η πιστοποίηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.
4. Απαγορεύεται η απόκτηση από τον Φ.Κ.Α. κινητών αξιών του Διαχειριστή ή του θεματοφύλακα ή των ομίλων αυτών.
5. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, μετά από εισήγηση της Επιτροπής Επενδυτικής Πολιτικής των Φ.Κ.Α., καθορίζεται κάθε αναγκαία λεπτομέρεια για την εφαρμογή του παρόντος άρθρου.

Άρθρο 20
ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ
ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

1. Στη Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας συστήνεται « Επιτροπή Επενδυτικής Πολιτικής των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης ». Η Επιτροπή αποτελεί γνωμοδοτικό και συμβουλευτικό όργανο του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

2. Έργο της Επιτροπής είναι η υποβολή εισηγήσεων επί θεμάτων εφαρμογής της κείμενης νομοθεσίας και των εκδιδόμενων κανονιστικών πράξεων για επενδύσεις και αξιοποίηση της κινητής και ακίνητης περιουσίας των Φ.Κ.Α. ,τον εκσυγχρονισμό αυτής καθώς και λήψης μέτρων και θέσπισης κανόνων για την τροποποίηση, συμπλήρωση της νομοθεσίας. Ειδικότερα εισηγείται επί θεμάτων που αφορούν :
 - α. Τον καθορισμό του πλαισίου κανόνων επενδυτικής συμπεριφοράς και δεοντολογίας, καθώς και των κανόνων διαχείρισης των κινδύνων που διατρέχουν οι Φ.Κ.Α., με κοινά αποδεκτούς τρόπους αναγνώρισης, μέτρησης και παρακολούθησης των κινδύνων που αναλαμβάνονται με τις επενδύσεις των Φ.Κ.Α..
 - β. Την υιοθέτηση ενιαίας μεθοδολογίας μέτρησης των αποδόσεων και των κινδύνων, σε συνδυασμό με την επιλογή κατάλληλων δεικτών αναφοράς (benchmarks), ώστε να καθίσταται δυνατή και άμεσα συγκρίσιμη η αξιολόγηση της απόδοσης των χαρτοφυλακίων.
 - γ. Το πλαίσιο της διαχείρισης της ακίνητης περιουσίας των Φ.Κ.Α..
 - δ. Τον καθορισμό πλαισίου για την διαχείριση του συνολικού κινδύνου χαρτοφυλακίων (risk management), λαμβάνοντας υπόψη τις διεθνείς επιστημονικές παραδοχές.
 - ε. Την αξιολόγηση νέων επενδυτικών προϊόντων.
 - στ. Την επίλυση τυχόν αναφουομένων αμφισβητήσεων ως προς την εφαρμογή των διατάξεων της νομοθεσίας περί επενδύσεων των Φ.Κ.Α..
3. Η Επιτροπή επιλαμβάνεται όλων των ανωτέρω, μετά από σχετική παραπομπή των θεμάτων από τη Διεύθυνση Οικονομικού της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων.
4. Η Επιτροπή αποτελείται από εννέα (9) μέλη , με τους αναπληρωτές τους , η θητεία των οποίων διαρκεί τρία (3) χρόνια. Στην Επιτροπή μετέχουν οι εξής:
 - α. Ο Γενικός Γραμματέας της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, ως Πρόεδρος.
 - β. Ένας (1) εκπρόσωπος της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, ως μέλος.
 - γ. Ένας (1) εκπρόσωπος του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, ως μέλος.

- δ. Ένας (1) εκπρόσωπος της Τράπεζας της Ελλάδος, ως μέλος.
- ε. Ένας (1) εκπρόσωπος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως μέλος.
- στ. Ένας (1) εκπρόσωπος της Ένωσης Θεσμικών Επενδυτών (Ε.Θ.Ε.), ως μέλος.
Στις περιπτώσεις που συζητούνται θέματα ακινήτων, συμμετέχει ένας (1) εκπρόσωπος της Κ.Ε.Δ. αντί του εκπροσώπου της Ε.Θ.Ε..
- ζ. Ένας (1) εκπρόσωπος των Φ.Κ.Α., ως μέλος.
- η. Ένας (1) εκπρόσωπος της Γ.Σ.Ε.Ε., ως μέλος.
- θ. Ένας (1) εκπρόσωπος του Σ.Ε.Β., ως μέλος.

Τα μέλη της Επιτροπής είναι ανώτερα στελέχη των φορέων από τους οποίους προτείνονται, με γνώσεις και εμπειρία σε θέματα διαχείρισης επενδύσεων και αξιοποίησης της περιουσίας των Φ.Κ.Α. και σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να είναι τα ίδια με τα μέλη της Ειδικής Επιτροπής Ελέγχου των Επενδύσεων των Φ.Κ.Α..

Οι δαπάνες λειτουργίας της Επιτροπής βαρύνουν τον προϋπολογισμό του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.

Η Επιτροπή υποστηρίζεται από Γραμματεία αποτελούμενη από δύο μέλη που είναι μόνιμοι υπάλληλοι της Διεύθυνσης Οικονομικού της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων.

5. Η Επιτροπή συγκροτείται με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας και μετά από πρόταση των Φορέων. Με την ίδια απόφαση καθορίζεται και η αποζημίωση των μελών και των γραμματέων της.

Με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας καθορίζεται ο κανονισμός λειτουργίας της Επιτροπής και κάθε αναγκαία λεπτομέρεια .

Άρθρο 21 **ΕΙΔΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΛΕΓΧΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ Φ.Κ.Α.**

1. Συστήνεται Ειδική Επιτροπή Ελέγχου των Επενδύσεων των Φ.Κ.Α.
2. Έργο της Επιτροπής είναι :

- α. Ο έλεγχος της νομιμότητας με βάση τα στοιχεία συναλλαγής όπως αναφέρονται στο άρθρο 5 παράγραφος 7, των πάσης φύσεως επενδύσεων σε κινητές αξίες, καθώς και ο έλεγχος εφαρμογής των αρχών διαχείρισης και των κανόνων επενδυτικής συμπεριφοράς.
- β. Ο περιοδικός έλεγχος των στοιχείων στα οποία στηρίζονται οι επενδυτικές επιλογές των Διοικητικών Συμβουλίων των Φ.Κ.Α. και των διαχειριστών της περιουσίας τους.

Οι Φ.Κ.Α. υποχρεούνται να παρέχουν στην Επιτροπή τα απαραίτητα για την πραγματοποίηση του έργου της στοιχεία οποτεδήποτε η Επιτροπή τα ζητήσει.

Για την υποβοήθηση του έργου της Επιτροπής μπορεί κατά περίπτωση να ζητείται η συνδρομή των αρμοδίων υπηρεσιών της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, των Τραπεζών και των Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ..

3. Στην Επιτροπή μετέχουν :

- α. Πρόσωπο αναγνωρισμένου κύρους με γνώσεις και εμπειρία σε οικονομικά θέματα ελέγχου και διαχείρισης, ως Πρόεδρος
- β. Δύο (2) εκπρόσωποι της Τράπεζας της Ελλάδος, ως μέλη
- γ. Ένας (1) εκπρόσωπος του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών, ως μέλος
- δ. Ένας (1) εκπρόσωπος του Υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, ως μέλος
- ε. Ένας (1) εκπρόσωπος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως μέλος
- στ. Ένας (1) εκπρόσωπος Ασφαλιστικού Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης ο οποίος επιλέγεται μεταξύ των προτεινομένων από τους τρεις (3) μεγαλύτερους σε κινητή περιουσία Φορείς, ως μέλος
- ζ. Ένας (1) εκπρόσωπος της Γ.Σ.Ε.Ε., ως μέλος
- η. Ένας (1) εκπρόσωπος του Σ.Ε.Β., ως μέλος

Τα μέλη της Επιτροπής είναι ανώτερα στελέχη των φορέων από τους οποίους προτείνονται, με γνώση και εμπειρία σε θέματα διαχείρισης επενδύσεων.

Τα μέλη της Επιτροπής και οι αναπληρωτές τους, ορίζονται ύστερα από προτάσεις των φορέων που υποβάλλονται εντός προθεσμίας δέκα (10) ημερών αφότου ζητηθούν.

Η Επιτροπή υποστηρίζεται από Γραμματεία αποτελούμενη από έναν μόνιμο υπάλληλο της Τράπεζας της Ελλάδος και έναν μόνιμο υπάλληλο της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων.

Το έργο και η λειτουργία της Επιτροπής υποστηρίζεται από τη Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου της Τράπεζας της Ελλάδος.

Οι δαπάνες λειτουργίας της επιτροπής βαρύνουν τον προϋπολογισμό της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων του Υπουργείου Απασχόλησης.

4. Η επιτροπή συγκροτείται με απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας. Με ίδια απόφαση καθορίζεται ο κανονισμός λειτουργίας της. Η αποζημίωση των μελών και των γραμματέων της ορίζεται με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας.
5. Ο έλεγχος και η αξιολόγηση της ασκούμενης διαχείρισης εκ μέρους των διαχειριστών της περιουσίας των Φορέων δεν υποκαθιστά σε καμία περίπτωση άλλους ελέγχους που γίνονται στα πλαίσια της κείμενης νομοθεσίας για εποπτικούς ή άλλους σκοπούς.

6. Επιβολή Ποινών

Σε περίπτωση διαπίστωσης, κατά τη διενέργεια του ελέγχου, παράβασης της κείμενης νομοθεσίας, η Επιτροπή υποβάλλει πόρισμα με το οποίο εισηγείται στους Υπουργούς Οικονομίας Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας την έκδοση κοινής απόφασης για την επιβολή ποινών:

- α. Χρηματικών προστίμων στα μέλη των Δ.Σ. και των διοικητικών υπηρεσιών των Φ.Κ.Α. που έλαβαν τη σχετική απόφαση, στα μέλη των οργάνων διοίκησης των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Ε.Ε.Α.Π. των Φ.Κ.Α. καθώς και στους διαχειριστές των Φ.Κ.Α. και μέχρι ποσοστού ένα τοις εκατό (1%) επί της αξίας της επένδυσης για την οποία διαπιστώθηκε η παράβαση.
- β. Διοικητικών ποινών στα μέλη των Δ.Σ. και των διοικητικών υπηρεσιών των Φ.Κ.Α., στα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Ε.Ε.Α.Π. των Φ.Κ.Α. καθώς και στους διαχειριστές των Φ.Κ.Α., οι οποίες δύνανται να φθάνουν έως και την οριστική τους παύση.

Οι αποφάσεις επιβολής ποινών , υπόκεινται σε προσφυγή στα διοικητικά δικαστήρια.

7. Η ευθύνη των μελών της Επιτροπής κατά την άσκηση των καθηκόντων τους είναι αυτή των δημοσίων υπαλλήλων.
8. Με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας εξειδικεύονται τα χρηματικά πρόστιμα και οι ποινές ανάλογα με τις παραβάσεις, τα οποία αποτελούν έσοδα του κρατικού προϋπολογισμού και κάθε άλλη αναγκαία λεπτομέρεια σχετική με το θέμα αυτό.
9. Από την ημερομηνία έκδοσης του παρόντος νόμου, καταργείται η Ειδική Επιτροπή Ελέγχου και Εποπτείας της Διαχείρισης της Περιουσίας των Φ.Κ.Α., που προβλέπεται από τις διατάξεις του άρθρου 42 του ν.2676/1999.

Άρθρο 22 **ΛΟΙΠΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ**

Οι Διοικητές, Υποδιοικητές και Πρόεδροι των Ν.Π.Δ.Δ. που εποπτεύονται από το Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας διορίζονται εφεξής με απόφαση του οικείου Υπουργού διατηρουμένων των διαδικασιών επιλογής τους όπου προβλέπονται.