



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΠΕΙΡΑΙΑ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΗΣ ΥΓΕΙΑΣ**

Προκλήσεις και ευκαιρίες στην αποτελεσματική διαχείριση
ασφαλιστικών ταμείων.

Η διεθνής εμπειρία και η ελληνική πραγματικότητα

Αντωνοπούλου Αντιγόνη

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς
για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Διοίκηση της Υγείας.

Πειραιάς 2016



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΠΕΙΡΑΙΑ**

**ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ
ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΗΣ ΥΓΕΙΑΣ**

**Προκλήσεις και ευκαιρίες στην αποτελεσματική διαχείριση
ασφαλιστικών ταμείων.**

Η διεθνής εμπειρία και η ελληνική πραγματικότητα

Επιβλέπων: Παντελίδης Παντελής
Καθηγητής, Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης, Πανεπιστήμιο Πειραιά

Αντωνοπούλου Αντιγόνη, ΔΥ 1302

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς
για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Διοίκηση της Υγείας.

Πειραιάς 2016



**UNIVERSITY OF
PIRAEUS**

**Department of Economics
Master of Science in Health Management**

**Opportunities and challenges in successful insurance funds
management.**

International experience and Greek factual basis

Antonopoulou Antigoni

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of M.Sc. in Health Management

Piraeus, Greece 2016

Στα παιδιά μου, Φένια και Νικόλα

Ευχαριστίες

Αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα, κύριο Παντελίδη Παντελή, καθηγητή στο Τμήμα Οικονομικής Επιστήμης και αναπληρωτή Πρύτανη Ακαδημαϊκών Υποθέσεων και Προσωπικού στο Πανεπιστήμιο Πειραιώς, για την πολύτιμη βοήθεια και τις συμβουλές που μου έδωσε, καθώς και την άψογη συνεργασία που είχαμε καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της διπλωματικής μου εργασίας. Ιδιαίτερα επιθυμώ να ευχαριστήσω τους γονείς μου για τη σημαντική στήριξή τους και την ενεργή συνεισφορά τους στην προσπάθειά μου, χωρίς τις οποίες θα ήταν αδύνατη η ολοκλήρωση των σπουδών μου. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω το σύζυγο μου, για τις ουσιαστικές παρατηρήσεις του, καθώς και για την υπομονή και την αμέριστη συμπαράστασή του καθ' όλη τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Προκλήσεις και ευκαιρίες στην αποτελεσματική διαχείριση ασφαλιστικών ταμείων.

Η διεθνής εμπειρία και η ελληνική πραγματικότητα

Σημαντικοί Όροι: Διαχείριση ασφαλιστικών ταμείων, Δημογραφική γήρανση, Δημογραφική πυραμίδα, Διανεμητικά - Κεφαλαιοποιητικά Συστήματα, Συστήματα Προκαθορισμένης Παροχής – Εισφοράς, Τρεις Πυλώνες, Ασφαλιστική μεταρρύθμιση, Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης, Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Pension funds, περιουσία και απόδοση ασφαλιστικών ταμείων, Capital Recovery, ΑΕΕΑΠ

Περίληψη

Τα ασφαλιστικά ταμεία είναι οργανισμοί που έχουν συσσωρευμένα κεφάλαια επενδυμένα σε κινητές και ακίνητες αξίες. Η διαχείριση των κεφαλαίων αυτών οφείλει να δημιουργήσει αξία στην περιουσία του ταμείου προς όφελος των δικαιούχων. Πρόκειται για μια διεθνώς ανεπτυγμένη αγορά. Μόνο στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ, τα κεφάλαια υπό διαχείριση των ασφαλιστικών ταμείων που παρέχουν συντάξεις (Pension Funds) ανέρχονται σε \$25τρις (2014).

Η παρούσα εργασία αποσκοπεί στην παρουσίαση και ανάλυση των προκλήσεων και των ευκαιριών στην αποτελεσματική διαχείριση ασφαλιστικών ταμείων αντλώντας στοιχεία από τη διεθνή εμπειρία αλλά και την ελληνική πραγματικότητα. Απαρτίζεται από δύο μέρη.

Αντικείμενο του πρώτου μέρους είναι η παρουσίαση του πλαισίου παραγόντων που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις στα ασφαλιστικά ταμεία και, συγκεκριμένα, οι δημογραφικές εξελίξεις (κεφάλαιο 1) και η θεσμική διάρθρωση και ταξινόμηση των συστημάτων συνταξιοδότησης (κεφάλαιο 2). Στο τέλος του πρώτου μέρους παρουσιάζεται, επίσης, η διάρθρωση των τριών πυλώνων ασφάλισης στη Ελλάδα και συνοψίζονται οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει έκαστος εξ αυτών στη σύγχρονη ελληνική πραγματικότητα. Για τον πρώτο πυλώνα κύρια πρόκληση είναι η αντιμετώπιση των δημογραφικών πιέσεων με την παράλληλη εξασφάλιση ελάχιστων συντάξεων, που θα είναι όμως επαρκείς για την διαβίωση του πληθυσμού. Για τον δεύτερο πυλώνα στόχος είναι η ανάπτυξη του (καθώς στην

παρούσα φάση δεν εμφανίζει σημαντική παρουσία), με τη δημιουργία ταμείων εφάμιλλων και ανταγωνιστικών των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων. Τέλος, για τον τρίτο πυλώνα η πρόκληση εντοπίζεται κυρίως στην απαραίτητη αντιμετώπιση των ζητημάτων φερεγγυότητας των ιδιωτικών ασφαλιστικών εταιρειών με ενίσχυση της εποπτείας (Τράπεζα της Ελλάδος, Solvency II), προκειμένου να διασφαλιστούν τα δικαιώματα και οι αποταμιεύσεις των καταναλωτών. Αυτό θα έχει ως αρχικό στόχο την αύξηση της συμμετοχής των πολιτών στο θεσμό ώστε με τον τρόπο αυτό να επιτευχθεί ο τελικός σκοπός για ενίσχυση των ποσοστών αναπλήρωσης των συντάξεων σε υψηλότερα επίπεδα.

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας παρουσιάζεται θεωρητικά η διαδικασία διαχείρισης και αξιολόγησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων (κεφάλαιο 3). Επιπλέον, προσεγγίζεται η διεθνής εμπειρία από τα συνταξιοδοτικά ταμεία μέσω της παρουσίασης της συγκεκριμένης αγοράς (διαχρονική εξέλιξη και υφιστάμενη κατάσταση), όπως αυτή αποτυπώνεται στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ. Μεταξύ άλλων αναλύονται οι αποδόσεις, η διάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων και, επιπλέον, αναφέρονται οι διάφορες πρακτικές των χωρών σχετικά με τους επενδυτικούς περιορισμούς. Παράλληλα, δίνεται έμφαση στις τάσεις, όπως για παράδειγμα στην αύξηση των εναλλακτικών – μη παραδοσιακών – μορφών επενδύσεων ως ποσοστό των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων. Πρόκειται για τάση η οποία εμφανίζεται κυρίως ως αποτέλεσμα της αναζήτησης των διαχειριστών για υψηλότερες αποδόσεις (search for yield) λόγω της τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας και των χαμηλών επιτοκίων που επικρατούν, προκειμένου να καλύψουν τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, οπότε είναι πιθανόν να μην είναι κατάλληλη για τους δικαιούχους των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Ακόμη, επισκοπήθηκε η διεθνής βιβλιογραφία ως προς τα συνταξιοδοτικά ταμεία με έμφαση στις επενδυτικές επιλογές, αλλά και στη διαχείριση και την απόδοσή τους.

Στο τέλος του δεύτερου μέρους παρουσιάζεται η περιουσία των ασφαλιστικών ταμείων στην Ελλάδα και αξιολογείται η απόδοσή τους μέσω της επισκόπησης των μέχρι σήμερα ενεργειών με ανάδειξη παθολογιών του παρελθόντος όπως και θετικών αναφορών. Επίσης, αναδεικνύονται οι ευκαιρίες για περαιτέρω αποτελεσματική διαχείριση σε επιμέρους κατηγορίες της περιουσίας τους, οι οποίες στα πλαίσια της παρούσας εργασίας εντοπίζονται στους τομείς της εισπραξιμότητας των απαιτήσεων και στις επενδύσεις ακινήτων με την υποβολή συγκεκριμένων προτάσεων.

Opportunities and challenges in successful insurance funds management.

International experience and Greek factual basis

Keywords: insurance funds management, Population ageing, Population pyramid, Pay-As-You-Go and Funded pension plans, Defined Benefit and Defined Contribution schemes, Three Pillars Insurance Services, Insurance reform, National Social Security System, Portfolio management, Pension funds, Insurance Fund Assets and Returns , Capital Recovery, REITs

Abstract

Insurance Funds accumulate capital invested in securities and other assets. Asset management should be efficient and value adding on behalf of beneficiaries. It is a mature market and precisely, in 2014, OECD countries pension funds' assets under management are approximately USD 25 trillion.

Given this international experience, the scope of this dissertation is to point out both opportunities and challenges that can arise in insurance funds management. It is organized into two parts.

First part introduces factors that shape the pension fund investment framework, namely population ageing (chapter 1) and pension schemes structure (chapter 2). In the end of the first part, the three Pillars Insurance Services approach is introduced, summarizing the challenges that each of them faces in contemporary Greece. The main challenge of the first pillar is to tackle the demographic shifting and, at the same time, to maintain adequate, safe and sustainable Pensions schemes. For the second pillar is its further improvement (given that at this stage it does not seem to have a significant presence) through the formation of competent funds, that can equally emulate private pension funds. Finally, the main challenge of the third pillar is to address solvency issues of private insurance companies by strengthening supervision (Bank of Greece, Solvency II), in order to safeguard consumer savings so as to increase participation and thus to achieve higher replacement rates.

Second part analyses the theoretical base of portfolio management and investment performance evaluation (chapter 3). Moreover, understanding in international pension funds markets is approached through the presentation (historical evolution and current status) of pension fund market in OECD. Performance, portfolio structure and current trends are

analyzed. At the same time, the increase of alternative - non-traditional - forms of investment as a percentage of total investments is outlined. This is a tendency that appears mainly as a result of managers' search for yield, due to the current economic conditions and low interest rates prevailing, in order to meet the financial requirements of the pension plans and, thus, may not be suitable for pension plans beneficiaries. Furthermore, academic literature is reviewed, spotlighting funds' investment choices, management and performance.

At the end of the second part, Greek pension funds assets and their performances are assessed by underlining both past weaknesses and strong points. Also opportunities for further effective management are highlighted explicitly in the area of improving receivables collection and real-estate management.

Περιεχόμενα

Περίληψη

Abstract

Κατάλογος Πινάκων

Κατάλογος Διαγραμμάτων

Κατάλογος Γραφημάτων

ΜΕΡΟΣ Α : Παράγοντες που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις στα ασφαλιστικά ταμεία

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ : Δημογραφικές Εξελίξεις

1.1 Εισαγωγή	17
1.2 Γήρανση του πληθυσμού	18
1.2.1 Αιτίες εμφάνισης της Δημογραφικής Γήρανσης	19
1.3 Δημογραφική πυραμίδα	21
1.4 Δημογραφικοί Δείκτες - Δείκτης Εξάρτησης	22
1.5 Ανακεφαλαίωση	23

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ : Συνταξιοδοτικά Συστήματα

2.1 Εισαγωγή	25
2.2.1 Διανεμητικά Συστήματα	25
2.2.2 Κεφαλαιοποιητικά Συστήματα	26
2.3.1 Συστήματα Προκαθορισμένης Παροχής	26
2.3.2 Συστήματα Προκαθορισμένης Εισφοράς	27
2.4 Επισκόπηση Βιβλιογραφίας Συνταξιοδοτικών Συστημάτων	27
2.5 Προσέγγιση Τριών Πυλώνων	29
2.6 Περιγραφή του Συστήματος Συνταξιοδότησης Στην Ελλάδα	30
2.6.1 Ο πρώτος πυλώνας του Συστήματος Συνταξιοδότησης στην Ελλάδα	30
2.6.1.1 Ασφαλιστική μεταρρύθμιση Μάιος 2016	33

2.6.2 Ο δεύτερος πυλώνας του Συστήματος Συνταξιοδότησης στην Ελλάδα	36
2.6.3 Ο τρίτος πυλώνας του Συστήματος Συνταξιοδότησης στην Ελλάδα	38
2.7 Ανακεφαλαίωση	39

ΜΕΡΟΣ Β : Διαχείριση και απόδοση ασφαλιστικών ταμείων - η διεθνής και η ελληνική εμπειρία

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: Διαχείριση Συνταξιοδοτικών Κεφαλαίων (Pension Funds)

3.1 Εισαγωγή	41
3.2 Στάδια Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου – Θεωρητική προσέγγιση	41
3.3 Η Διεθνής Εμπειρία. Τα Συνταξιοδοτικά Ταμεία (Pension Funds) στον ΟΟΣΑ	46
3.3.1 Οι αποδόσεις των Συνταξιοδοτικών Ταμείων	48
3.3.2 Διάρθρωση επενδύσεων των Συνταξιοδοτικών Ταμείων	50
3.4 Επισκόπηση Βιβλιογραφίας Συνταξιοδοτικών Ταμείων	54
3.5 Ανακεφαλαίωση	56

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: Απόδοση και αξιοποίηση περιουσίας ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων

4.1 Εισαγωγή	58
4.2 Παρουσίαση περιουσίας και απόδοσης ασφαλιστικών ταμείων	58
4.3 Επενδυτικό πλαίσιο και ιστορική επισκόπηση διαχείρισης αποθεματικών	63
4.4 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού – προτάσεις για περεταίρω αξιολόγηση	66
4.4.1 Απαιτήσεις Ασφαλιστικών Ταμείων	66
4.4.2 Αξιοποίηση επενδύσεων σε Real Estate	70
4.5 Ανακεφαλαίωση	71
Βιβλιογραφία	72

Κατάλογος Πινάκων

2.1	Η προσέγγιση των Τριών Πυλώνων	29
2.2	Πλήθος συνταξιούχων ανά κατηγορία σύνταξης στην Ελλάδα	31
2.3	Δαπάνη ανά κατηγορία σύνταξης στην Ελλάδα	31
2.4	Κατανομή εισοδήματος συνταξιούχων ανά εύρος καταβαλλόμενου ποσού	32
2.5	Ποσά Συντάξεων ανά Περιφέρεια ως Ποσοστό του ΑΕΠ	33
2.6	Βασικές διαφορές των χαρακτηριστικών μεταξύ Εθνικής και Ανταποδοτικής Σύνταξης	35
2.7	Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης στην Ελλάδα	37
2.8	Πλήθος Ασφαλιστικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα	38
3.1	Συνολικές επενδύσεις Συνταξιοδοτικών Ταμείων στις χώρες του ΟΟΣΑ (2004-2014)	46
3.2	Περιορισμοί σε μη παραδοσιακές επενδύσεις το 2014	52
4.1	Κατανομή περιουσίας των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων	59
4.2	Απόδοση περιουσιακών στοιχείων έτους 2008	60
4.3	Απόδοση περιουσιακών στοιχείων έτους 2009	61
4.3	Οικονομική και Κοινωνική Πολιτική μέσω του ΙΚΑ	63
4.4	Πλήθος οφειλετών ΚΕΑΟ ανά εύρος οφειλής	67
4.5	Συνολικές εισπράξεις Κ.Ε.Α.Ο. (έως 30.06.2016)	68
4.6	Οφειλές (κύρια οφειλή και πρόσθετα τέλη) βάσει του έτους εκκίνησης των οφειλών. (Τρέχον υπόλοιπο στις 30/6/2016)	68

Κατάλογος Διαγραμμάτων

1.1	Διαχρονικά ποσοστά του πληθυσμού ηλικίας άνω των 65 ετών	18
1.2	Δείκτης γονιμότητας (1960-2059)	19
1.3	Προσδόκιμο ζωής κατά τη γέννηση	20
1.4	Διαχρονική εξέλιξη Δείκτη Εξάρτησης	22
3.1	Κεφάλαια υπό διαχείριση Συνταξιοδοτικών Ταμείων ως ποσοστό του ΑΕΠ στις χώρες του ΟΟΣΑ (2004-2014)	48
3.2	Επίπεδο και ετήσια απόδοση ενεργητικού Συνταξιοδοτικών Ταμείων (2004-2014)	49
3.3	Εξέλιξη επιλεγμένων χρηματιστηριακών δεικτών (2004-2014)	50
3.4	Κατανομή Επενδύσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων σε επιλεγμένες χώρες του ΟΟΣΑ το 2014	51
4.1	Ποσοστιαία κατανομή τοποθετήσεων περιουσίας των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων	60
4.2	Γενικός Δείκτης Τιμών ΧΑ: τιμές κλεισίματος-ετήσιες αποδόσεις 2006-2015	62

Κατάλογος Γραφημάτων

1.1	Δημογραφική Πυραμίδα	21
2.1	Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας	34
3.1	Στάδια διαδικασίας Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου	42
4.1	Γενικές Αρχές Κανονισμού Δεοντολογίας	66

ΜΕΡΟΣ Α
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ
ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΣΤΑ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1
ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

1.1 Εισαγωγή

Είναι κοινώς αποδεκτό ότι οι δημογραφικές εξελίξεις, με κυρίαρχη τη γήρανση του πληθυσμού, αποτελούν μείζονα πρόκληση για τα συνταξιοδοτικά συστήματα, καθώς η μεγαλύτερη αναλογία ηλικιωμένων στον πληθυσμό ασκεί πιέσεις στα οικονομικά των ασφαλιστικών και συνταξιοδοτικών ταμείων¹, τα οποία οφείλουν να προσαρμοστούν στις νέες συνθήκες.

Οι προκλήσεις αυτές είναι γνωστές και επιδεινώνονται περαιτέρω από την τρέχουσα χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση. Είναι πλέον περισσότερο επείγον από ποτέ να αναπτυχθούν και να τεθούν σε εφαρμογή ολοκληρωμένες επενδυτικές και διαρθρωτικές στρατηγικές προσαρμογής των συνταξιοδοτικών συστημάτων στις τρέχουσες μεταβαλλόμενες οικονομικές και δημογραφικές συνθήκες.

Αντικείμενο του παρόντος κεφαλαίου είναι η συνοπτική παρουσίαση του μεγέθους των δημογραφικών εξελίξεων (κυρίως της δημογραφικής γήρανσης) και των αιτιών εμφάνισής τους βάσει των πιο πρόσφατων δημοσιευμένων στοιχείων (ΟΗΕ, ΟΟΣΑ, Ευρωπαϊκή Επιτροπή) και, κυρίως, μέσω των δημογραφικών προβολών για το μέλλον. Στα πλαίσια αυτά παρουσιάζεται, επίσης, η ανεστραμμένη δημογραφική πυραμίδα καθώς και δημογραφικοί δείκτες, όπως ο δείκτης εξάρτησης.

¹ Στο εξωτερικό και, κυρίως, στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ, ο όρος Pension Funds (συνταξιοδοτικά ταμεία) αφορά σε ασφαλιστικούς φορείς που περιορίζονται αμιγώς στην ασφάλιση του γήρατος και του θανάτου και αποτελούν υποσύνολο των ευρύτερων ασφαλιστικών ταμείων που ασφαλίζουν επιπλέον έναντι λοιπών κινδύνων (π.χ. επανόρθωση της υγείας με παροχή πρόσθετης υγειονομικής περίθαλψης στα μέλη τους). Αντίθετα, στην Ελλάδα οι όροι χρησιμοποιούνται στην πράξη ως ταυτόσημοι, δεδομένου ότι ορισμένα ταμεία δεν είναι αμιγώς συνταξιοδοτικά καθώς δύνανται να παρέχουν και δυνατότητα ασφάλισης έναντι λοιπών κινδύνων.

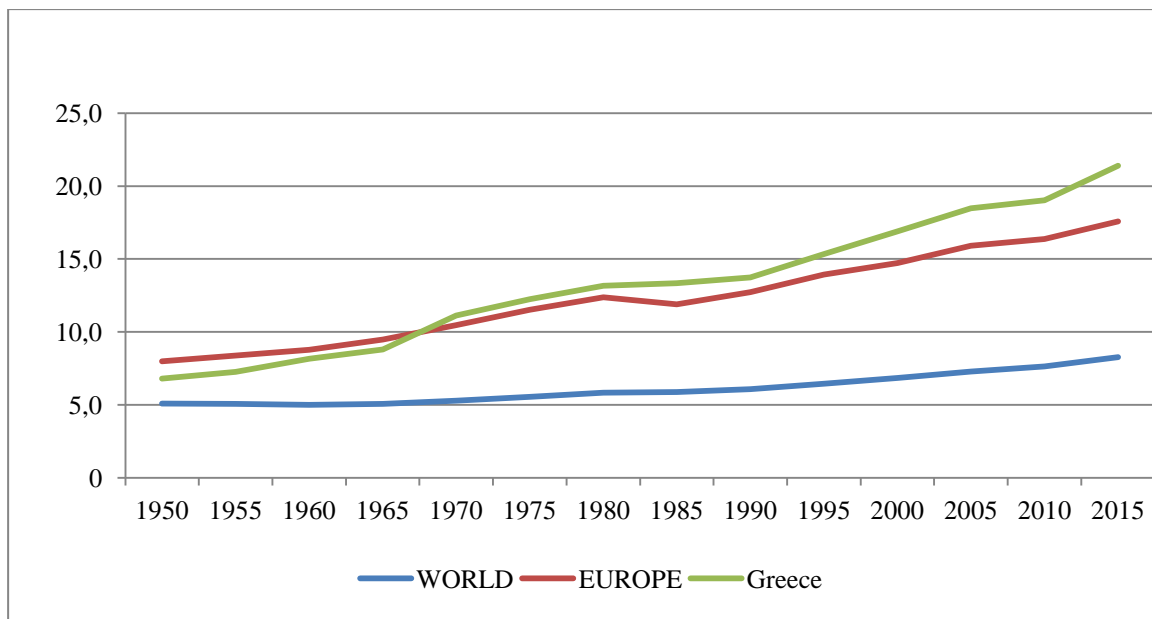
1.2 Γήρανση του πληθυσμού

Ως γήρανση του πληθυσμού ή δημογραφική γήρανση ορίζεται η αύξηση της αναλογίας των ηλικιωμένων ατόμων (συνήθως 65 ετών και άνω) στον πληθυσμό (η οποία αντανακλάται στην επακόλουθη αύξηση της διάμεσης ηλικίας του πληθυσμού) με ταυτόχρονη μείωση της αναλογίας των νέων (0-14 ετών) και ενδεχομένως της αναλογίας των ατόμων παραγωγικής ηλικίας (15-64 ετών) (European Commission, 2015).

Η δημογραφική γήρανση αποτελεί ένα παγκόσμιο φαινόμενο που εμφανίζεται ιδιαίτερα έντονο στις ανεπτυγμένες οικονομικά και βιομηχανικά χώρες. Το παρακάτω διάγραμμα στηρίζεται σε στοιχεία από τον ΟΗΕ και παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του ποσοστού του πληθυσμού ηλικίας άνω των 65 ετών στον κόσμο, στην Ευρώπη και στη χώρα μας.

Διάγραμμα 1.1

Διαχρονικά ποσοστά του πληθυσμού ηλικίας άνω των 65 ετών



Πηγή: United Nations, World Population Prospects, The 2015 Revision

Όπως είναι φανερό και οι τρεις τάσεις είναι αυξητικές. Η Ευρώπη εμφανίζει μεγαλύτερη διαχρονική αύξηση στο ποσοστό ηλικιωμένων και συγκεκριμένα από 8% του συνολικού πληθυσμού το 1950, το ποσοστό των ηλικιωμένων αυξάνεται σε 17,6% το 2015. Η χώρα μας ακολουθεί την ανοδική ευρωπαϊκή τάση και από τη δεκαετία του '70 και μετά έχει ξεπεράσει τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Ειδικότερα, από 6,8% το 1950, το ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας άνω των 65 ετών στην Ελλάδα ανήλθε σε 21,4% το 2015 ανήλθε σε 21,4%.

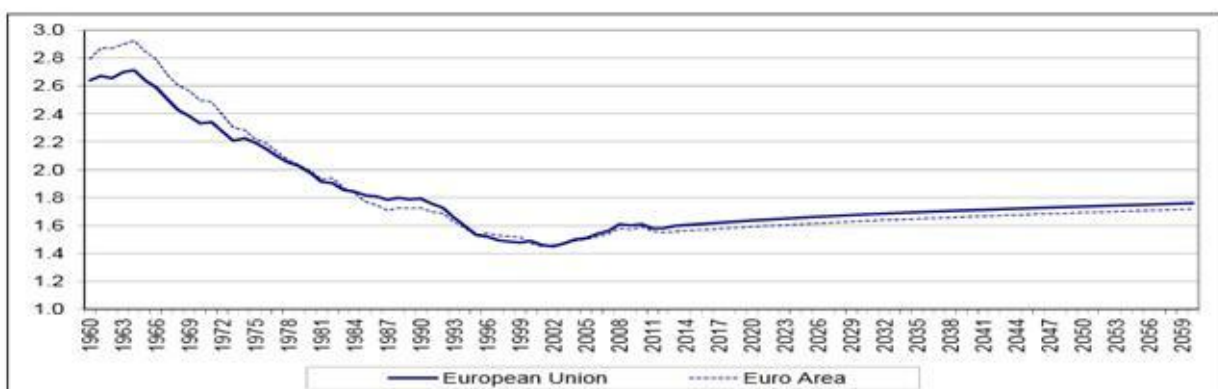
Η γήρανση του πληθυσμού δεν είναι μόνο η αύξηση του αριθμού των ηλικιωμένων αλλά και η αύξηση της αναλογίας τους στον συνολικό πληθυσμό, συνίσταται επομένως στη μεταβολή της διάρθρωσης του πληθυσμού κατά μεγάλες ομάδες ηλικιών. Η αύξηση του προσδόκιμου ζωής και η μείωση της γονιμότητας, σε συνδυασμό με τη μετάβαση της γενιάς του «baby-boom»² στη συνταξιοδότηση, έχει σοβαρές οικονομικές και δημοσιονομικές συνέπειες, καθώς μειώνεται το δυναμικό για οικονομική ανάπτυξη με παράλληλη άσκηση πίεσης στα δημόσια οικονομικά.

Οι δημογραφικές προβολές για το μέλλον φαίνεται ότι ακολουθούν την ίδια αυξητική τάση. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Ageing Report 2015), το 2060 το ποσοστό του πληθυσμού ηλικίας άνω των 65 ετών στην Ευρωπαϊκή Ένωση αναμένεται να ανέλθει σε 28% του συνολικού πληθυσμού.

1.2.1 Αιτίες εμφάνισης της Δημογραφικής Γήρανσης

Στους βασικούς παράγοντες που τροφοδοτούν την συνέχιση της γήρανσης του πληθυσμού εντάσσονται, μεταξύ άλλων, **η μείωση της γονιμότητας και η αύξηση του προσδόκιμου ζωής** (European Commission, 2015). Ειδικότερα, σύμφωνα με το Ageing Report 2015, για να διατηρηθεί το σύστημα βιώσιμο θα πρέπει ο δείκτης γονιμότητας, δηλαδή ο αριθμός των γεννήσεων ανά γυναίκα, να ξεπερνά το όριο του 2,1 (natural replacement level). Στην Ελλάδα ο ρυθμός γονιμότητας το 2013 ανήρχετο περίπου σε 1,34 και η εκτίμηση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής είναι ότι θα αυξηθεί σταδιακά έως το 2060 περίπου στο 1,6 (European Commission 2015).

Διάγραμμα 1.2
Δείκτης γονιμότητας (1960-2059)



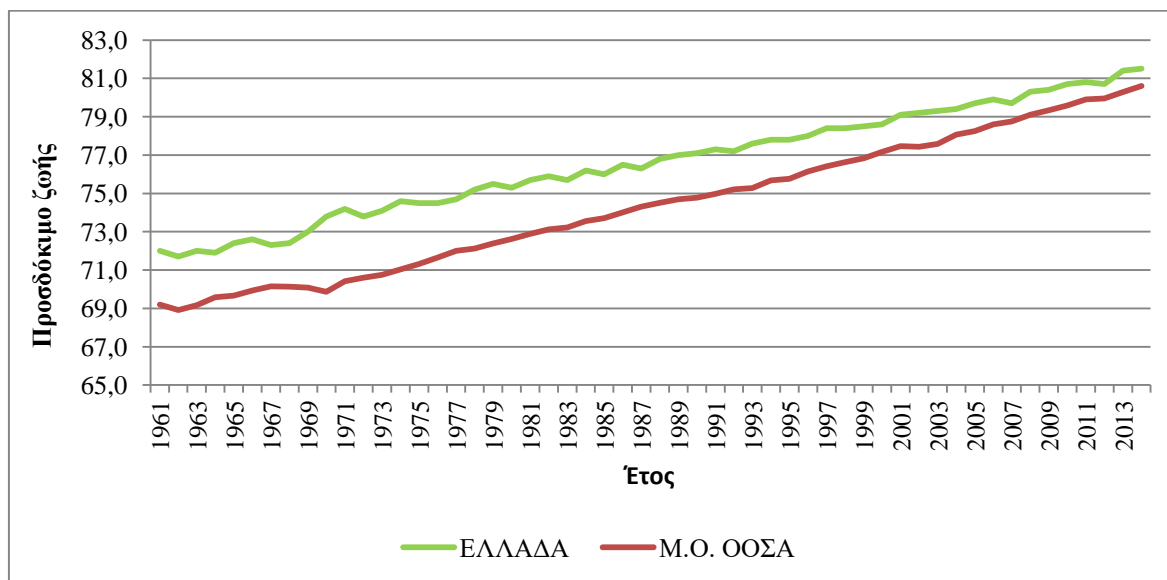
Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ageing Report 2015

² Πρόκειται για τα άτομα που γεννήθηκαν μετά τον Β' Παγκόσμιο πόλεμο (συνήθως 1946-64). Πληθυσμιακά αποτελεί μεγαλύτερη γενιά από τις επερχόμενες.

Σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα, ο δείκτης γονιμότητας, παρά την κατακόρυφη υποχώρησή του από το 1960, φαίνεται ότι στο μέλλον θα εμφανίσει αυξητική τάση, σε επίπεδα, όμως, που υστερούν σημαντικά από το φυσικό όριο αναπλήρωσης των 2,1 γεννών ανά γυναίκα.

Η αύξηση του προσδόκιμου ζωής, απόρροια της βελτίωσης των συνθηκών διαβίωσης στις ανεπτυγμένες χώρες, αποτελεί τον δεύτερο παράγοντα ενίσχυσης του φαινομένου της δημογραφικής γήρανσης. Το παρακάτω διάγραμμα στηρίζεται σε στοιχεία από τον ΟΟΣΑ και παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη του προσδόκιμου ζωής κατά τη γέννηση, στην Ελλάδα και στο μέσο όρο των χωρών μελών του ΟΟΣΑ.

Διάγραμμα 1.3
Προσδόκιμο ζωής κατά τη γέννηση



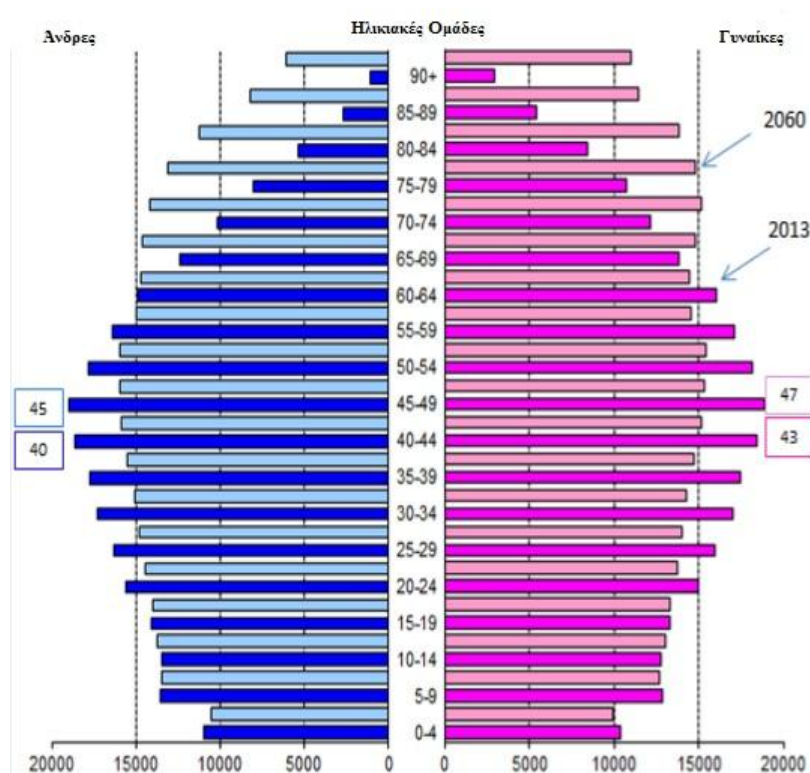
Πηγή: OECD Health Statistics, Ιούνιος 2016

Όπως προκύπτει από το διάγραμμα, το προσδόκιμο ζωής εμφανίζει αυξητική τάση, με την Ελλάδα να βρίσκεται σταθερά σε επίπεδα υψηλότερα του μέσου όρου των χωρών του ΟΟΣΑ. Συγκεκριμένα, το 1961 το προσδόκιμο ζωής κατά τη γέννηση στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ διαμορφωνόταν κατά μέσο όρο σε 69,2 έτη, ενώ το 2014 σε 80,6 έτη. Στην Ελλάδα διαμορφωνόταν σε 72 και 81,5 έτη αντίστοιχα (OECD 2016). Το 2060 το προσδόκιμο ζωής στην Ελλάδα αναμένεται να αυξηθεί περαιτέρω και, συγκεκριμένα, στους άνδρες θα διαμορφωθεί σε 84,9 έτη και στις γυναίκες σε 89 έτη (European Commission 2015).

1.3 Δημογραφική πυραμίδα

Η κατανομή του πληθυσμού σε ηλικιακές ομάδες και ανάλογα με το φύλο αποτελεί τη λεγόμενη δημογραφική πυραμίδα. Ακολουθεί η δημογραφική πυραμίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης για το έτος 2013 και η προβολή για το έτος 2060.

Γράφημα 1.1
Δημογραφική Πυραμίδα



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Ageing Report 2015

Το ραβδόγραμμα παρουσιάζει αριστερά τους άνδρες και δεξιά τις γυναίκες σε χιλιάδες άτομα. Στη μέση αναγράφονται οι ηλικιακές ομάδες από τη μικρότερη στη μεγαλύτερη. Με σκούρο χρώμα εμφανίζονται τα πραγματικά στοιχεία του 2013 ενώ με ανοιχτή απόχρωση εμφανίζεται η εκτίμηση για την ηλικιακή κατανομή το 2060.

Όπως προκύπτει από το ανωτέρω ραβδόγραμμα, στις μικρές ηλικιακές ομάδες, οι ανοιχτόχρωμες γραμμές είναι μικρότερες από τις σκουρόχρωμες, ενώ το αντίστροφο συμβαίνει στις μεγαλύτερες ηλικιακές ομάδες. Πρόκειται δηλαδή για μια αναστροφή της πυραμίδας με την προβολή της στο μέλλον να εμφανίζει στενότερη βάση και ευρύτερη κορυφή.

Πρόκειται για τη λεγόμενη ανεστραμμένη δημογραφική πυραμίδα, κυρίως λόγω της διευρυνόμενης κορυφής της, η οποία δημιουργεί αστάθεια και ανισορροπία στο σύστημα συντάξεων, το οποίο για να διατηρηθεί χρειάζεται να απορροφήσει ολοένα και περισσότερους δημοσιονομικούς πόρους.

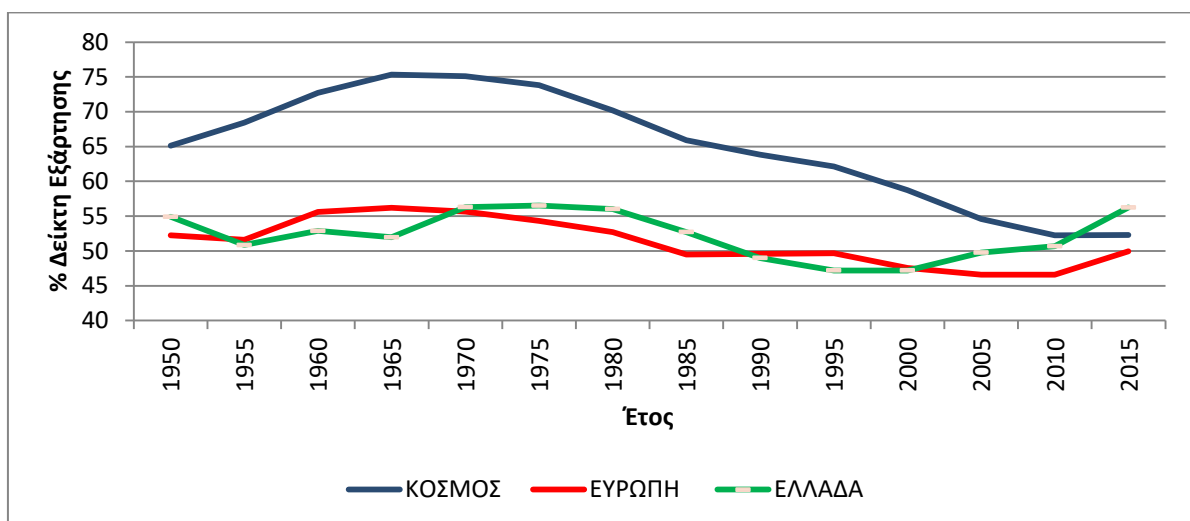
Η πληθυσμιακή μετατόπιση των ηλικιακών ομάδων σε γηραιότερες ηλικίες μετατοπίζει και από τους μέσους όρους ηλικίας των πληθυσμών, οι οποίοι αυξάνονται επίσης. Συγκεκριμένα, για τους άνδρες ο μέσος όρος ηλικίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση θα αυξηθεί σε 45 έτη το 2060 από 40 έτη το 2013. Αντίστοιχα, ο μέσος όρος ηλικίας για τις γυναίκες εκτιμάται ότι θα αυξηθεί σε 47 έτη το 2060 από 43 το 2013.

1.4 Δημογραφικοί Δείκτες - Δείκτης Εξάρτησης

Η ποσοτικοποίηση της παραπάνω ποσοτικής τάσης μπορεί να αποδοθεί με βάση διάφορους δείκτες, με σημαντικότερο το Δείκτη Εξάρτησης³.

Ο Δείκτης Εξάρτησης (dependency ratio), συνδέει τις εξαρτώμενες ομάδες του πληθυσμού, ήτοι τους νέους (0-14 ετών) και ηλικιωμένους (άνω των 65 ετών), με τον ενεργό εργαζόμενο πληθυσμό (15-64 έτη). Συγκεκριμένα, αποτελείται από τον δείκτη με αριθμητή τις εξαρτώμενες ομάδες πληθυσμού και παρονομαστή τον ενεργό πληθυσμό (European Commission, 2015).

Διάγραμμα 1.4
Διαχρονική εξέλιξη Δείκτη Εξάρτησης



Πηγή: United Nations, World Population Prospects, The 2015 Revision

³ Εκτός από το δείκτη εξάρτησης, ο δημογραφικός δείκτης στήριξης (demographic support ratio) και ο οικονομικός δείκτης στήριξης (economic support ratio) απεικονίζουν τις δημογραφικές εξελίξεις σε σχέση με τον αντίκτυπο που έχουν αυτές στην οικονομική επάρκεια των κρατών, βάσει του ενεργού και του μη οικονομικά δραστήριου πληθυσμού, του ηλικιακά νέου και του γηραιότερου. Ο δημογραφικός δείκτης στήριξης εκφράζει το ποσοστό του νεότερου πληθυσμού, που συνήθως ορίζεται μεταξύ των ηλικιών 20 και 64, προς το γηραιότερο. Ο οικονομικός δείκτης στήριξης εκφράζει το ποσοστό του οικονομικά δραστήριου πληθυσμού προς το σύνολο των συνταξιούχων (65+).

Στο παραπάνω διάγραμμα απεικονίζεται η διαχρονική εξέλιξη του Δείκτη Εξάρτησης σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία του ΟΗΕ. Παρουσιάζονται οι δείκτες για τον κόσμο, την Ευρώπη και την Ελλάδα. Όπως προκύπτει από το διάγραμμα, η Ελλάδα από το 2000 έχει σταθερά επιβαρημένο δείκτη εξάρτησης σε σχέση με τον μέσο όρο στην Ευρώπη.

Υψηλότεροι Δείκτες Εξάρτησης συνοδεύονται με μεγαλύτερο δημοσιονομικό βάρος αλλά και δυσχεραίνουν το πλαίσιο επενδυτικών αποφάσεων για τα ασφαλιστικά ταμεία καθώς θα πρέπει να ανταπεξέλθουν στην αύξηση των δικαιούχων και στην ταυτόχρονη μείωση των παραγωγικών δυνάμεων που τροφοδοτούν τα ταμεία αυτά.

Αξίζει να σημειωθεί ότι οι δημογραφικοί αυτοί δείκτες δεν λαμβάνουν υπόψη άλλους οικονομικούς παράγοντες. Είναι προφανές ότι οι αργοί ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης, τα ελλείμματα του προϋπολογισμού, το δανειακό βάρος, η χρηματοπιστωτική αστάθεια και το χαμηλό επίπεδο απασχόλησης επιδεινώνουν περαιτέρω τόσο το δημοσιονομικό βάρος όσο και το βάρος για τα ασφαλιστικά ταμεία.

Τέλος, χρήζει επισήμανσης ότι, ανάμεσα στις πληθυσμιακές ομάδες, οι βασικοί τροφοδότες της αποταμίευσης μιας οικονομίας, θεωρούνται τα άτομα που βρίσκονται στην παραγωγική ηλικία. Η συρρίκνωση της πληθυσμιακής αυτής ομάδας επιδρά αρνητικά στα επίπεδα αποταμίευσης.

1.5 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο επισκοπήθηκαν θέματα των σύγχρονων δημογραφικών εξελίξεων, που αποτελούν παράγοντες που επηρεάζουν τα συνταξιοδοτικά συστήματα και, ως εκ τούτου, τις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνονται στα πλαίσια διαχείρισης των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Ειδικότερα, αναπτύχθηκε το φαινόμενο της δημογραφικής γήρανσης, το οποίο τροφοδοτεί την σημαντική αύξηση των ατόμων ηλικίας άνω των 65 ετών, τόσο σε απόλυτους αριθμούς στο πληθυσμό όσο και ποσοστιαία στο σύνολό του. Αναφέρθηκε ότι το φαινόμενο εμφανίζεται κυρίως στις βιομηχανικές περιοχές, και επομένως και στην Ελλάδα, σε αντίθεση με τον υπόλοιπο κόσμο, και αναλύθηκαν οι δύο βασικές αιτίες του, ήτοι η αύξηση του προσδόκιμου ζωής και η ταυτόχρονη μείωση της γονιμότητας. Σημειώθηκε, επίσης, η διαχρονική διάσταση του φαινομένου, χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία αλλά και προβολές στο μέλλον (αναστροφή δημογραφικής πυραμίδας), καταδεικνύοντας, με αυτόν τον τρόπο, την αναμενόμενη περαιτέρω επιβάρυνση τα επόμενα έτη και το περιβάλλον μέσα στο

οποίο θα πρέπει να λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων στο μέλλον.

Τα άτομα ηλικίας άνω των 65 ετών συνήθως έχουν ολοκληρώσει την παραγωγική τους δραστηριότητα και δεν αποτελούν πλέον τροφοδότες των συνταξιοδοτικών ταμείων, αντιθέτως απορροφούν πόρους από το σύστημα μέσω των συντάξεων που λαμβάνουν. Επομένως, η μεγαλύτερη αναλογία ηλικιωμένων στον πληθυσμό με τη παράλληλη συρρίκνωση του ενεργού πληθυσμού, όπως αυτές αποτυπώνονται από την επιβάρυνση των δεικτών εξάρτησης, δημιουργούν πιέσεις στα οικονομικά των συνταξιοδοτικών ταμείων, τα οποία οφείλουν, σε αυτό το πλαίσιο, να αντεπεξέλθουν και να είναι σε θέση να παράσχουν επαρκείς και βιώσιμες συντάξεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ

2.1 Εισαγωγή

Στο παρόν κεφάλαιο, παρουσιάζονται τα συνταξιοδοτικά συστήματα καθώς η διαφοροποίησή τους αποτελεί παράγοντα που επηρεάζει τις επενδυτικές αποφάσεις για τα ασφαλιστικά ταμεία. Τα διαφορετικά συστήματα συνταξιοδότησης εξετάζονται υπό το πρίσμα μεταβολών των εξωτερικών παραγόντων (δημογραφικές εξελίξεις, χαμηλά επιτόκια κτλ.). Επισκοπείται η σχετική βιβλιογραφία και πραγματοποιείται αναλυτική παρουσίαση του συστήματος των τριών πυλώνων, τόσο θεωρητικά όσο και πρακτικά, με την εφαρμογή τους στο ελληνικό σύστημα συνταξιοδότησης, όπως αυτό έχει διαμορφωθεί μετά και από τη πρόσφατη ασφαλιστική μεταρρύθμιση. Επίσης, κατόπιν της ανάλυσης αναφέρονται οι επιμέρους προκλήσεις που αντιμετωπίζει έκαστος πυλώνας στη σύγχρονη ελληνική πραγματικότητα.

2.2.1 Διανεμητικά Συστήματα

Πρόκειται για συνταξιοδοτικά συστήματα στα οποία οι τρέχουσες εισφορές χρηματοδοτούν τις τρέχουσες συνταξιοδοτικές δαπάνες. Στα πλαίσια του διανεμητικού συστήματος, οι εργαζόμενοι χρηματοδοτούν την συνταξιοδότηση της γενιάς που έχει αποχωρήσει. Έτσι κάθε γενιά αναλαμβάνει την κοινωνική προστασία της προηγούμενης.

Τα διανεμητικά συνταξιοδοτικά συστήματα επηρεάζονται από τη μείωση της απασχόλησης, και επομένως τις χαμηλότερες συνταξιοδοτικές εισφορές, ενώ κρίσιμα στοιχεία αποτελούν ο ρυθμός αύξησης του πληθυσμού, ο ρυθμός αύξησης των πραγματικών μισθών και η ηλικία εξόδου από την αγορά εργασίας⁴. Η δημογραφική γήρανση αυξάνει το μέσο κόστος των συντάξεων στα διανεμητικά συστήματα καθώς για τη διατήρηση του ίδιου επιπέδου συντάξεων σε ολόένα και περισσότερους δικαιούχους είναι απαραίτητη η αύξηση των εισφορών στους τωρινούς εργαζόμενους, ο αριθμός των οποίων συγκριτικά περιορίζεται.

Παραδοσιακά, τα δημόσια συνταξιοδοτικά προγράμματα είναι διανεμητικού τύπου.

⁴ Η ηλικία εξόδου από την αγορά εργασίας ορίζεται ως η ηλικία στην οποία ένα άτομο αποχωρεί πραγματικά από την αγορά εργασίας. Χρησιμοποιείται συχνά αντί της πραγματικής ηλικίας συνταξιοδότησης. Οι δύο όροι μπορεί να διαφέρουν, δεδομένου ότι μερικοί άνθρωποι αποχωρούν από την αγορά εργασίας προτού συνταξιοδοτηθούν πραγματικά, ενώ άλλοι εξακολουθούν να εργάζονται και μετά τη συνταξιοδότηση. Η πραγματική ηλικία δεν ταυτίζεται απαραίτητως με την ηλικία εξόδου από την αγορά εργασίας.

2.2.2 Κεφαλαιοποιητικά Συστήματα

Πρόκειται για συνταξιοδοτικά συστήματα στα οποία οι υποσχέσεις παροχών υποστηρίζονται από ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων, τα οποία διαχωρίζονται και επενδύονται με σκοπό την κάλυψη των υποχρεώσεων του συστήματος για πληρωμές παροχών, καθώς προκύπτουν. Τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα μπορεί να είναι είτε συλλογικά είτε ατομικά⁵. Η φιλοσοφία του κεφαλαιοποιητικού συστήματος είναι η ανταποδοτικότητα και όχι η διαχρονική αναδιανομή του εισοδήματος μεταξύ των γενεών. Η δημογραφική γήρανση δεν επηρεάζει τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα, τα οποία όμως είναι ευάλωτα σε υποχωρήσεις των τιμών των περιουσιακών στοιχείων (π.χ. χρηματοπιστωτική κρίση 2008) και των κερδών. Το οικονομικό περιβάλλον, το οποίο στην τρέχουσα συγκυρία χαρακτηρίζεται, μεταξύ άλλων, από χαμηλή οικονομική ανάπτυξη, χαμηλό πληθωρισμό και χαμηλά επίπεδα επιτοκίων, επιδρά αρνητικά στη συσσώρευση του συνταξιοδοτικού κεφαλαίου, το οποίο μετριάξει το συνταξιοδοτικό εισόδημα στο μέλλον.

2.3.1 Συστήματα Προκαθορισμένης Παροχής

Πρόκειται για συνταξιοδοτικά συστήματα στα οποία η θεμελίωση δικαιωμάτων συνδέεται με τις αποδοχές και την επαγγελματική σταδιοδρομία (η μελλοντική συνταξιοδοτική παροχή προκαθορίζεται και το σύστημα την υπόσχεται στο μέλος). Έτσι στα σχήματα Προκαθορισμένης Παροχής οι δικαιούχοι γνωρίζουν το ποσό και τη χρονική στιγμή που θα εισπράξουν και ο φορέας έχει αναλάβει την υποχρέωση αλλά και τον κίνδυνο, να εξασφαλίσει τα κεφάλαια που θα απαιτηθούν, προκειμένου να αποδώσει τις καθορισθείσες παροχές. Ο χρηματοδότης του συστήματος αναλαμβάνει κατά κανόνα τον επενδυτικό κίνδυνο και, συχνά, και τον κίνδυνο αύξησης προσδόκιμου ζωής: αν οι παραδοχές για τα ποσοστά επενδυτικής απόδοσης ή για το προσδόκιμο ζωής δεν επαληθευθούν, ο χρηματοδότης πρέπει να αυξήσει τις εισφορές του για να πληρώσει τη σύνταξη που έχει υποσχεθεί, εναλλακτικά ασκείται πίεση στη φερεγγυότητά⁶ του. Το τρέχον οικονομικό περιβάλλον, και ιδιαίτερα τα χαμηλά επίπεδα επιτοκίων, εντείνουν τις πιέσεις αυτές. Συνήθως πρόκειται για

⁵ Ατομικά συνταξιοδοτικά προγράμματα: Η πρόσβαση στα συστήματα αυτά δεν εξαρτάται από μια σχέση απασχόλησης. Τα συστήματα δημιουργούνται και διοικούνται άμεσα από ένα συνταξιοδοτικό ταμείο ή από έναν χρηματοδοτικό οργανισμό που ενεργεί ως πάροχος συντάξεων, χωρίς τη συμμετοχή των εργοδοτών. Τα άτομα αγοράζουν και επιλέγουν ανεξάρτητα τις υλικές πτυχές των ρυθμίσεων. Ωστόσο, ο εργοδότης μπορεί να καταβάλλει εισφορές στα ατομικά συνταξιοδοτικά συστήματα.

⁶ Φερεγγυότητα ορίζεται ως η ικανότητα των περιουσιακών στοιχείων ενός συνταξιοδοτικού συστήματος να καλύπτουν τις υποχρεώσεις του συστήματος. Οι υποχρεώσεις του συστήματος καλύπτουν όλες τις μελλοντικές συνταξιοδοτικές πληρωμές και, συνεπώς, πρέπει να αναχθούν στο μέλλον, πράγμα που προϋποθέτει σημαντικές παραδοχές για τη μακροζωία. Η αξία των περιουσιακών στοιχείων ενός συστήματος εξαρτάται από το είδος του λογιστικού προτύπου που χρησιμοποιείται. Αν ένα σύστημα θεωρείται ότι δεν έχει αρκετά υψηλό επίπεδο φερεγγυότητας, πρέπει να εξεταστεί είτε η αύξηση του επιπέδου των εισφορών είτε η μείωση των παροχών που χορηγεί, αν οι κανόνες του συστήματος το επιτρέπουν.

επαγγελματικά συστήματα. Στο σύστημα αυτό έχει ασκηθεί κριτική για χαλαρή διασύνδεση εισφορών με παροχές.

2.3.2 Συστήματα Προκαθορισμένης Εισφοράς

Συνταξιοδοτικά συστήματα στα οποία προκαθορίζεται το επίπεδο εισφορών και όχι η τελική παροχή: δεν δίνεται καμία υπόσχεση για την τελική συνταξιοδοτική παροχή ενώ υφίστανται αυτόματοι μηχανισμοί προσαρμογής⁷. Ο φορέας ενώ εισπράττει σε συμφωνημένα τακτικά διαστήματα καθορισμένα ποσά εισφορών, δεν εγγυάται το ύψος των παροχών εκ των προτέρων. Το επίπεδο της σύνταξης εξαρτάται από την απόδοση της επιλεγείσας επενδυτικής στρατηγικής και από το επίπεδο εισφορών. Συνεπώς, το κάθε επιμέρους μέλος του συστήματος φέρει τον επενδυτικό κίνδυνο και συχνά αποφασίζει για τον τρόπο μετριασμού αυτού του κινδύνου. Τα συστήματα καθορισμένων εισφορών μπορεί να είναι δημόσια, επαγγελματικά⁸ ή ατομικά: οι εισφορές μπορεί να καταβάλλονται από το άτομο, τον εργοδότη και/ή το κράτος, ανάλογα με τους κανόνες του συστήματος.

2.4 Επισκόπηση Βιβλιογραφίας Συνταξιοδοτικών Συστημάτων

Τα συνταξιοδοτικά συστήματα, όπως αυτά αναπτύχθηκαν μετά τον Β' Παγκόσμιο Πόλεμο, χρησιμοποίησαν τη διανεμητική μέθοδο χρηματοδότησης Pay-As-You-Go (PAYGO), με στόχο την εξασφάλιση συνταξιοδοτικού εισοδήματος στις απερχόμενες γενιές που είχαν λάβει μέρος στον Πόλεμο (Νεκτάριος, 2007). Η επιτυχία των συστημάτων αυτών στηρίχθηκε στο γεγονός, ότι, στη μεταπολεμική περίοδο η εσωτερική τους απόδοση ήταν υψηλότερη από τις αποδόσεις του κεφαλαίου. Με τη χρήση ενός μοντέλου διαδοχικών επικαλυπτόμενων γενεών δύο περιόδων (overlapping generation model), έχει αποδειχθεί (Samuelson, 1958) ότι, η εσωτερική απόδοση του συστήματος, ισούται με το ρυθμό αύξησης του πληθυσμού συν τον ρυθμό ανάπτυξης των πραγματικών μισθών. Η υπόθεση αυτή οδήγησε στο συμπέρασμα ότι όσο υψηλότεροι είναι οι ρυθμοί αύξησης του πληθυσμού και των μισθών, τόσο βελτιώνεται η χρηματοδότηση του συστήματος λόγω της διεύρυνσης της φορολογητέας βάσης.

⁷ Γενικά, είναι τα μέσα προσαρμογής του επιπέδου των παροχών, των δικαιωμάτων και/ή των εισφορών στις μεταβαλλόμενες περιστάσεις, π.χ. στις οικονομικές συνθήκες, στις αποδόσεις των χρηματοπιστωτικών αγορών ή στις παραδοχές ως προς το προσδόκιμο ζωής.

⁸ Επαγγελματικά συστήματα, είναι τα συστήματα η πρόσβαση στα οποία συνδέεται με θέση απασχόλησης ή με επαγγελματική σχέση μεταξύ του μέλους του συστήματος και του φορέα που δημιουργεί το σύστημα (του χρηματοδότη του συστήματος). Τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά συστήματα μπορούν να δημιουργηθούν από εργοδότες ή από ομάδες εργοδοτών (π.χ. κλαδικές ενώσεις) ή από εργατικά ή επαγγελματικά σωματεία, από κοινού ή χωριστά, ή από αυτοαπασχολούμενους. Τη διαχείριση του συστήματος μπορεί να έχει άμεσα ο χρηματοδότης ή κάποιος ανεξάρτητος φορέας (ένα συνταξιοδοτικό ταμείο ή ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που ενεργεί ως πάροχος συντάξεων).

Όμως, οι αναλογιστικές και δημογραφικές μελέτες, από την δεκαετία του 70 κιόλας, άρχισαν να δείχνουν ότι, οι τάσεις αυτές θα ανατρέπονταν στο μέλλον λόγω της γήρανσης του πληθυσμού ως αποτέλεσμα της υπογεννητικότητας και της αύξησης του προσδόκιμου ζωής. Τα αποτελέσματα των μελετών αυτών επικοινωνήθηκαν και άρχισαν να αποτελούν μέρος της δημόσιας συζήτησης, κυρίως στα μέσα της δεκαετίας του '90, όταν με βάση τα νέα δεδομένα τεκμηριώθηκε η αναλογιστική ανισορροπία των διανεμητικών συστημάτων για την περίοδο 2010-2050 (World Bank, 1994).

Οι συστάσεις πολιτικής (Policy Implications) προέτρεπαν πολλές κυβερνήσεις σε όλο τον κόσμο να προσπαθήσουν να υλοποιήσουν δραστικές μεταρρυθμίσεις στα ασφαλιστικά ταμεία των χωρών τους με στόχο τη βελτίωση της αποδοτικότητας της λειτουργίας τους και την εξασφάλιση της βιωσιμότητας τους. Κύρια επιδίωξη στις μεταρρυθμίσεις ήταν η επίτευξη υψηλότερου αποτελέσματος (π.χ. υψηλότερων ποσοστών αναπλήρωσης, ίδιων αποτελεσμάτων με μικρότερο κόστος) ως απόρροια της ελαχιστοποίησης του μακροχρόνιου κόστους των συντάξεων για τον κρατικό προϋπολογισμό, μέσω αποδοτικότερης κατανομής του βάρους και πιο συγκεκριμένα με τη στροφή προς κεφαλαιοποιητικά σχήματα συνταξιοδότησης σε υποχρεωτική ή εθελοντική βάση ενθαρρύνοντας παράλληλα τη συνταξιοδοτική αποταμίευση.

Εξετάζοντας το αυξανόμενο κόστος διατήρησης του διανεμητικού συστήματος από τη δημογραφική γήρανση, ορισμένοι μελετητές (De Nardi et al, 1999) υποστήριξαν ότι η διατήρηση του επιπέδου παροχών των διανεμητικών συστημάτων στα ίδια επίπεδα θα είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση των φόρων προκειμένου για τη χρηματοδότηση τους με αρνητική επίπτωση στην αποταμίευση και την αγορά εργασίας. Επίσης, εξετάζοντας την επίπτωση στους χαμηλά αμειβόμενους εργάτες των ΗΠΑ, υποστηρίχθηκε ότι το διανεμητικό σύστημα οξύνει τις ανισότητες αντί να τις αμβλύνει (Gokhale, 2001). Άλλοι ερευνητές (Siems 2001) υποστήριξαν ότι διανεμητικό σύστημα PAYGO έχει συνεχώς μειούμενες αποδόσεις προς τους δικαιούχους, οι οποίοι θα μπορούσαν να κερδίσουν περισσότερα αν επένδυαν τις εισφορές τους στην ιδιωτική αγορά κεφαλαίων και προτείνει την μεταρρύθμιση σε ένα σύστημα που να βασίζεται επίσης στις αποταμιεύσεις και τις επενδύσεις στην ιδιωτική αγορά κεφαλαίων. Ενδεικτικά, ως προς τη μείωση του κόστους με το ίδιο αποτέλεσμα, αναφέρεται ότι, για την εξασφάλιση μιας συνταξιοδοτικής παροχής με ποσοστό αναπλήρωσης 35% του μισθού και ηλικία συνταξιοδότησης τα 65 έτη, η απαιτούμενη εισφορά είναι 9,6% όταν το πραγματικό επιτόκιο είναι 2% ενώ μειώνεται σε 6,1% όταν το αντίστοιχο επιτόκιο είναι 4% και μειώνεται περαιτέρω σε 4,8% όταν το πραγματικό επιτόκιο είναι 6% (Νεκτάριος, 2002)

2.5 Προσέγγιση Τριών Πυλώνων

Η προσέγγιση των τριών πυλώνων εισήχθη στο δημόσιο διάλογο από την Παγκόσμια Τράπεζα κατόπιν αναλογιστικών μελετών που προέβλεπαν την μελλοντική μη βιωσιμότητα των διανεμητικών συνταξιοδοτικών συστημάτων στις αναπτυγμένες χώρες, κυρίως ως αποτέλεσμα της δημογραφικής γήρανσης η οποία αύξανε το μέσο κόστος των συστημάτων αυτών. Πρόκειται για τη σταδιακή μετατροπή των παραδοσιακών συνταξιοδοτικών συστημάτων που στηρίζονταν στην πληρωμή των συντάξεων των συνταξιούχων τους κάθε περίοδο από τις εισφορές των εργαζομένων (ασφαλισμένων) αυτής της περιόδου και συμπληρωματικά από τον προϋπολογισμό, σε αυτοχρηματοδοτούμενα συστήματα που στηρίζονται στην πληρωμή συντάξεων ανάλογα με τις εισφορές του κάθε εργαζόμενου στην περίοδο της εργάσιμης ζωής του, χωρίς συμπληρωματική κρατική συμβολή. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται η διάρθρωση των τριών πυλώνων του συνταξιοδοτικού συστήματος σύμφωνα με πιο πρόσφατη ταξινόμηση⁹ από τον ΟΟΣΑ¹⁰:

Πίνακας 2.1

Η προσέγγιση των Τριών Πυλώνων

Πρώτος Πυλώνας	Αποτελείται από θεσμοθετημένα συνταξιοδοτικά συστήματα, υπό δημόσια διαχείριση, τα οποία, ως επί το πλείστον, έχουν καθορισμένες παροχές και είναι αναδιανεμητικού τύπου.
Δεύτερος Πυλώνας	<p>Αποτελείται από συνταξιοδοτικά συστήματα υπό ιδιωτική διαχείριση, που λειτουργούν σε ένα επαγγελματικό πλαίσιο.</p> <p>Πρόκειται για την επικουρική ασφάλιση κυρίως μέσω Επαγγελματικών Ταμείων κεφαλαιοποιητικού τύπου και αποτελεί έναν ώριμο θεσμό εδώ και δεκαετίες.</p> <p>Στα τέλη του 2015 τα συνολικά υπό διαχείριση κεφάλαια Επαγγελματικών Ταμείων μόνο στην Ευρωπαϊκή Ένωση διαμορφώθηκαν σε €3,7 τρις με το 59% αυτών να λειτουργεί βάσει του συστήματος καθορισμένων παροχών, το 7% βάσει καθορισμένων εισφορών, ενώ το υπόλοιπο 35% να αποτελεί υβριδικού τύπου συνταξιοδοτικά προγράμματα¹¹.</p>

⁹ Η ταξινόμηση των πυλώνων δεν είναι ενιαία στην βιβλιογραφία καθώς δεν υπάρχει ταξινόμηση γενικής αποδοχής. Για παράδειγμα σύμφωνα με την Παγκόσμια Τράπεζα ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει τα υποχρεωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα υπό ιδιωτική διαχείριση, ενώ τα συστήματα του τρίτου πυλώνα χαρακτηρίζονται από τον προαιρετικό χαρακτήρα των εισφορών.

¹⁰ OECD: Maintaining prosperity in an ageing society (Διατήρηση της ευημερίας σε μια γηράσκουσα κοινωνία)

¹¹ Πηγή : European Insurance and Occupational Pensions Authority - <https://eiopa.europa.eu/>

**Τρίτος
Πυλώνας** Αποτελείται από ατομικά ή ομαδικά συνταξιοδοτικά προγράμματα που συνάπτει κάθε ιδιώτης ή κάθε επιχείρηση για τους εργαζομένους της. Στις περισσότερες χώρες απολαμβάνουν φορολογικών κινήτρων (απαλλαγή εισφορών από τη φορολογία ή αφαίρεση της δαπάνης από το φορολογητέο εισόδημα). Τα συνταξιοδοτικά προϊόντα του τρίτου πυλώνα έχουν ορισμένα χαρακτηριστικά που τα διαφοροποιούν από άλλα επενδυτικά προϊόντα για ιδιώτες επενδυτές και μπορεί να συνεπάγονται ιδιαίτερες ανάγκες πληροφόρησης και προστασίας.

2.6 Περιγραφή του Συστήματος Συνταξιοδότησης στην Ελλάδα

2.6.1 Ο πρώτος πυλώνας του Συστήματος Συνταξιοδότησης στην Ελλάδα

Στον πρώτο πυλώνα ασφάλισης κυριαρχεί ο δημόσιος, καθολικός και αναδιανεμητικός χαρακτήρας. Δεδομένου ότι το αυτόνομο μέρος των εισφορών δεν επαρκεί για την καταβολή των συντάξεων, η βιωσιμότητά του εξαρτάται και από τη συνταξιοδοτική δαπάνη που καταβάλλει το δημόσιο. Σύμφωνα με το νόμο 3863/2010¹² όπως ισχύει, το ποσοστό που δύναται να αποδίδει το κράτος στις κύριες συντάξεις διαμέσου της κοινωνικής ασφάλισης είναι 13,5% και έως το 2060 δεν μπορεί να ξεπερνά το 16% του ΑΕΠ. Το σύστημα είναι υβριδικού τύπου καθώς, μετά από μία σειρά μεταρρυθμίσεων με πιο πρόσφατη του 5/2016, περιέχει στοιχεία τόσο διανεμητικού όσο και κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα.

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία από την ΗΔΙΚΑ¹³, στην Ελλάδα τον 7/2015, καταγράφονται 2,6 εκατομμύρια συνταξιούχοι. Από αυτούς τα 2 εκατομμύρια περίπου λαμβάνουν σύνταξη λόγω γήρατος¹⁴ και 402.353 είναι συντάξεις που χορηγούνται σε συγγενείς λόγω θανάτου του συνταξιούχου. Χορηγούνται επιπλέον 231.536 αναπηρικές συντάξεις.

¹² Άρθρο 11 παρ. 2

¹³ Η Ανώνυμη Εταιρεία Ηλεκτρονική Διακυβέρνηση Κοινωνικής Ασφάλισης (ΗΔΙΚΑ), έχει την ευθύνη του ενιαίου συστήματος ελέγχου & πληρωμών συντάξεων «ΗΛΙΟΣ» και της στατιστικής παρουσίασης όλων των ταμείων του πρώτου πυλώνα.

¹⁴ Η ασφάλιση για τους κινδύνους του γήρατος και της αναπηρίας έχει ως στόχο να εξασφαλίσει στους ασφαλισμένους τα απαραίτητα μέσα διαβίωσης τους στο ενδεχόμενο που δεν μπορούν πλέον να απασχοληθούν είτε γιατί κατέστησαν ανίκανοι προς εργασία είτε συνεπεία γήρατος. Η ασφάλιση κατά του θανάτου έχει ως στόχο να εξασφαλίσει τα απαραίτητα μέσα διατροφής στα άτομα που χαρακτηρίζονται από το νόμο ως προστατευόμενα μέλη της οικογένειας (πχ σύζυγος, παιδιά).

Πίνακας 2.2

Πλήθος συνταξιούχων ανά κατηγορία σύνταξης στην Ελλάδα

Κατηγορία Συνταξιούχων	Πλήθος Συνταξιούχων		
	Μάιος 2015	Ιούνιος 2015	Ιούλιος 2015
Γήρατος	1.989.715	1.989.570	1.996.881
Θανάτου	402.482	402.859	402.353
Αναπηρίας	231.145	231.349	231.536
Ανασφάλιστων Υπερηλικών ΟΓΑ	31.137	31.092	31.046
Χωρίς Ένδειξη Κατηγορίας	1.528	1.520	1.529
ΣΥΝΟΛΟ	2.656.007	2.656.390	2.663.345

Πηγή: ΗΔΙΚΑ, Μηνιαία Απεικόνιση Συνταξιοδοτικών Παροχών, 24η έκθεση, Ιούλιος 2015

Αναφορικά με τη δαπάνη για συντάξεις σημειώνεται ότι τον Ιούλιο του 2015, καταβλήθηκαν στους συνταξιούχους συνολικά 2.3 εκ. ευρώ περίπου εκ των οποίων τα 1,9 εκ. ευρώ περίπου δόθηκαν για συντάξεις γήρατος.

Πίνακας 2.3

Δαπάνη ανά κατηγορία σύνταξης στην Ελλάδα

Κατηγορία Συνταξιούχων	Μηνιαίο Ποσό (€)		
	Μάιος 2015	Ιούνιος 2015	Ιούλιος 2015
Γήρατος	1.916.743.138	1.919.253.201	1.937.977.181
Θανάτου	277.961.610	278.211.259	279.594.631
Αναπηρίας	145.786.113	146.026.199	148.271.278
Ανασφάλιστων Υπερηλικών ΟΓΑ	11.201.753	11.188.622	11.174.000
Χωρίς Ένδειξη Κατηγορίας	1.189.272	1.184.855	1.191.234
ΣΥΝΟΛΟ	2.352.881.886	2.355.864.136	2.378.208.325

Πηγή: ΗΔΙΚΑ, Μηνιαία Απεικόνιση Συνταξιοδοτικών Παροχών, 24η έκθεση, Ιούλιος 2015

Στον πίνακα 3 που ακολουθεί κατανέμεται το εισόδημα από συντάξεις ανά κατηγορία (γήρατος, θανάτου κτλ) και εύρος ποσού. Στην κατηγορία γήρατος περιλαμβάνονται και οι

συντάξεις ανασφάλιστων υπερηλίκων του ΟΓΑ. Επισημαίνεται ότι τα ποσά είναι προ κρατήσεων φόρου και μετά υγειονομικής περίθαλψης.

Πίνακας 2.4

Κατανομή εισοδήματος συνταξιούχων ανά εύρος καταβαλλόμενου ποσού

Εύρος Ποσού	Γήρατος		Θανάτου		Αναπηρικές		Λοιπές	
	Πλήθος	Μ.Ο.(€)	Πλήθος	Μ.Ο.(€)	Πλήθος	Μ.Ο.(€)	Πλήθος	Μ.Ο.(€)
0-300	70.561	125,47	48.738	137,75	6.615	171,16	3	68,59
300-400	156.291	368,45	21.849	353,73	53.048	362,35	22	391,08
400-500	207.462	453,08	28.426	447,15	37.508	456,80	0	0,00
500-600	180.483	546,93	55.570	559,41	25.336	541,60	0	0,00
600-700	141.933	649,48	61.046	656,02	26.063	643,84	11	671,40
700-800	177.860	751,52	64.198	759,01	27.658	753,44	1.368	783,30
800-900	169.085	846,09	39.011	842,08	17.893	847,38	122	823,20
900-1.000	98.614	955,12	21.785	954,93	7.389	952,27	2	933,59
1.000-1.500	477.211	1.272,96	53.118	1.201,24	26.505	1.163,73	1	1.187,00
1.500-2.000	299.636	1.688,32	7.528	1.667,50	2.840	1.679,62	0	0,00
2.000-2.500	37.364	2.168,17	770	2.199,41	472	2.180,78	0	0,00
2.500-3.000	8.947	2.666,05	281	2.687,43	172	2.738,39	0	0,00
3.000-3.500	1.463	3.212,42	19	3.185,46	24	3.183,53	0	0,00
3.500-4.000	774	3.698,56	7	3.654,49	8	3.740,66	0	0,00
>4.000	243	4.636,06	7	4.650,73	5	4.558,53	0	0,00
ΣΥΝΟΛΟ	2.027.927		402.353		231.536		1.529	

Πηγή: ΗΔΙΚΑ, Μηνιαία Απεικόνιση Συνταξιοδοτικών Παροχών, 24η έκθεση, Ιούλιος 2015

Σχετικά με την κατανομή των συντάξεων όλων των ταμείων, σημειώνεται ότι, από τα 2,6 εκ συνταξιούχους, περίπου το 1,2 εκ. των συνταξιούχων, ήτοι ποσοστό 45% περίπου λαμβάνουν σύνταξη κάτω από 1.000 ευρώ το μήνα. Σύμφωνα με την ΗΔΙΚΑ, η μέση κύρια σύνταξη τον Ιούλιο του 2015 διαμορφώθηκε σε 720 ευρώ περίπου ενώ αντίστοιχα η μέση επικουρική σε 170 ευρώ περίπου.

Στον Πίνακα 4 που ακολουθεί αποτυπώνονται τα ποσά σύνταξης που αντιστοιχούν σε κάθε Περιφέρεια σε σχέση με το αντίστοιχο ΑΕΠ για το έτος 2011 (στοιχεία ΕΛΣΤΑΤ). Σύμφωνα με τα δεδομένα του Πίνακα 4, στην Περιφέρεια Ηπείρου παρατηρείται η μεγαλύτερη τιμή (19,7%) του λόγου ποσού σύνταξης προς ΑΕΠ και ακολουθεί η Περιφέρεια Θεσσαλίας με τιμή 19,2%. Στην τελευταία θέση βρίσκεται η Περιφέρεια Νοτίου Αιγαίου με τιμή 8,6%.

Πίνακας 2.5

Ποσά Συντάξεων ανά Περιφέρεια ως Ποσοστό του ΑΕΠ

Περιφέρεια	Μηναίο Ποσό Συντάξεων (ευρώ)	ΑΕΠ έτος 2011 (εκ.ευρώ)	% ΑΕΠ
Ανατ. Μακεδονίας - Θράκης	115.877.468,57 €	8.228,00	16,9%
Κεντρικής Μακεδονίας	380.710.725,46 €	28.095,00	16,3%
Δυτικής Μακεδονίας	59.819.649,29 €	5.371,00	13,4%
Θεσσαλίας	158.578.371,11 €	9.906,00	19,2%
Ηπείρου	74.006.183,13 €	4.499,00	19,7%
Ιονίων Νήσων	39.794.710,25 €	3.717,00	12,8%
Δυτικής Ελλάδας	133.910.043,45 €	9.595,00	16,7%
Στερεάς Ελλάδας	115.784.169,25 €	9.542,00	14,6%
Πελοποννήσου	115.737.005,38 €	8.978,00	15,5%
Αττικής	969.986.232,94 €	100.317,00	11,6%
Βορείου Αιγαίου	41.598.875,61 €	3.009,00	16,6%
Νοτίου Αιγαίου	50.622.000,43 €	7.076,00	8,6%
Κρήτης	115.976.258,78 €	10.197,00	13,6%

Πηγή: ΗΔΙΚΑ, Μηνιαία Απεικόνιση Συνταξιοδοτικών Παροχών, 24η έκθεση, Ιούλιος 2015

2.6.1.1 Ασφαλιστική μεταρρύθμιση Μάιος 2016

Τον Μάιο του 2016 ψηφίστηκε από την Βουλή των Ελλήνων ο νόμος 4387 για την Μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού – συνταξιοδοτικού συστήματος της χώρας¹⁵ ο οποίος θεσπίζει τις βασικές αρχές που διέπουν σήμερα το Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης ως αναπόσπαστο μέρος του Ενιαίου Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλειας.

Σύμφωνα με το νόμο, το Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΣΚΑ) για τις ασφαλιστικές παροχές εντάσσεται μαζί με το Εθνικό Σύστημα Υγείας (ΕΣΥ) για τις παροχές υγείας και το Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Αλληλεγγύης για τις προνοιακές παροχές στο λεγόμενο Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας, οι βασικές αρχές του οποίου εισάγονται στο πρώτο κίολας άρθρο¹⁶. Το γράφημα 2.1 παρακάτω, παρουσιάζει σχηματικά το Εθνικό

¹⁵ Είχε προηγηθεί το προηγούμενο έτος ο νόμος 4336/2015 που προέβλεπε μία σειρά παρεμβάσεων με σκοπό τη δημιουργία ισχυρών αντικινήτρων για πρόωρη συνταξιοδότηση. Πιο συγκεκριμένα θεσμοθετήθηκε η σταδιακή προσαρμογή των ορίων ηλικίας στα 67 έτη, έως το 2022, ή στα 62 έτη με 40 έτη ασφαλιστικών εισφορών.

¹⁶ **Άρθρο 1. Θεμελιώδεις αρχές του Ενιαίου Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλειας :** 1. Οι κοινωνικές παροχές της Πολιτείας χορηγούνται στο πλαίσιο Ενιαίου Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλειας, με σκοπό την εξασφάλιση αξιοπρεπούς διαβίωσης και κοινωνικής προστασίας, με όρους ισότητας, κοινωνικής δικαιοσύνης, αναδιανομής και αλληλεγγύης των γενεών. Το Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας περιλαμβάνει το Εθνικό Σύστημα Υγείας για τις παροχές υγείας, το Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Αλληλεγγύης για τις προνοιακές παροχές και το Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης για τις ασφαλιστικές παροχές, όπως ρυθμίζεται από το νόμο αυτόν. 2. Η κοινωνική ασφάλιση, η υγεία και η κοινωνική πρόνοια αποτελούν δικαίωμα όλων των Ελλήνων Πολιτών και όσων διαμένουν μόνιμα και νόμιμα στην Ελλάδα. Το Κράτος έχει υποχρέωση για την εξασφάλιση της βιωσιμότητας του Ενιαίου Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλειας και για την απονομή των σχετικών παροχών σε όλους όσοι πληρούν τις νόμιμες προϋποθέσεις. 3. Το Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης λειτουργεί με ενιαίους κανόνες για όλους τους ασφαλισμένους του Ε.Φ.Κ.Α..

Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης ως πυλώνα του ευρύτερου Ενιαίου Συστήματος Κοινωνικής Ασφάλειας.

Γράφημα 2.1 Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας



Αναφορικά στο Εθνικό Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης και τις ασφαλιστικές παροχές, ο νόμος έχει ως στόχο την απλοποίηση του συστήματος, την καθιέρωση ενιαίων κανόνων, τόσο στο δημόσιο, όσο και στον ιδιωτικό τομέα, την ενίσχυση του κοινωνικού, αναδιανεμητικού χαρακτήρα, με παράλληλη μέριμνα για τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του συστήματος και γνώμονα την εξασφάλιση κοινωνικής προστασίας και αξιοπρεπούς διαβίωσης, με όρους ισότητας, κοινωνικής δικαιοσύνης και αναδιανομής¹⁷.

Σύμφωνα με τα οριζόμενα στην τρίτη παράγραφο του πρώτου άρθρου, το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης, εφαρμόζεται κατά τρόπο όμοιο, ενιαίο και σύμφωνο με τη συνταγματική αρχή της ισότητας, για όλους χωρίς διάκριση, τόσο στον ιδιωτικό και στον δημόσιο τομέα όσο και στις διαφορετικές κατηγορίες εργαζομένων, είτε είναι μισθωτοί είτε αυτοαπασχολούμενοι. Επίσης, με το νόμο διευρύνεται η προστασία σε όσους διαμένουν μόνιμα και νόμιμα στη χώρα.

Στο δεύτερο άρθρο του νόμου 4387/2016 εισάγονται οι ορισμοί των δύο τμημάτων το άθροισμα των οποίων αποτελεί τη σύνταξη γήρατος, αναπηρίας ή θανάτου, υπό το ΕΣΚΑ, ήτοι της Εθνικής σύνταξης και της Ανταποδοτικής σύνταξης¹⁸.

¹⁷ Από το Σύνταγμα, εξάλλου και ειδικότερα από τις συνδυασμένες διατάξεις των άρθρων 21, 22 και 25 προκύπτει ο δημόσιος, καθολικός και αναδιανεμητικός χαρακτήρας του κοινωνικοασφαλιστικού συστήματος.

¹⁸ **Άρθρο 2** : 1. Από την έναρξη ισχύος του νόμου αυτού, η κύρια σύνταξη εξ ιδίου δικαιώματος, ανικανότητας και εκ μεταβίβασης υπολογίζεται ως το άθροισμα δύο τμημάτων: της εθνικής σύνταξης του άρθρου 7 και της ανταποδοτικής σύνταξης του άρθρου 8 του παρόντος. 2. Η Εθνική Σύνταξη δεν χρηματοδοτείται από ασφαλιστικές εισφορές, αλλά απευθείας από τον Κρατικό Προϋπολογισμό. 3. Το ανταποδοτικό μέρος της σύνταξης υπολογίζεται βάσει των αποδοχών επί των οποίων καταβλήθηκαν εισφορές και του ποσοστού αναπλήρωσης, σύμφωνα με το άρθρο 8 του παρόντος. Το άθροισμα της εθνικής και της ανταποδοτικής σύνταξης αποσκοπεί στην εξασφάλιση αξιοπρεπούς επιπέδου διαβίωσης, όσο το δυνατόν εγγύτερα προς εκείνο που είχε ο ασφαλισμένος κατά τη διάρκεια του εργασιακού του βίου. 4. Το ποσό της κατά τα ανωτέρω παραγράφου 1 σύνταξης καταβάλλεται ανά μήνα. 5. Το κράτος έχει πλήρη εγγυητική υποχρέωση για το σύνολο των ασφαλιστικών παροχών. Ειδικές διατάξεις σχετικές με την κρατική χρηματοδότηση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης καταργούνται.

Πίνακας 2.6

Βασικές διαφορές των χαρακτηριστικών μεταξύ Εθνικής και Ανταποδοτικής Σύνταξης

Εθνική σύνταξη	Ανταποδοτική σύνταξη
Διανεμητικού χαρακτήρα, προκαθορισμένης παροχής	Κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα, προκαθορισμένης εισφοράς
Χρηματοδοτείται από τον κρατικό προϋπολογισμό	Χρηματοδοτείται από εισφορές των ασφαλισμένων
Έκφραση της κοινωνικής αλληλεγγύης	Έκφραση της αναλογικής ανταπόδοσης για τις εισφορές που καταβλήθηκαν κατά τη διάρκεια του ασφαλιστικού τους βίου
Στηρίζεται στην αρχή της Διανεμητικής Δικαιοσύνης και στην αρχή της εξασφάλισης ενός ελάχιστου πυρήνα αξιοπρεπούς παροχής	Στηρίζεται στην αρχή της Ανταποδοτικής Δικαιοσύνης
Αποσκοπεί στην αντιμετώπιση της φτώχειας και του κοινωνικού αποκλεισμού, καθώς εγγυάται ένα κατώτατο ποσό σύνταξης που δεν εξαρτάται από την καταβολή εισφορών ούτε από το ύψος των αποδοχών ή του εισοδήματος του ασφαλισμένου.	Αποσκοπεί στην αποκατάσταση, κατά το δυνατό, του προτέρου εισοδήματος, βάσει της αναλογικής σχέσης εισφορών-παροχών

Η κανονισθείσα σύνταξη καταβάλλεται ανά μήνα. Το ύψος της Εθνικής Σύνταξης σύμφωνα με το άρθρο 7 του νόμου 4387/2016 ορίζεται σε 384 ευρώ (από τα 20 έτη ασφάλισης και άνω) και το κράτος φέρει την υποχρέωση κάλυψης της δαπάνης από τη φορολογία.

Προκειμένου για την αντιμετώπιση της διοικητικής διάσπασης του ασφαλιστικού συστήματος και με βασικό σκοπό τη διασφάλιση της ενιαίας αντιμετώπισης των ασφαλισμένων, με το άρθρο 51 του νόμου προβλέπεται η σύσταση του Ενιαίου Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (ΕΦΚΑ) με έναρξη λειτουργίας από 1.1.2017. Σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση του νόμου «το 1990 λειτουργούσαν 327 φορείς κύριας και επικουρικής ασφάλισης, λοιπών παροχών και περιορισμένος αριθμός υπηρεσιών ασφάλισης, καθώς και κρατικές υπηρεσίες για τη συνταξιοδότηση και υγειονομική περίθαλψη των δημοσίων υπαλλήλων, πολιτικών και στρατιωτικών. Είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα του Ε.Τ.Α.Π.-Μ.Μ.Ε. που συνολικά παρέχει 8.208 συντάξεις και αποτελείται από 10 τομείς ασφάλισης.» Επίσης σύμφωνα με την αιτιολογική έκθεση που κατατέθηκε στη βουλή των

Ελλήνων, οι προγενέστερες ενοποιήσεις ταμείων δεν συνοδεύθηκαν από εναρμόνιση των κανόνων των ταμείων που συγχωνεύθηκαν. Πιο συγκεκριμένα, υπήρξαν ασφαλιστικά ταμεία που ακόμα και μετά την ενοποίησή τους εξακολουθούσαν να διατηρούν πλήρη οικονομική και λειτουργική αυτοτέλεια με αποτέλεσμα να μην προασπίζεται αφενός η ισονομία, αφετέρου η αποτελεσματικότητα, μέσω της απλούστευσης των διαδικασιών του συστήματος. Στο πλαίσιο αυτό το Ι.Κ.Α. έχει 930 διαφορετικούς τύπους ασφάλισης κάλυψης με αντίστοιχα διαφοροποιούμενες παροχές.

Στον Ε.Φ.Κ.Α από την έναρξη λειτουργίας του (1.1.2017), εντάσσονται αυτοδίκαια οι υφιστάμενοι φορείς κύριας κοινωνικής ασφάλισης, και ο Ε.Φ.Κ.Α. καθίσταται οιοσεί καθολικός διάδοχος αυτών. Το Ν.Α.Τ. και ο Ο.Γ.Α. εξακολουθούν, και μετά την κατά τα ως άνω ένταξή τους, να διατηρούν αυτοτελή νομική προσωπικότητα για την άσκηση των μη ασφαλιστικών τους αρμοδιοτήτων. Τα όργανα διοίκησης του ΕΦΚΑ θα είναι α) ο Διοικητής και β) 11μελές Διοικητικό Συμβούλιο.

Η σύγχρονη πρόκληση για τον πρώτο πυλώνα είναι η αντιμετώπιση των δημογραφικών προκλήσεων με την παράλληλη εξασφάλιση ελάχιστων συντάξεων που θα είναι όμως επαρκείς για την διαβίωση του πληθυσμού. Η πρόκληση αυτή επιτείνεται στο σύγχρονο περιβάλλον οικονομικής ύφεσης κατά τη διάρκεια της οποίας ο αριθμός των ασφαλισμένων μειώνεται, οι αποδοχές μαζί με τις εισφορές υποχωρούν, οι επιχειρήσεις αδυνατούν να καταβάλλουν τις οφειλές τους ακόμη και σε προγράμματα ρύθμισης αυτών και οι αποδόσεις των χρηματαγορών περιορίζονται.

2.6.2 Ο δεύτερος πυλώνας του Συστήματος Συνταξιοδότησης στην Ελλάδα

Ο δεύτερος πυλώνας στη χώρα απαρτίζεται από τα λεγόμενα ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης. Ο θεσμός ξεκίνησε στην Ελλάδα με τον νόμο 3029/2002. Τα πρώτα επαγγελματικά ταμεία ιδρύθηκαν αρχικά σε προαιρετική βάση ως Ν.Π.Ι.Δ. και λειτούργησαν στο χώρο της ιδιωτικής μη κερδοσκοπικής ασφάλισης με κεφαλαιοποιητικά χαρακτηριστικά λειτουργίας. Σήμερα στη χώρα δραστηριοποιούνται 9 ταμεία προαιρετικής ασφάλισης και 4 ταμεία υποχρεωτικής ασφάλισης και παρουσιάζονται αναλυτικά στον παρακάτω πίνακα μαζί με τα ΦΕΚ σύστασής τους.

Πίνακας 2.7

Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης στην Ελλάδα

Προαιρετικής Επαγγελματικής Ασφάλισης	Υποχρεωτικής Επαγγελματικής Ασφάλισης
1.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών- Ν.Π.Ι.Δ. (ΦΕΚ Β'727/14.05.2004)	1.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Επικούρησης Ασφαλιστών και Προσωπικού Ασφαλιστικών Επιχειρήσεων (ΦΕΚ Β'411/22.02.2013)
2.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Οικονομολόγων- Ν.Π.Ι.Δ. (ΦΕΚ Β'1307/ 26.08.2004)	2.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Υπαλλήλων Φαρμακευτικών Εργασιών (ΦΕΚ Β'412/ 04.09.2013)
3.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Προσωπικού ΕΛ.ΤΑ.- Ν.Π.Ι.Δ. (ΦΕΚ Β'1364/06.09.2004)	3.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Υπαλλήλων Εμπορίου Τροφίμων Ν.Π.Ι.Δ. (ΦΕΚ Β'410/22.02.2013)
4.Επαγγελματικό Ταμείο Ασφάλισης Γεωτεχνικών Ν.Π.Ι.Δ. (ΦΕΚ Β'818/ 04.07.2006)	4.Επαγγελ. Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Προσωπικού Εταιρειών Πετρελαιοειδών (ΦΕΚ Β'409/22.2.2013)
5.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Προσωπικού Καζίνο Ν.Π.Ι.Δ. (ΦΕΚ Β'2192/ 23.10.2008)	
6.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Ελεγκτών Εναέριας Κυκλοφορίας Ελλάδος (ΦΕΚ Β'1028/ 29.05.2009)	
7.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Ελληνικού Τμήματος Διεθνούς Ενώσεως Αστυνομικών (ΦΕΚ Β'1903/ 04.09.2009)	
8.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Προσωπικού των Εταιρειών JOHNSON & JOHNSON ΕΛΛΑΣ ΑΕΒΕ και JANSSEN-CILAG ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ ΑΕΒΕ-Ν.Π.Ι.Δ. (ΦΕΚ Β'715/26.05.2010)	
9.Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης Προσωπικού INTERAMERIKAN Ν.Π.Ι.Δ (ΦΕΚ Β'1279/ 06-08-2010)	

Τα κεφάλαια υπό διαχείριση για τα 4 ταμεία υποχρεωτικής διαμορφώνονται σε περίπου €1δισ, ενώ για τα 9 ταμεία προαιρετικής τα κεφάλαια διαμορφώνονται σε περίπου €100εκ. Αθροιστικά, σύμφωνα με το Υπουργείο Εργασίας, ο δεύτερος πυλώνας αριθμεί 77.000 ενεργούς ασφαλισμένους και 20.000 συνταξιούχους που αντιστοιχεί στο 1% περίπου του πληθυσμού της χώρας¹⁹.

Με το νόμο 4052/2012 και την ενοποίηση όλων των επικουρικών ταμείων σε ένα, το ΕΤΕΑΜ, δόθηκε συγχρόνως η δυνατότητα σε όσα ταμεία είχαν την οικονομική δυνατότητα να μετατραπούν σε επαγγελματικά ταμεία υποχρεωτικής ασφάλισης υποκαθιστώντας την επικουρική ασφάλιση. Όπως εμφανίζεται στον παραπάνω πίνακα, συνολικά μετατράπηκαν 4

¹⁹ Υπάρχουν αρκετές αιτίες που ερμηνεύουν το γεγονός της μη ανάπτυξης του θεσμού στην Ελλάδα. Πρώτον, η σημερινή οργανωτική και λειτουργική δομή της κοινωνικής ασφάλισης δεν αφήνει περιθώρια ανάπτυξης της επαγγελματικής και τούτο γιατί ήδη ο πρώτος πυλώνας καλύπτει σχεδόν το σύνολο των εργαζομένων. Έτσι δεν προκύπτει πραγματικό κενό για την ανάπτυξη της επαγγελματικής ασφάλισης. Δεύτερον, το σύνολο του ποσοστού των ασφαλιστικών εισφορών είναι υψηλό και επιβαρύνει το κόστος των επιχειρήσεων και την ανταγωνιστικότητα των προϊόντων και δεν αφήνει περιθώρια ένα ποσοστό να κινηθεί προς την επαγγελματική ασφάλιση. Τρίτον, η πεποίθηση μέχρι σήμερα ότι η επικουρική ασφάλιση απολαμβάνει της προστασίας και την οικονομικής εγγύησης του κράτους, λειτούργησε ανασταλτικά για την περεταίρω ανάπτυξη του θεσμού.

ταμεία. Κατόπιν τούτου, με τον νόμο 4172/2013 ρυθμίστηκαν οι φορολογικές πτυχές του θεσμού ενώ με το ΦΕΚ 2751/2014 καταβλήθηκε η προσπάθεια από την πολιτεία να διασφαλιστεί η λειτουργία του θεσμού με δύο παρεμβάσεις αναφορικά στα όρια και τον τρόπο επένδυσης των επαγγελματικών ταμείων με την θέσπιση κανονισμού δεοντολογίας και καλών πρακτικών και με την υπαγωγή των ταμείων στον έλεγχο και εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

Η σύγχρονη πρόκληση για τον δεύτερο πυλώνα είναι η ανάπτυξή του με τη δημιουργία ταμείων εφάμιλλων και ανταγωνιστικών των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων.

2.6.3 Ο τρίτος πυλώνας του Συστήματος Συνταξιοδότησης στην Ελλάδα

Η συνταξιοδότηση μέσω ιδιωτικών εταιρειών ασφάλισης, δηλαδή ο τρίτος πυλώνας, στην ελληνική αγορά, έχει σχετικά περιορισμένη παρουσία. Τα συνολικά ασφαλιστρα στη χώρα μας ως ποσοστό του ΑΕΠ διαμορφώνονται το 2014 σε 2,2% ενώ ο αντίστοιχος ευρωπαϊκός μέσος όρος διαμορφώνεται σε περίπου 7,7%.

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (2014) από την Ένωση Ασφαλιστικών Εταιριών Ελλάδος, στη χώρα μας δραστηριοποιούνται 65 ασφαλιστικές εταιρίες, εκ των οποίων οι 13 δραστηριοποιούνται αποκλειστικά στην ασφάλεια ζωής και 11 στην μεικτή ασφάλιση (ζωής και ζημιών). Η αυστηροποίηση του θεσμικού πλαισίου για την κεφαλαιακή επάρκεια των ασφαλιστικών εταιριών κυρίως της εφαρμογής του Solvency II έχει ως αποτέλεσμα το σημαντικό περιορισμό του αριθμού των εταιριών που δραστηριοποιούνται στο χώρο. Ενδεικτικά σημειώνεται ότι το 2009 ο αριθμός των εταιριών που δραστηριοποιούνταν στο χώρο ανήρχετο σε 82.

Αναλυτική παρουσίαση του πλήθους των ασφαλιστικών επιχειρήσεων παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 2.8

Πλήθος Ασφαλιστικών επιχειρήσεων στην Ελλάδα

	ΖΩΗΣ	ΖΗΜΙΩΝ	ΜΙΚΤΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ 2014	ΣΥΝΟΛΟ 2013
Ανώνυμες ασφαλιστικές επιχειρήσεις	11	21	11	43	45
Υποκαταστήματα αλληλοδοπών ασφαλιστικών επιχειρήσεων	2	17	0	19	19
Αθήνη ασφαλιστικοί συνεταιρισμοί	0	3	0	3	3
Σύνολο	13	41	11	65	67

Πηγή: Ένωση Ασφαλιστικών Εταιριών Ελλάδος

Τα συνολικά ασφάλιστρα το 2014 στην Ελλάδα ανήλθαν σε περίπου 4 δις ευρώ εκ των οποίων τα ασφάλιστρα ζωής που αντιστοιχούν στον τρίτο πυλώνα διαμορφώθηκαν σε περίπου 1,8 δις ευρώ.

Τα συνταξιοδοτικά προϊόντα του τρίτου πυλώνα έχουν ορισμένα χαρακτηριστικά που τα διαφοροποιούν από άλλα επενδυτικά προϊόντα για ιδιώτες επενδυτές και μπορεί να συνεπάγονται ιδιαίτερες ανάγκες πληροφόρησης και προστασίας. Το πιο σημαντικό από τα χαρακτηριστικά αυτά είναι ο μακροπρόθεσμος επενδυτικός χαρακτήρας των επενδυτικών προϊόντων. Η απόφαση σχετικά με τα μακροπρόθεσμα αποταμιευτικά ποσοστά απαιτεί σύνθετη συνεκτίμηση των δυνητικών ποσοστών απόδοσης, της σωρευτικής απόδοσης και της σχέσης ζημίας/κόστους²⁰ και συνήθως οι καταναλωτές δυσκολεύονται να λάβουν τέτοιες αποφάσεις. Ο «εγκλωβισμός», τον οποίο βιώνουν συχνά οι καταναλωτές όταν υπάρχουν περιορισμοί αποδέσμευσης, αποτελεί επίσης σημαντικό παράγοντα. Συνεπώς, η λήψη εσφαλμένης οικονομικής απόφασης μπορεί να έχει σοβαρές συνέπειες για τους καταναλωτές. Η έλλειψη διαφανούς πληροφόρησης σχετικά με τον αντίκτυπο των δαπανών θα μπορούσε επίσης να έχει σοβαρές συνέπειες και να είναι ιδιαίτερα επιζήμια σε μακροπρόθεσμη βάση, ιδίως αν ο καταναλωτής έχει «εγκλωβιστεί» στο προϊόν και δεν μπορεί να επιλέξει έναν νέο πάροχο χωρίς να υπόκειται σε κυρώσεις.

Η σύγχρονη πρόκληση για τον τρίτο πυλώνα στη χώρα είναι η επιπλέον ανάπτυξη του θεσμού με τη συμμετοχή του σε αυτόν ολοένα και μεγαλύτερου πλήθους πολιτών. Παράλληλα κρίνεται απαραίτητη αντιμετώπιση των ζητημάτων φερεγγυότητας των ιδιωτικών ασφαλιστικών εταιρειών με ενίσχυση της εποπτείας (Τράπεζα της Ελλάδος, Solvency II), προκειμένου να διασφαλιστούν τα δικαιώματα και οι αποταμιεύσεις των καταναλωτών με ταυτόχρονη βελτίωση της διαφάνειας και των δικαιωμάτων των καταναλωτών με τελικό στόχο την αύξηση των ποσοστών αναπλήρωσης σε υψηλότερα επίπεδα.

2.7 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάστηκαν τα συνταξιοδοτικά συστήματα υπό το πρίσμα μεταβολών των εξωτερικών παραγόντων (δημογραφικές εξελίξεις, χαμηλά επιτόκια κτλ.). Όπως αναλυτικά παρουσιάστηκε, τα επίσημα θεσμοθετημένα ασφαλιστικά συστήματα διακρίνονται σε δημόσια και ιδιωτικά, με τα πρώτα να στηρίζονται στην αρχή του συλλογικού ισοζυγίου και τα δεύτερα στη αρχή του ατομικού ισοζυγίου. Το ασφαλιστικό περιβάλλον συνθέτουν ταμεία που παρέχουν κύρια ασφάλιση, επικουρική - επαγγελματική

²⁰ ο τυπικός συνταξιούχος δεν έχει δυνατότητα αύξησης των τρεχόντων εσόδων του για να αποπληρώσει τις ζημιές που προέρχονται από τις επενδύσεις του. Στην περίπτωση αυτή η πραγματοποίηση ζημιών θα έχει σημαντική επίπτωση στο επίπεδο διαβίωσης του.

καθώς και ιδιωτικές εταιρίες ασφάλισης (προσέγγιση τριών πυλώνων). Η βασική κατηγοριοποίηση των συνταξιοδοτικών συστημάτων είναι αυτή που τα διακρίνει σε Διανεμητικού και Κεφαλαιοποιητικού τύπου. Το κριτήριο που λαμβάνεται για τη διάκριση αυτή, είναι ο τρόπος μέσω του οποίου χρηματοδοτούνται οι παροχές προς τους ασφαλισμένους. Τα βασικά σχήματα λειτουργίας των ταμείων είναι αυτά της προκαθορισμένης παροχής και της προκαθορισμένης εισφοράς. Το κριτήριο για τον διαχωρισμό αυτόν, είναι ο προκαθορισμός από μέρους του ασφαλιστικού φορέα είτε των παροχών είτε των εισφορών. Στο σύστημα προκαθορισμένης παροχής, το ύψος της σύνταξης καθορίζεται με βάση προκαθορισμένο αλγόριθμο ανεξάρτητα από το ύψος των εισφορών. Στο σύστημα προκαθορισμένης εισφοράς, το ύψος της παρεχόμενης σύνταξης καθορίζεται κατά βάση από την ετήσια εισφορά η οποία λαμβάνεται ως σταθερή αναλογία του τρέχοντος μισθού και τις αποδόσεις των επενδυμένων κεφαλαίων. Στην πράξη τα συνταξιοδοτικά συστήματα είναι υβριδικά δηλαδή περιέχουν στοιχεία περισσότερο του ενός συστήματος.

Παρουσιάστηκε, επίσης, το σύστημα των τριών πυλώνων τόσο θεωρητικά όσο και με την εφαρμογή του στο ελληνικό σύστημα συνταξιοδότησης, όπως αυτό έχει διαμορφωθεί μετά και από τη πρόσφατη ασφαλιστική μεταρρύθμιση, για την οποία έγινε συνοπτική παρουσίαση ως προς τις διαστάσεις που εισαγάγει. Κατόπιν της ανάλυση αυτής, προέκυψαν οι επιμέρους προκλήσεις που αντιμετωπίζει έκαστος πυλώνας στη σύγχρονη ελληνική πραγματικότητα. Για τον πρώτο πυλώνα, είναι η αντιμετώπιση των δημογραφικών προκλήσεων με την παράλληλη εξασφάλιση ελάχιστων συντάξεων που θα είναι όμως επαρκείς για την διαβίωση του πληθυσμού. Η πρόκληση αυτή επιτείνεται στο σύγχρονο περιβάλλον οικονομικής ύφεσης κατά τη διάρκεια της οποίας ο αριθμός των ασφαλισμένων μειώνεται, οι αποδοχές μαζί με τις εισφορές υποχωρούν, οι επιχειρήσεις αδυνατούν να καταβάλλουν τις οφειλές τους ακόμη και σε προγράμματα ρύθμισης αυτών και οι αποδόσεις των χρηματαγορών περιορίζονται. Για τον δεύτερο πυλώνα, είναι η ανάπτυξή του (στην παρούσα φάση δεν εμφανίζει σημαντική παρουσία) με τη δημιουργία ταμείων εφάμιλλων και ανταγωνιστικών των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων. Τέλος, για τον τρίτο πυλώνα, στη χώρα η πρόκληση εντοπίζεται κυρίως στην απαραίτητη αντιμετώπιση των ζητημάτων φερεγγυότητας των ιδιωτικών ασφαλιστικών εταιρειών με ενίσχυση της εποπτείας (Τράπεζα της Ελλάδος, Solvency II), προκειμένου να διασφαλιστούν τα δικαιώματα και οι αποταμιεύσεις των καταναλωτών με ταυτόχρονη βελτίωση της εμπιστοσύνης - διαφάνειας και των δικαιωμάτων των καταναλωτών με αρχικό στόχο την αύξηση της συμμετοχής των πολιτών στο θεσμό και με τον τρόπο αυτό να επιτευχθεί ο τελικός στόχος για ενίσχυση των ποσοστών αναπλήρωσης σε υψηλότερα επίπεδα.

ΜΕΡΟΣ Β
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ:
Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΚΑΙ Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (PENSION FUNDS)

3.1 Εισαγωγή

Τα ασφαλιστικά ταμεία είναι οργανισμοί που έχουν συσσωρευμένα κεφάλαια επενδυμένα σε κινητές και ακίνητες αξίες η διαχείριση των οποίων οφείλει να δημιουργήσει αξία στην περιουσία του ταμείου προς όφελος των δικαιούχων.

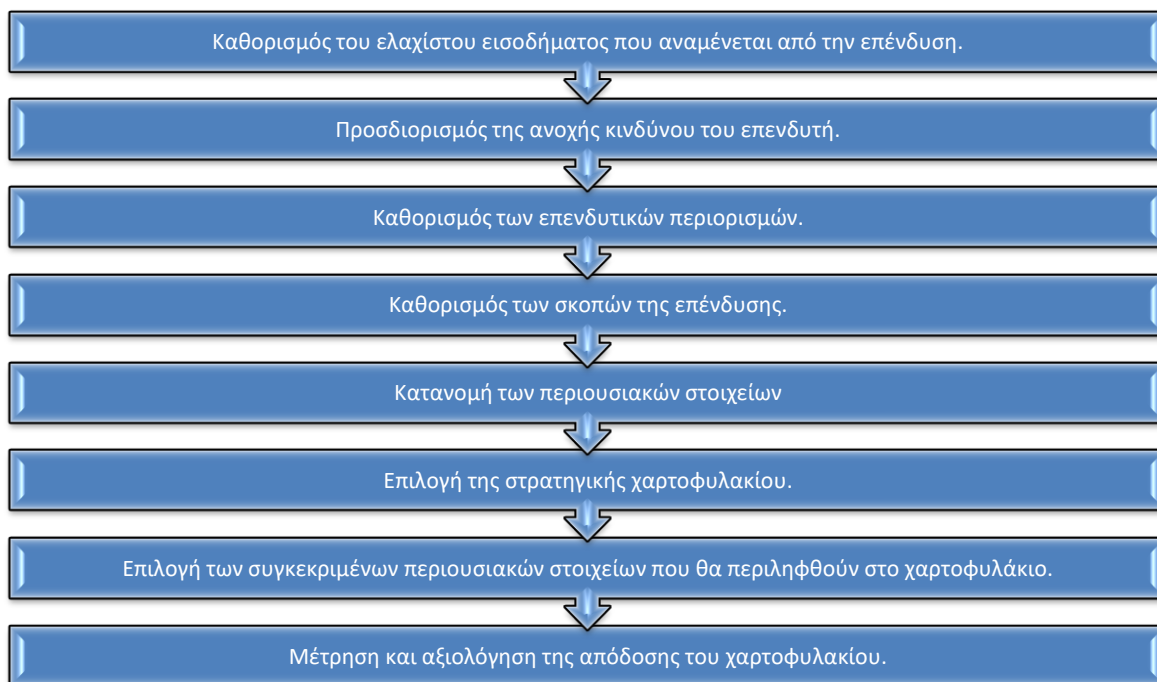
Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι αφενός η θεωρητική προσέγγιση της διαχείρισης επενδυτικών χαρτοφυλακίων αλλά και η πρακτική προσέγγιση της διεθνούς εμπειρίας μέσω της καταγραφής των τάσεων όπως αυτές αποτυπώνονται τόσο στη βιβλιογραφία όσο και στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ. Στη θεωρητική προσέγγιση παρουσιάζονται τα οκτώ επιμέρους στάδια διαχείρισης και αξιολόγησης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Στην πρακτική προσέγγιση παρουσιάζεται η αγορά των συνταξιοδοτικών ταμείων στον ΟΟΣΑ, η οποία διαμορφώνεται το 2014 με κεφάλαια υπό διαχείριση ύψους \$25τρισ. Πραγματοποιείται αναλυτική περιγραφή των επιμέρους χαρακτηριστικών της αγοράς (αποδόσεις, διαρθρώσεις επενδυτικών χαρτοφυλακίων, επενδυτικές τάσεις). Τέλος, παρουσιάζεται επισκόπηση της βιβλιογραφίας ως προς τα συνταξιοδοτικά ταμεία με έμφαση στις επενδυτικές επιλογές (Portfolio Choice), στη διαχείριση και απόδοσή τους.

3.2 Στάδια Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου – Θεωρητική προσέγγιση

Η διαδικασία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει οκτώ στάδια τα οποία αποτυπώνονται στο παρακάτω γράφημα.

Γράφημα 3.1

Στάδια διαδικασίας Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου



Πηγή: Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. Ανάλυση επενδύσεων και διαχείριση Χαρτοφυλακίου, εκδόσεις Rosili

Το πρώτο στάδιο καθορίζει το ελάχιστο απαιτούμενο εισόδημα που πρέπει να αποκομίζει το ταμείο από την επένδυση του προκειμένου να αποφύγει πιθανά προβλήματα σε ενδεχόμενες δυσμενείς συνθήκες.

Το δεύτερο στάδιο προσδιορίζει τον κίνδυνο απώλειας εισοδήματος (ή πλούτου) τον οποίο μπορεί να ανεχθεί το ταμείο και αποτελεί μια υποκειμενική υπόθεση του επενδυτή, η οποία σταθμίζεται ανάλογα με τις συνέπειες της πραγματοποίησης μιας ενδεχόμενης ζημίας²¹. Τα ασφαλιστικά ταμεία ανήκουν στην κατηγορία των θεσμικών επενδυτών που επιθυμούν την απόλυτη ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου.

Το τρίτο στάδιο καθορίζει τους επενδυτικούς περιορισμούς (investment constraints) των ασφαλιστικών ταμείων που επηρεάζουν την επιλογή της επενδυτικής τους πολιτικής. Οι πιο διαδεδομένοι περιορισμοί είναι:

⇒ *Ρευστότητα* (liquidity): πρόκειται για την ταχύτητα και την ευκολία με την οποία μια επένδυση μπορεί να ρευστοποιηθεί σε τρέχουσες τιμές. Είναι απαραίτητη όταν εμφανίζεται συχνά το φαινόμενο οι προγραμματισμένες εντολές να ξεπερνούν το τρέχον εισόδημα του ταμείου με αποτέλεσμα να είναι αναγκαία η ανάληψη

²¹ Για παράδειγμα, ο τυπικός συνταξιούχος επενδυτής θεωρείται ότι δεν είναι σε θέση να αναλάβει μεγάλο κίνδυνο. Ο επενδυτής αυτός δεν έχει μεγάλο επενδυτικό ορίζοντα αλλά ούτε και δυνατότητα αύξησης των τρεχόντων εσόδων του για να αποπληρώσει τις ζημίες που προέρχονται από τις επενδύσεις του. Στην περίπτωση αυτή η πραγματοποίηση ζημιών θα έχει σημαντική επίπτωση στο επίπεδο διαβίωσής του.

κεφαλαίων από τα επενδυτικά προγράμματα. Όσο μεγαλύτερη είναι η ανάγκη αυτή τόσο μεγαλύτερο τμήμα του χαρτοφυλακίου απαιτείται να είναι τοποθετημένο σε υψηλής ρευστότητας αξιόγραφα όπως αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, έντοκα γραμμάτια, πιστοποιητικά καταθέσεων κ.τ.λ.

⇒ *Επενδυτικός ορίζοντας* (investment horizon): πρόκειται για τη σχεδιαζόμενη ημερομηνία ρευστοποίησης μέρους ή ολόκληρου του επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Τα ασφαλιστικά ταμεία κατά κανόνα έχουν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα.

⇒ *Φορολογικοί περιορισμοί*: αποτελεί περιορισμό λόγω των διαφορετικών αποδόσεων των διαφόρων επενδυτικών στοιχείων ως αποτέλεσμα τα διαφορετικής φορολογικής αντιμετώπισης.

⇒ *Νομικοί ή κανονιστικοί περιορισμοί* (legal constraints or regulations): τα ασφαλιστικά ταμεία λόγω του θεσμικού τους ρόλου υπόκειται σε μια σειρά από νομικούς και κανονιστικούς/ρυθμιστικούς περιορισμούς.

Το τέταρτο στάδιο αφορά στον καθορισμό των επενδυτικών σκοπών (investment objectives) και επικεντρώνονται στη σχέση ανταλλαγής μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης και του κινδύνου που είναι διατεθειμένο να αναλάβει το ασφαλιστικό ταμείο προκειμένου να επιτύχει την απόδοση αυτή. Συνήθως, οι περισσότεροι επενδυτές διακρίνονται μεταξύ τεσσάρων επενδυτικών σκοπών : α) Τρέχον εισόδημα (current income) β) Μεγέθυνση τρέχοντος εισοδήματος (growth of current income) γ) Αύξησης κεφαλαίου (capital appreciation) δ) Διατήρησης αρχικού κεφαλαίου (preservation of capital). Στην περίπτωση που ένας επενδυτής επιθυμεί να αυξήσει το κεφάλαιό του, είναι προφανές ότι η επιλογή του συνεπάγεται και την ανάληψη κινδύνου απώλειας για μέρος του κεφαλαίου του.

Η τελική επιλογή των επενδυτικών σκοπών θα καθορίσει και το πέμπτο στάδιο που αφορά στην κατανομή των περιουσιακών στοιχείων (asset allocation) και κυρίως μεταξύ μετρητών (cash), μετοχών (stocks), ομολόγων (bonds) και ακίνητης περιουσίας (real estate).

Το έκτο στάδιο αφορά στην επιλογή της στρατηγικής του χαρτοφυλακίου (selecting a portfolio strategy) η οποία οφείλει να είναι συνεπής με τις κατευθυντήριες οδηγίες του ασφαλιστικού ταμείου. Συνήθως οι στρατηγικές χαρτοφυλακίου διαχωρίζονται σε ενεργητική και παθητική και η επιλογή τους εξαρτάται από μια σειρά παράγοντες μεταξύ άλλων η άποψη του επενδυτή ή του διαχειριστή επενδύσεων για την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Λιγότερο αποτελεσματικές αγορές έχουν περιθώρια υψηλότερης απόδοσης μέσω ενεργούς στρατηγικής, ενώ η παθητική διαχείριση συνάδει περισσότερο, λόγω των χαμηλότερων εξόδων διαχείρισης, σε περιπτώσεις όπου η αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά

⇒ *Ενεργητική* (active portfolio strategy): πρόκειται για τη στρατηγική που προσπαθεί να επιτύχει υψηλότερες αποδόσεις χρησιμοποιώντας τις διαθέσιμες πληροφορίες και κάνοντας προβλέψεις. Στις περιπτώσεις μετοχών απαιτούνται προβλέψεις για την μελλοντική κερδοφορία, μερίσματα δεικτών (πχ P/E) ενώ για τις ομολογίες απαιτούνται προβλέψεις σχετικά με τα επιτόκια

⇒ *Παθητική* (passive portfolio strategy): Απαιτεί ελάχιστες προβλέψεις και βασίζεται κυρίως στη διαφοροποίηση προσπαθώντας να πετύχει ισάξιες αποδόσεις με τις αποδόσεις κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη.

Το έβδομο στάδιο αφορά στην επιλογή των συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων που θα περιληφθούν στο χαρτοφυλάκιο (Selecting the assets) και απαιτεί αποτίμηση (valuation) του κάθε περιουσιακού στοιχείου.

Το όγδοο και τελευταίο στάδιο αφορά στη μέτρηση και αξιολόγηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου (measuring and evaluating portfolio performance) συνήθως συγκριτικά με την απόδοση ενός χαρτοφυλακίου αναφοράς (benchmark portfolio) το οποίο στην Ελλάδα συνήθως είναι ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στην αξιολόγηση περιλαμβάνεται και η επιτυχής πλήρη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου με την εξάλειψη του μη συστηματικού κινδύνου. Στην πράξη η αξιολόγηση πραγματοποιείται μέσω σύνθετων μέτρων απόδοσης του χαρτοφυλακίου. Πρόκειται για σύνθετα μέτρα διότι περιλαμβάνουν τόσο την απόδοση όσο και τον κίνδυνο που περιέχει. Η αξιολόγηση είναι απαραίτητη και στην περίπτωση που η διαχείριση των κεφαλαίων γίνεται από τρίτο (διαχειριστής χαρτοφυλακίου) προκειμένου να συγκριθεί η απόδοση με το κόστος διαχείρισης.

Τα πιο δημοφιλή σύνθετα μέτρα είναι (α) το μέτρο του Treynor και (β) το μέτρο του Sharpe τα οποία στηρίζονται στην θεωρία χαρτοφυλακίου (CAPM) και παρουσιάζονται συνοπτικά κατωτέρω:

⇒ Το μέτρο του Treynor (Treynor Index) παρουσιάζει την ανταμοιβή ως προς τον κίνδυνο και μαθηματικά εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του χαρτοφυλακίου, η οποία προκύπτει από τη διαφορά της πραγματοποιηθείσας απόδοσης από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, δια του συντελεστή β του χαρτοφυλακίου. Υπολογίζεται ως εξής:
Δείκτης του Treynor = $(R_{pt} - R_{ft}) / \beta_p$ ²²

Όσο μεγαλύτερη τιμή έχει ο δείκτης Treynor ενός χαρτοφυλακίου, τόσο καλύτερη απόδοση είχε το χαρτοφυλάκιο κατά την εξεταζόμενη περίοδο. Ο δείκτης Treynor που

²² όπου R_{pt} = η πραγματοποιηθείσα απόδοση του χαρτοφυλακίου τη χρονική περίοδο t, R_{ft} = επιτόκιο χωρίς κίνδυνο για την ίδια περίοδο, και β_p = ο συστηματικός κίνδυνος του χαρτοφυλακίου (συντελεστής β).

αντιστοιχεί στο χαρτοφυλάκιο της Αγοράς, αντιστοιχεί στην κλίση της Γραμμής Αγοράς Αξιογράφου (SML), όπως αυτή ορίζεται από το υπόδειγμα CAPM. Συνεπώς, εάν ο δείκτης του εξεταζομένου χαρτοφυλακίου είναι μεγαλύτερος από ο δείκτη του χαρτοφυλακίου της Αγοράς, τότε το χαρτοφυλάκιο θα βρίσκεται επάνω από την SML, που σημαίνει ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο είχε ανώτερη απόδοση αναλόγως του συστηματικού του κινδύνου. Εάν ο δείκτης είναι μικρότερος, τότε το χαρτοφυλάκιο θα βρίσκεται κάτω από την SML, που σημαίνει ότι κατά την εξεταζόμενη περίοδο είχε κατώτερη απόδοση αναλόγως του συστηματικού του κινδύνου.

⇒ το μέτρο του Sharpe παρουσιάζει την ανταμοιβή ως προς την μεταβλητότητα και μαθηματικά εκφράζει την υπερβάλλουσα απόδοση του χαρτοφυλακίου, δια της τυπικής απόκλισης των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου. Υπολογίζεται ως εξής: Δείκτης του Sharpe = $(R_{pt} - R_{ft}) / \sigma_p$ ²³.

Πρόκειται για σύνθετο μέτρο επίδοσης χαρτοφυλακίου παρόμοιο με το δείκτη Treynor. Επιδιώκει να μετρήσει το συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου περιλαμβάνοντας την τυπική απόκλιση των αποδόσεων αντί να λαβαίνει υπόψη μόνο το συστηματικό κίνδυνο που συνοψίζεται στο συντελεστή βήτα. Χρησιμοποιεί το συνολικό κίνδυνο για να συγκρίνει χαρτοφυλάκια με αυτά που ανήκουν στη γραμμή κεφαλαιαγοράς, ενώ ο δείκτης του Treynor την επίδοση χαρτοφυλακίου σε σχέση με αυτά που ανήκουν στην SML. Τέλος, αξ σημειωθεί ότι στην πράξη η τυπική απόκλιση μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας είτε τις συνολικές αποδόσεις του χαρτοφυλακίου είτε τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου πάνω από την απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου.

Για ένα πλήρως διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, δηλαδή ένα χαρτοφυλάκιο χωρίς συστηματικό κίνδυνο, οι δύο δείκτες δίνουν την ίδια κατάταξη επειδή η συνολική διακύμανση του πλήρως διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου είναι η συστηματική του διακύμανση. Εναλλακτικά, ένα κακώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, θα είχε υψηλή κατάταξη με βάση το δείκτη επίδοσης του Treynor και μία πολύ χαμηλότερη κατάταξη με βάση το δείκτη επίδοσης του Sharpe. Οποιαδήποτε διαφορά στην κατάταξη θα προερχόταν αποκλειστικά από τη διαφορά στη διαφοροποίηση.

²³ όπου σ_p = η τυπική απόκλιση του βαθμού απόδοσης του χαρτοφυλακίου i κατά τη διάρκεια της ίδιας χρονικής περιόδου.

Επομένως, αυτά τα δύο μέτρα επίδοσης παρέχουν συμπληρωματική αλλά διαφορετική πληροφορία και θα πρέπει να χρησιμοποιούνται και τα δύο. Ένα μειονέκτημα και των δύο δεικτών επίδοσης Treynor και Sharpe είναι ότι παρέχουν σχετικές, αλλά όχι απόλυτες, κατατάξεις της επίδοσης χαρτοφυλακίων.

3.3 Η Διεθνής Εμπειρία. Τα Συνταξιοδοτικά Ταμεία (Pension Funds) στον ΟΟΣΑ

Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) παρακολουθεί στενά τις εξελίξεις στο χώρο των Pension Funds και της αγοράς που αυτά σχηματίζουν (Pension Market). Με τον όρο Pension Fund ο ΟΟΣΑ ορίζει το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που έχουν αποκτηθεί από τις εισφορές ενός συνταξιοδοτικού προγράμματος και έχουν επενδυθεί με αποκλειστικό σκοπό την χρηματοδότηση των συντάξεων στα πλαίσια του προγράμματος αυτού. Τα Pension Funds αποτελούν ανεξάρτητες νομικές οντότητες. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία αποτελούν υποσύνολο των ασφαλιστικών ταμείων καθώς περιορίζουν τον ασφαλιστέο κίνδυνο σε αυτόν του γήρατος και του θανάτου²⁴. Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (OECD - Pension Markets in Focus 2015), τα κεφάλαια υπό διαχείριση (assets under management) των Pension Funds διαμορφώθηκαν το 2014 σε 25 τρις δολάρια ΗΠΑ.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τη διαχρονική εξέλιξη των κεφαλαίων υπό διαχείριση σε εκ. δολάρια ανά χώρα-μέλος του ΟΟΣΑ.

Πίνακας 3.1

Συνολικές επενδύσεις Συνταξιοδοτικών Ταμείων στις χώρες του ΟΟΣΑ (2004-2014)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
OECD Χώρες Σε εκ. \$											
Australia	415.174	549.125	645.869	977.970	1.058.376	839.275	986.839	1.397.418	1.383.456	1.440.898	1.639.230
Austria	14.125	13.833	16.783	19.359	17.460	20.259	20.333	19.103	21.514	25.173	23.276
Belgium	15.737	15.708	17.601	21.775	15.875	19.879	17.783	20.225	22.753	27.213	27.561
Canada	578.234	686.689	786.329	966.116	673.333	879.373	1.047.504	1.072.056	1.199.201	1.260.157	1.297.732
Chile	60.535	74.508	88.293	111.277	74.313	118.052	148.437	134.962	162.021	162.988	165.432
Czech Republic	4.462	5.019	6.991	9.249	9.909	11.753	12.395	12.413	14.337	14.951	14.854
Denmark	82.492	82.518	94.025	108.167	155.961	138.351	154.612	154.535	161.358	146.700	152.349
Estonia	234	351	632	1.043	1.023	1.372	1.431	1.467	1.953	2.443	2.676

²⁴ Τα συνταξιοδοτικά ταμεία περιορίζονται στην ασφάλιση του γήρατος και του θανάτου αφού προηγουμένως ο ασφαλισμένος έχει διανύσει ορισμένο χρόνο ασφάλισης στο ταμείο ώστε να καταστεί δικαιούχος. Ειδικότερα, η ασφάλιση έναντι του γήρατος ως στόχο να εξασφαλίσει στον ασφαλισμένο τα απαραίτητα μέσα διαβίωσης του στο ενδεχόμενο που δεν μπορεί πλέον να απασχοληθεί συνεπεία γήρατος. Η ασφάλιση κατά του θανάτου έχει ως στόχο να εξασφαλίσει τα απαραίτητα μέσα διατροφής στα άτομα που χαρακτηρίζονται ως προστατευόμενα μέλη της οικογένειας (σύζυγος, παιδιά, γονείς). Στην Ελλάδα ορισμένα ταμεία δεν είναι αμιγή συνταξιοδοτικά καθώς δύνανται να παρέχουν και δυνατότητα ασφάλισης έναντι λοιπών κινδύνων (πχ η επανόρθωση της υγείας με παροχή πρόσθετης υγειονομικής περίθαλψης στα μέλη τους).

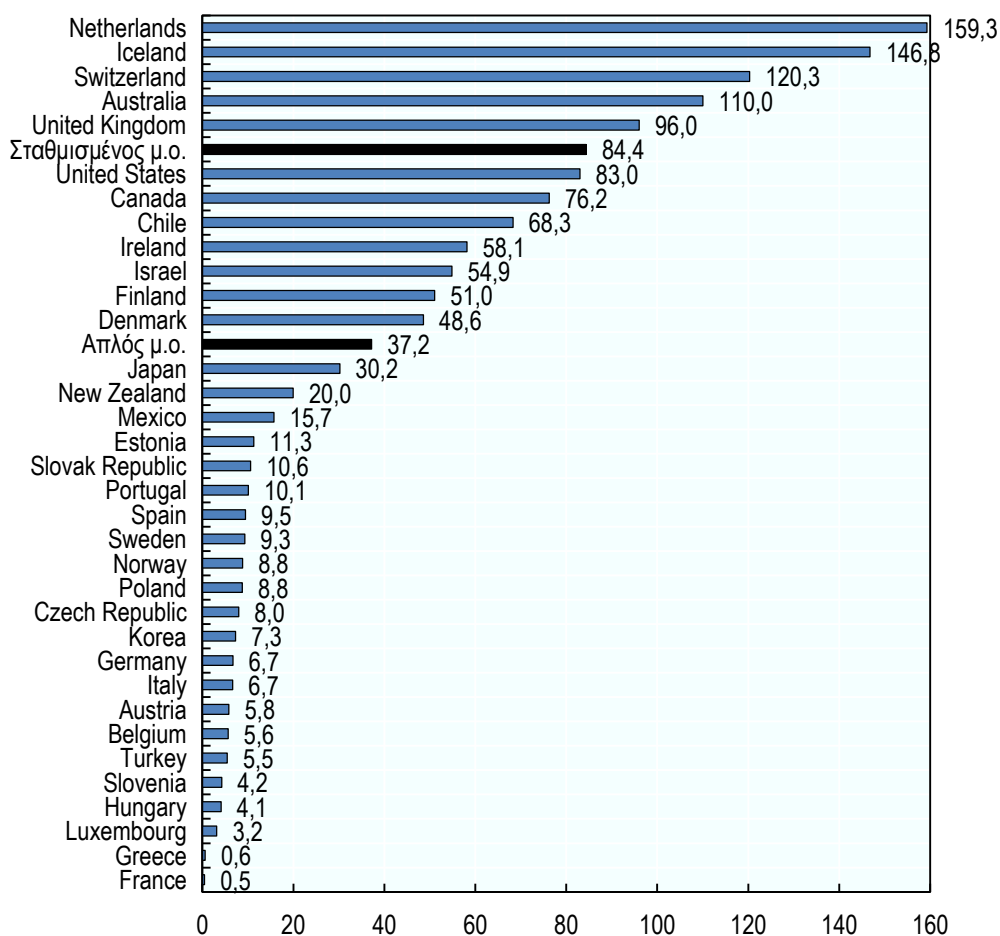
Finland	128.328	127.350	156.919	186.957	156.896	191.702	197.832	107.936	119.601	135.651	126.446
France	..	388	1.002	2.064	2.587	4.322	5.345	6.470	8.840	11.860	12.505
Germany	116.973	112.275	132.659	170.371	165.634	187.938	187.280	192.912	221.112	236.932	236.204
Greece	36	47	65	71	95	113	1.350	1.322
Hungary	7.854	8.724	12.055	16.026	13.662	18.142	19.001	4.406	5.029	5.506	5.043
Iceland	16.218	19.485	21.139	27.711	13.857	14.302	16.579	17.096	18.567	22.986	23.060
Ireland	84.905	91.937	115.559	127.487	88.399	104.011	100.883	93.549	106.212	126.188	130.880
Israel	34.371	40.935	47.603	58.100	80.594	94.426	112.071	112.463	129.591	152.679	153.547
Italy	48.414	47.005	58.730	73.812	74.722	90.050	94.617	99.441	115.637	132.168	130.658
Japan	1.206.025	1.158.814	1.114.159	1.153.782	1.276.613	1.365.806	1.498.821	1.525.866	1.447.172	1.331.231	1.221.491
Korea	12.741	14.835	27.255	29.574	24.290	32.442	40.876	47.822	63.642	81.555	98.784
Luxembourg	127	378	467	550	542	1.215	1.067	1.076	1.190	1.323	1.801
Mexico	42.779	77.203	96.665	103.622	90.799	107.811	134.749	132.381	168.563	181.255	181.881
Netherlands	723.380	730.883	884.866	1.137.127	932.779	979.401	1.015.666	1.055.652	1.229.054	1.335.092	1.282.009
New Zealand	11.053	12.532	12.406	14.100	15.384	12.371	19.275	23.929	28.406	33.831	39.788
Norway	18.901	19.282	23.441	29.655	21.934	30.310	33.135	33.627	39.454	40.908	37.380
Poland	20.926	26.292	40.475	58.048	47.137	63.626	75.238	67.017	88.464	100.563	43.126
Portugal	20.685	22.393	27.901	32.910	28.226	31.575	26.356	17.127	19.093	20.904	21.254
Slovak Republic	..	283	1.743	3.366	4.417	5.713	6.523	7.503	8.994	9.926	9.645
Slovenia	333	429	647	924	991	1.313	1.450	1.550	1.727	1.954	1.912
Spain	75.806	77.410	97.121	127.306	108.734	122.558	112.225	108.247	114.228	127.478	121.585
Sweden	29.289	31.183	39.094	41.569	29.821	35.954	47.127	46.714	57.406	53.767	47.036
Switzerland	427.752	412.865	477.970	537.946	506.274	581.203	661.168	664.571	734.001	807.893	788.249
Turkey	1.639	3.233	4.024	8.794	9.309	14.543	16.769	28.284	30.200	35.543	41.119
United Kingdom	1.571.945	1.713.463	2.195.133	2.266.070	1.412.247	1.820.742	2.018.041	2.232.598	2.529.995	2.810.564	2.684.613
United States	9.001.353	9.722.497	10.595.526	11.188.697	8.700.800	9.973.450	11.045.638	11.028.726	11.929.757	13.723.573	14.460.340
Σύνολο OECD	14.772.787	15.899.823	17.841.082	19.611.561	15.812.946	17.913.305	19.877.134	20.469.234	22.182.640	24.603.200	25.224.786

Πηγή: ΟΟΣΑ, Pension Markets in Focus, 2015

Σε ορισμένες χώρες (Ολλανδία, Ισλανδία, Ελβετία, Αυστραλία), τα κεφάλαια υπό διαχείριση των Pension Funds ξεπερνούν το ΑΕΠ των χωρών από τις οποίες προέρχονται. Στην Ελλάδα παρά τη σημαντική μείωση του ΑΕΠ τα κεφάλαια υπό διαχείριση παραμένουν χαμηλά σε σχέση με το μέσο όρο του ΟΟΣΑ και διαμορφώνονται το 2014 σε 0,6% του ΑΕΠ. Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει τη σχέση των κεφαλαίων υπό διαχείριση συγκριτικά με το ΑΕΠ των χωρών μελών του ΟΟΣΑ.

Διάγραμμα 3.1

Κεφάλαια υπό διαχείριση Συνταξιοδοτικών Ταμείων ως ποσοστό του ΑΕΠ στις χώρες του ΟΟΣΑ (2004-2014)



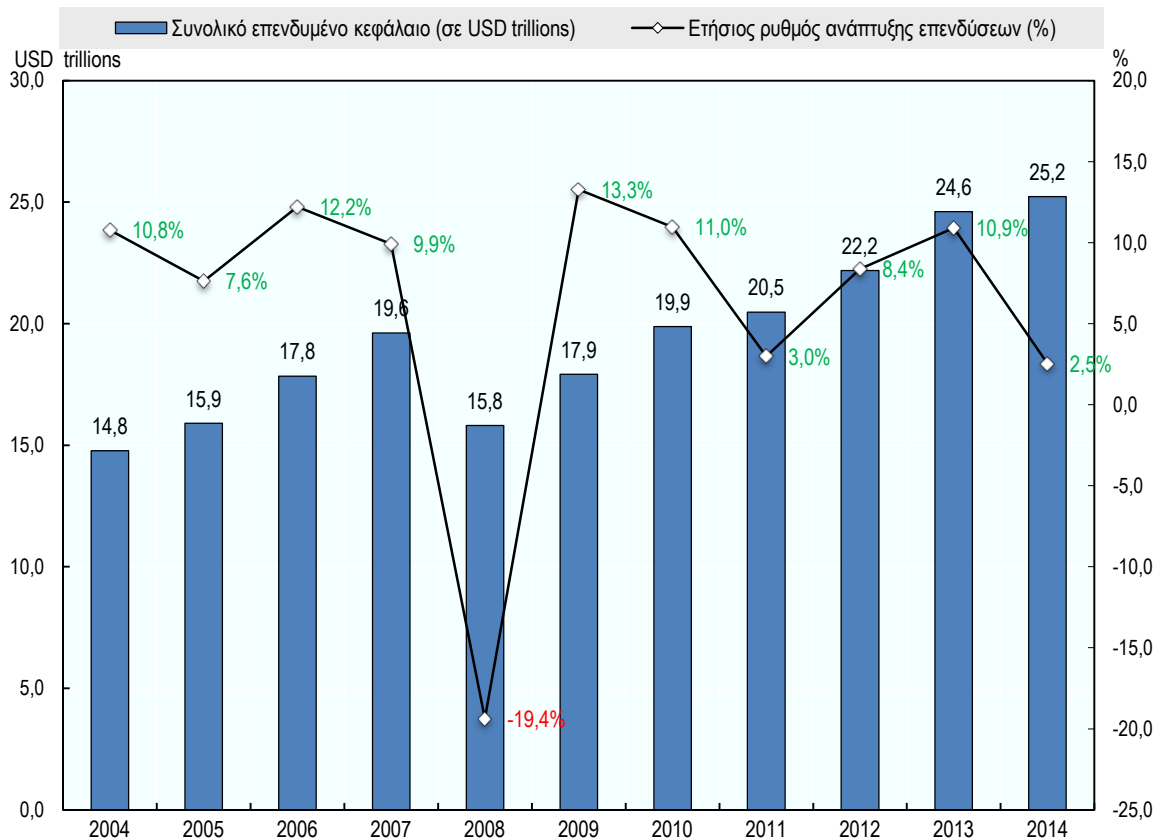
Πηγή: ΟΟΣΑ, Pension Markets in Focus, 2015

3.3.1 Οι αποδόσεις των Συνταξιοδοτικών Ταμείων

Τα κεφάλαια αυτά εμφανίζουν σταθερά θετικές αποδόσεις με μέσο ετήσιο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης 8,1% από το 2008 συνεισφέροντας στην αύξηση του συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα το 2015 όλες οι χώρες του ΟΟΣΑ κατέγραψαν, μετά εξόδων διαχείρισης, θετικές πραγματικές αποδόσεις, οι οποίες κυμανθήκαν από 1,2% (Τσεχία) σε 16,7% (Δανία) με σταθμισμένο μέσο όρο για τις χώρες του ΟΟΣΑ το 5%. Η διαχρονική εξέλιξη των επενδυμένων κεφαλαίων και της απόδοσής τους από το 2004 έως το 2014 παρουσιάζεται αναλυτικά στο παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 3.2

Επίπεδο και ετήσια απόδοση ενεργητικού Συνταξιοδοτικών Ταμείων (2004-2014)



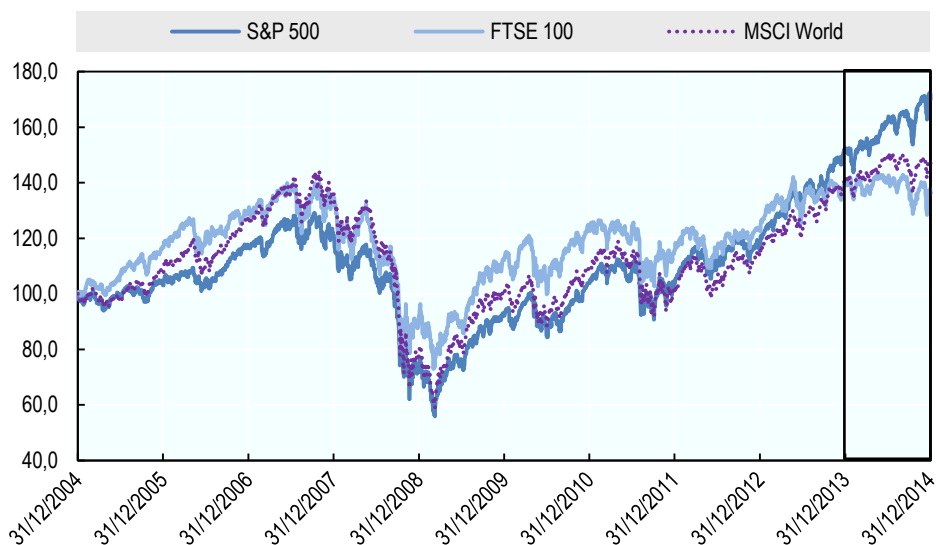
Πηγή: ΟΟΣΑ, Pension Markets in Focus, 2015

Οι αποδόσεις αυτές κρίνονται ικανοποιητικές συγκρινόμενες με δείκτες αναφοράς (benchmark indexes) MSCI World²⁵ και S&P 500. Συγκεκριμένα, ο MSCI World αυξήθηκε κατά 2,9% κατά το 2014 ενώ ο S&P 500 εμφάνισε απόδοση την ίδια περίοδο 11,4%. Τα τελευταία 5 έτη και οι δύο δείκτες εμφάνισαν θετικές αποδόσεις.

²⁵ Ο MSCI World, είναι χρηματιστηριακός δείκτης που αποτελείται από μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης εταιρείες σε 23 ανεπτυγμένες χώρες.

Διάγραμμα 3.3

Εξέλιξη επιλεγμένων χρηματιστηριακών δεικτών (2004-2014)



Πηγή: ΟΟΣΑ, Pension Markets in Focus, 2015 (Τιμή δεικτών 31/12/2014=100)

3.3.2 Διάρθρωση επενδύσεων των Συνταξιοδοτικών Ταμείων

Τα Pension Funds επενδύουν κυρίως σε παραδοσιακές μορφές επενδύσεων όπως ομόλογα, μετοχές και καταθέσεις και λιγότερο σε μη παραδοσιακές ή εναλλακτικές επενδύσεις²⁶.

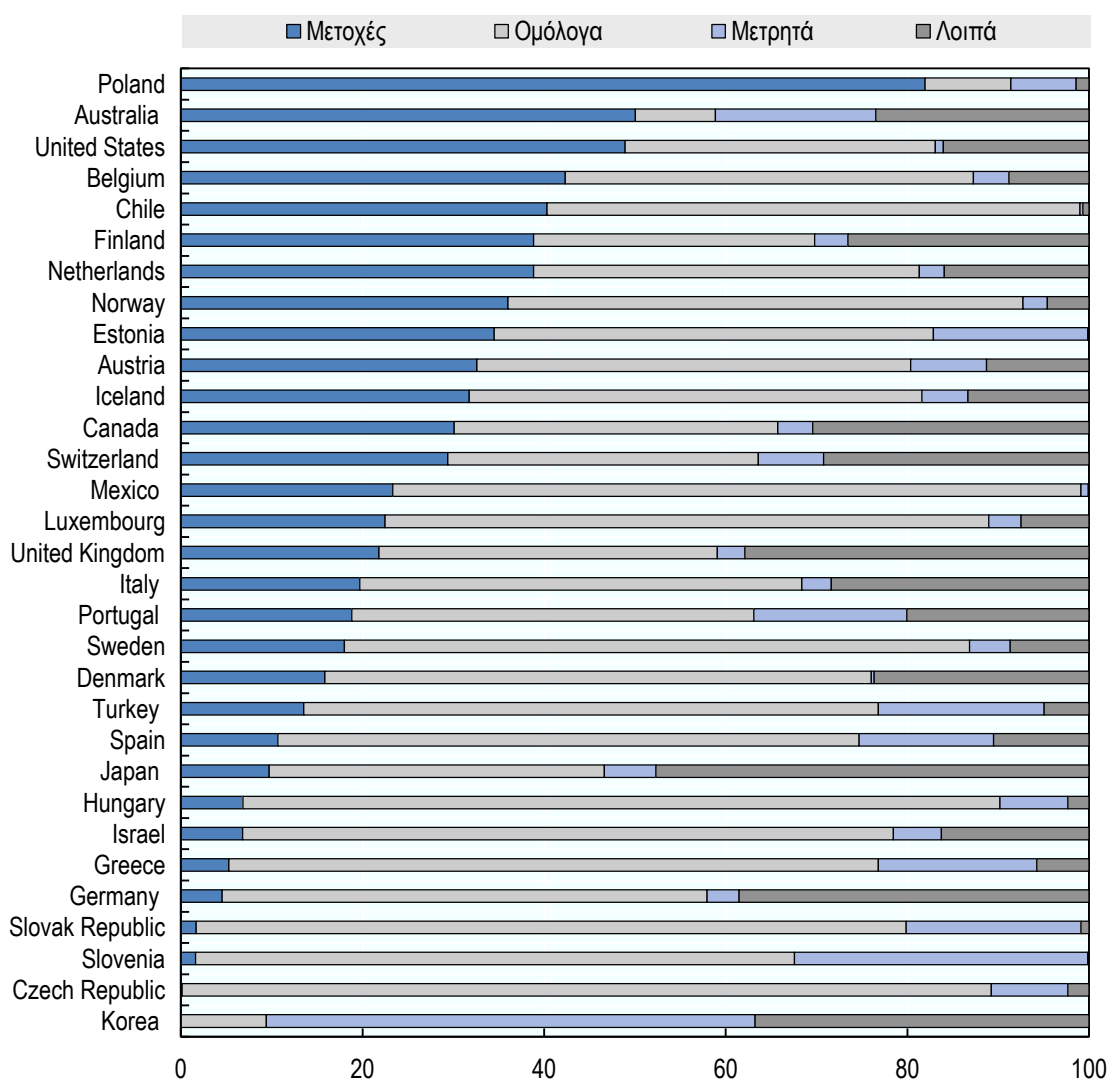
Ειδικότερα, το 2014 οι παραδοσιακές μορφές επενδύσεων αποτελούσαν το 84,7% του συνολικού τους ενεργητικού, ενώ οι μη παραδοσιακές το 15,3%. Συγκεκριμένα, το 23,8% επενδύθηκε σε μετοχές, το 51,3% σε ομόλογα και γραμμάτια και το 9,6% σε καταθέσεις και λοιπά ισοδύναμα και διαθέσιμα.

Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η διάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων των Pension Funds για επιλεγμένες χώρες του ΟΟΣΑ το 2014.

²⁶ Στις μη παραδοσιακές ή εναλλακτικές μορφές επενδύσεων ο ΟΟΣΑ ορίζει τις επενδύσεις σε γη, ακίνητα, Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ), private equity funds, hedge funds, δάνεια, δομημένα (structured) επενδυτικά σχήματα, παράγωγα (Derivatives). Σημειώνεται ότι ο ορισμός των επενδύσεων αυτών δεν είναι ενιαίος. Για τον ορισμό των εναλλακτικών επενδύσεων στην Ευρωπαϊκή Ένωση βλ. Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, η οποία έχει ενσωματωθεί στο Ελληνικό δίκαιο και εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Διάγραμμα 3.4

Κατανομή Επενδύσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων σε επιλεγμένες χώρες του ΟΟΣΑ το 2014



Πηγή: ΟΟΣΑ, Pension Markets in Focus, 2015

Από το παραπάνω διάγραμμα προκύπτει, ότι, τα Pension Funds για συνταξιοδοτικά προγράμματα στην Ελλάδα, έχουν τοποθετήσει το μεγαλύτερο μέρος του χαρτοφυλακίου τους (~60%) σε ομόλογα και γραμμάτια, με τις καταθέσεις (~20%) να ακολουθούν και τις μετοχές (~10%) και τις εναλλακτικές μορφές επενδύσεων (~10%) να συμπληρώνουν το συνολικό χαρτοφυλάκιο.

Οι εναλλακτικές μορφές επενδύσεων στις χώρες του ΟΟΣΑ (15,3% των επενδυμένων κεφαλαίων) εμφανίζονται αυξημένες σε σχέση με προηγούμενα έτη κυρίως ως αποτέλεσμα της αναζήτησης των διαχειριστών για υψηλότερες αποδόσεις (search for yield) λόγω της

τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας και των χαμηλών επιτοκίων που επικρατούν προκειμένου να καλύψουν τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Δεδομένου, όμως, ότι οι υψηλότερες αποδόσεις συνοδεύονται με υψηλότερο αναλαμβανόμενο κίνδυνο, το προφίλ κινδύνου (risk profile), των επενδυτικών αυτών χαρτοφυλακίων ενισχύθηκε και σε ορισμένες περιπτώσεις ενδεχομένως η έκθεση κινδύνου αυτή να μην είναι κατάλληλη για τους δικαιούχους των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Ειδικότερα, ο ΟΟΣΑ αναφέρει²⁷ ότι έχουν παρατηρηθεί τέτοιες περιπτώσεις, όπως ενδεικτικά στο Ηνωμένο Βασίλειο²⁸, στις οποίες οι υψηλότερες αποδόσεις χαρτοφυλακίου αναζητούνται μέσω επενδύσεων σε παράγωγα (Derivatives). Εντούτοις, η αξιολόγηση του επιπλέον κινδύνου που προσθέτουν οι εναλλακτικές μορφές επενδύσεων θα πρέπει να αξιολογηθεί στο πλαίσιο του συνολικού επενδυτικού χαρτοφυλακίου και όχι μεμονωμένα. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν περιπτώσεις που οι εναλλακτικές μορφές επενδύσεων συνεισφέρουν στη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου περιορίζοντας περισσότερο τον μη συστηματικό κίνδυνο (π.χ. hedging derivatives).

Η πλειονότητα των χωρών του ΟΟΣΑ επιβάλλει ανώτατα όρια στις περισσότερες μορφές εναλλακτικών επενδύσεων. Οι περισσότεροι περιορισμοί αφορούν σε επενδύσεις, στο real estate, σε δάνεια, και σε Private Equity. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τους επιβαλλόμενους περιορισμούς σε μη παραδοσιακές επενδύσεις από επιλεγμένες χώρες του ΟΟΣΑ.

Πίνακας 3.2
Περιορισμοί σε μη παραδοσιακές επενδύσεις το 2014

	Ακίνητη περιουσία	Retail investment funds	Private investment funds	Δάνεια
OECD Χώρες				
Australia	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Austria	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Belgium	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Canada	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Chile	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Czech Republic	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Denmark	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Estonia	Ναι	Όχι	Όχι	Ναι
Finland (Voluntary pension)	Ναι	Όχι	Ναι	Ναι
Finland (Statutory pension)	Όχι	Όχι	Ναι	Ναι
France	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι

²⁷ OECD Business and Finance Outlook

²⁸ Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η αναλογία των εναλλακτικών μορφών επενδύσεων στα χαρτοφυλάκια των Pension Funds αυξήθηκαν κατά τη δεκαετία 2004-2014 κατά 12,8%. Αντίστοιχα, η αύξηση σε Καναδά ήταν 8% (κυρίως λόγω επενδύσεων σε Real Estate), στη Βραζιλία 8,9% και στις ΗΠΑ 4,5%.

Germany (Pensionskassen)	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Germany (Pensionsfonds)	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Greece	Όχι	Ναι	Ναι	Ναι
Hungary	Ναι	Όχι	Ναι	Ναι
Iceland	Ναι	Όχι	Ναι	Ναι
Ireland	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Israel	Ναι	Όχι	Όχι	Ναι
Italy	Ναι	Όχι	Ναι	Ναι
Japan	Ναι	Όχι	Όχι	Ναι
Korea	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Luxembourg (SEPCAVs and ASSEPs)	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Luxembourg (DB CAA supervised pension funds)	Ναι	Όχι	Όχι	Ναι
Mexico	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Netherlands	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
New Zealand	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
Norway	Όχι	Όχι	Ναι	Ναι
Poland (Open pension funds)	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Poland (Employee pension funds)	Ναι	Όχι	Ναι	Ναι
Portugal (Closed and open pension funds)	Όχι	Ναι	Ναι	Όχι
Portugal (PPR pension funds)	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Slovak Republic	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Slovenia	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Spain	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Sweden (Friendly societies)	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Sweden (Occupational pension plans' providers)	Όχι	Όχι	Όχι	Ναι
Switzerland	Ναι	Όχι	Όχι	Ναι
Turkey	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
United Kingdom	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι
United States	Όχι	Όχι	Όχι	Όχι

Πηγή: ΟΟΣΑ, Pension Markets in Focus, 2015

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα τα Pension Funds για συνταξιοδοτικά προγράμματα στην Ελλάδα, δεν μπορούν να επενδύσουν σε real estate ενώ αντίθετα επιτρέπεται η επένδυση σε δάνεια και στο χώρο του private equity.

Η τάση για την επιβολή ορίων και ποσοτικών και ποιοτικών περιορισμών σε εναλλακτικές επενδύσεις, σύμφωνα με τον ΟΟΣΑ, φαίνεται κατά τη διάρκεια της δεκαετίας 2004-2014 να χαλαρώνει, αφενός γιατί ο αριθμός των χωρών που αυξάνουν τους περιορισμούς υπολείπεται αυτόν που τους μετριάζουν αφετέρου γιατί ολοένα και περισσότερες μορφές εναλλακτικών επενδύσεων είναι διαθέσιμες στις χώρες.

Υφίστανται και άλλοι τρόποι, σύμφωνα με τους οποίους, οι διαχειριστές των επενδυτικών χαρτοφυλακίων επιδιώκουν υψηλότερες αποδόσεις, πέραν από τη μετακίνηση επενδύσεων σε μη παραδοσιακές ή εναλλακτικές μορφές. Τέτοιοι είναι η διαχρονική ενίσχυση των επενδύσεων σε μετοχές έναντι των ομολόγων αλλά και η αύξηση των επενδύσεων εκτός της

χώρας του συνταξιοδοτικού πλάνου (foreign investments) που στις περισσότερες περιπτώσεις (εξαιρούνται οι επενδύσεις ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης) εμπεριέχουν και συναλλαγματικό κίνδυνο. Το 2014 σε 9 χώρες του ΟΟΣΑ, οι ξένες επενδύσεις αποτελούσαν άνω του 30% των συνολικών επενδύσεων χαρτοφυλακίου τους. Κύριο προορισμό των επενδύσεων αποτελούν κυρίως οι αγορές των ΗΠΑ και Ευρωπαϊκές Αγορές.

3.4 Επισκόπηση Βιβλιογραφίας Συνταξιοδοτικών Ταμείων

Λόγω των σημαντικού ύψους κεφαλαίων υπό διαχείριση, τα συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν αποτελέσει αντικείμενο της μελέτης της ακαδημαϊκής κοινότητας. Η μελέτη αυτή εστιάζεται κυρίως στις επενδυτικές επιλογές (Portfolio Choice), στη διαχείριση και απόδοσή τους.

Εξετάζοντας την επενδυτική πολιτική των συνταξιοδοτικών ταμείων, στα τέλη της δεκαετίας '90, υποστηρίχθηκε η άποψη, ότι οι επενδύσεις θα πρέπει να πραγματοποιούνται μόνο σε στοιχεία σταθερού εισοδήματος (ομόλογα) και ειδικότερα, ότι ένα συνταξιοδοτικό ταμείο δεν θα πρέπει να επενδύει καθόλου σε μετοχές (Bodie, 1988). Ωστόσο, η πραγματικότητα όπως προκύπτει από την παραπάνω ανάλυση, φαίνεται ότι δεν ακολουθεί την παραπάνω σύσταση καθώς το 2014 τα ομόλογα αποτελούσαν μόλις το 51,3% των χαρτοφυλακίων των pension funds στον ΟΟΣΑ. Αξιολογώντας την χρησιμότητα των μετοχών στα χαρτοφυλάκια των συνταξιοδοτικών ταμείων, με σκοπό την αντιστάθμιση κινδύνων αλλά και την ενεργητική διαχείριση του παθητικού (liability management) τους, ο Black το 1989, κατέληξε στο συμπέρασμα ότι μπορεί να επιτευχθεί υψηλότερη απόδοση καθώς επίσης και αντιστάθμιση των πιθανών αυξήσεων των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων μέσω επενδύσεων σε μετοχές. Άλλοι μελετητές προτείνουν περισσότερες επενδύσεις σε μετοχές έναντι των ομολόγων ή των εναλλακτικών επενδύσεων (π.χ. επενδύσεις σε ακίνητα), λόγω του υψηλότερου αναμενόμενου ποσοστού απόδοσης των μετοχών (Chun et al, 2000). Αναπτύσσοντας ένα δυναμικό υπόδειγμα οι Blake, Cairns και Dowd (2003) ερεύνησαν διάφορες επενδυτικές στρατηγικές αξιολογώντας τις αποδόσεις του συστήματος προκαθορισμένης εισφοράς σε συνάρτηση με τον βαθμό κινδύνου καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι η εφαρμογή κάποιων εκ των συγχρόνων στρατηγικών δεν δημιουργούν μακροχρόνια τις αναμενόμενες αυξημένες αποδόσεις. Αντίθετα υποστήριξαν πως ένα χαρτοφυλάκιο με μεγάλο ποσοστό μετοχών θα έχει τις καλύτερες αποδόσεις σε μακροχρόνια περίοδο. Το 2014 οι μετοχές αποτελούσαν μόλις το 23,8% της αξίας των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων στον ΟΟΣΑ. Ορισμένοι συστήνουν τις επενδύσεις σε ακίνητα κυρίως ως αντιστάθμιση έναντι του πληθωρισμού (Hudson-Wilson et al, 2003). Σχετικά με τις επενδύσεις εκτός της χώρας του συνταξιοδοτικού πλάνου (foreign investments), οι

Driessen και Laeven το 2007, υποστηρίζουν ότι η διεθνής διασπορά επενδύσεων ωφελεί περισσότερο επενδυτές από μη ανεπτυγμένες χώρες σε σύγκριση με εκείνους των ανεπτυγμένων αγορών.

Στη μελέτη για την επίδραση των κανονισμών και περιορισμών στις επενδυτικές αποφάσεις των ασφαλιστικών ταμείων, μελετητές διαπιστώνουν ότι προληπτικοί περιορισμοί όπως περιορισμοί κινδύνου, όρια για το μέγιστο ποσοστό συμμετοχών (του χαρτοφυλακίου) και περιορισμοί στις ανοιχτές πωλήσεις μειώνουν σημαντικά τα κέρδη που αποφέρουν στρατηγικές δυναμικής επένδυσης (Binsbergen και Brandt, 2007). Σε αντίστοιχα συμπεράσματα έχουν καταλήξει ερευνητές και παλαιότερα. Συγκεκριμένα, εξετάζοντας το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο των συνταξιοδοτικών ταμείων στην Ευρωπαϊκή Ένωση, ο Davis το 1996 καταλήγει στο ότι τα ασφαλιστικά ταμεία που λειτουργούν σε χώρες που επιβάλλουν ελάχιστους επενδυτικούς περιορισμούς επιτυγχάνουν υψηλότερες αποδόσεις συγκριτικά με τα ασφαλιστικά ταμεία χωρών με αυστηρότερους ποσοτικούς περιορισμούς χαρτοφυλακίου. Σημειώνεται εντούτοις, ότι αντίστοιχες μελέτες για τους περιορισμούς στις επενδυτικές αποφάσεις σε άλλες μορφές διαχείρισης περιουσίας, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια, δεν καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα, αλλά αντίθετα διαπιστώνουν ότι οι περιορισμοί αυτοί δεν επηρεάζουν την απόδοση (Almazan et al, 2004). Ορισμένοι (Blome et al, 2007) υποστηρίζουν ότι η επιβολή ρυθμιστικών περιορισμών έχει ως αποτέλεσμα η επενδυτική στρατηγική των διαχειριστών να γίνεται περισσότερο συντηρητική με συνέπεια να αυξάνεται το συνολικό κόστος χρηματοδότησης (increasing the total funding costs). Επίσης, ορισμένοι (Hamdani et al, 2016) προτείνουν ότι θα πρέπει να επανεξεταστεί ο διαδεδομένος περιορισμός των ρυθμιστικών αρχών σχετικά με την προμήθεια υπεραπόδοσης των περιουσιακών στοιχείων που δύναται να λάβουν οι διαχειριστές των επενδυτικών χαρτοφυλακίων (performance-based incentive fees) καθώς αν και συνδέεται με υψηλότερη ανάληψη επενδυτικού κινδύνου, οι σταθμισμένες με τον κίνδυνο αποδόσεις εμφανίζονται στατιστικά σημαντικά υψηλότερες (significantly higher risk-adjusted returns).

Εξετάζοντας τις επενδυτικές επιλογές των διαχειριστών στην κατανομή των επενδύσεων σε συνταξιοδοτικά σχήματα προκαθορισμένης παροχής, μελετητές (Addoum et al, 2010) κατέληξαν ότι οι pension fund managers αυξάνουν τα επίπεδα κινδύνου του χαρτοφυλακίου όταν πλησιάζει το επίπεδο εκείνο που θα απαιτούσε επιπλέον καταβολές από τα μέλη του συνταξιοδοτικού ταμείου προκειμένου να καλυφθούν οι υποχρεώσεις του ταμείου. Στο πλαίσιο αυτό, και όχι μόνο για τα σχήματα προκαθορισμένης παροχής υποστηρίζεται η άποψη (Bolla et al, 2016) ότι η απόδοση των συνταξιοδοτικών ταμείων θα πρέπει να αξιολογείται όχι μόνο από την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου,

αλλά και από τη δυνατότητα κάλυψης των υποχρεώσεων και ειδικότερα προτείνεται η χρήση ενός liability benchmark ως δείκτη αναφοράς συγκριτικής αξιολόγησης της αποτελεσματικής διαχείρισης.

Σε επίσης πρόσφατες έρευνες, εξετάζοντας τις αποδόσεις χρησιμοποιώντας το Sharpe ratio σε συνταξιοδοτικά ταμεία στη Μεγάλη Βρετανία την περίοδο 1980-2009, ερευνητές (Petraiki και Zalewska, 2015) κατέληξαν ότι οι απαιτούμενες από τους διαχειριστές αποδόσεις ήταν πολύ χαμηλές και εύκολα επιτεύξιμες με αποτέλεσμα οι μακροπρόθεσμοι στόχοι να υποαποδίδουν (lack challenging long-term performance targets).

Ως προς την αποτελεσματική διαχείριση εξετάστηκε και η παράμετρος της διακυβέρνησής τους και ειδικότερα η σύνθεση των Διοικητικών Συμβουλίων των ταμείων με έμφαση στις περιπτώσεις όπου η πολιτεία είχε τη δυνατότητα (ex officio) να τοποθετεί μέλη. Πρόσφατη μελέτη (Andonov et al, 2016) επιβεβαιώνει την ισχυρή συσχέτιση ανάμεσα στην υποαπόδοση και στην τοποθέτηση αξιωματούχων από την πολιτεία στα μέλη Δ.Σ. των συνταξιοδοτικών ταμείων. Η μη αποτελεσματική απόδοση προέρχεται τόσο από την επιλογή των επενδυτικών στοιχείων που θα επενδυθούν όσο και από την επιλογή που πραγματοποιεί το Δ.Σ. για τους διαχειριστές των χαρτοφυλακίων.

Οι Angelidis και Tessaromatis το 2010, εξέτασαν την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων και ειδικότερα την έλλειψη πλήρους διαφοροποίησης και βέλτιστης επενδυτικής τοποθέτησης λόγω των επιβαλλόμενων επενδυτικών περιορισμών. Ποσοτικοποιώντας τη ζημία κατέληξαν στο ότι η απαγόρευση της τοποθέτησης επενδύσεων εκτός της χώρας καθώς επίσης και το όριο του 23% σε υψηλότερου κινδύνου επενδύσεις (δηλαδή σε μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια) έχουν ως αποτέλεσμα την υποαπόδοση 2-3% σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς. Σε αντίστοιχα συμπεράσματα με προτάσεις για χαλάρωση των περιορισμών για τα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία οδηγούνται και άλλοι ερευνητές (Milonas et al, 2007)

3.5 Ανακεφαλαίωση

Στο κεφάλαιο αυτό πραγματοποιήθηκε θεωρητική προσέγγιση της διαχείρισης συνταξιοδοτικών ταμείων μέσω των οκτώ σταδίων. Από την ανάλυση προέκυψε ότι, ο διαχειριστής δύναται να εφαρμόσει αρκετές εναλλακτικές ανάλογα με τους στόχους που επιθυμεί να επιτύχει.

Επίσης αναλύθηκαν οι τρόποι αξιολόγησης της απόδοσης των χαρτοφυλακίων μέσω των δεικτών επίδοσης Treynor και Sharpe, για τους οποίους πραγματοποιήθηκε συγκριτική παρουσίαση.

Επιπλέον, στο κεφάλαιο αυτό, προσεγγίστηκε η διεθνής εμπειρία συνταξιοδοτικών ταμείων μέσω της παρουσίασης της συγκεκριμένης αγοράς (διαχρονική εξέλιξη και υφιστάμενη κατάσταση), όπως αυτή αποτυπώνεται στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ.

Καταγράφηκαν, μεταξύ άλλων, οι αποδόσεις, η διάρθρωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων ενώ προσεγγίστηκαν οι διάφορες πρακτικές των χωρών σχετικά με τους επενδυτικούς περιορισμούς. Παράλληλα, δόθηκε έμφαση στις τάσεις όπως για παράδειγμα η αύξηση των εναλλακτικών – μη παραδοσιακών – μορφών επενδύσεων (15,3% των επενδυμένων κεφαλαίων) η οποία εμφανίζεται κυρίως ως αποτέλεσμα της αναζήτησης των διαχειριστών για υψηλότερες αποδόσεις (search for yield) λόγω της τρέχουσας οικονομικής συγκυρίας και των χαμηλών επιτοκίων που επικρατούν προκειμένου να καλύψουν τις χρηματοοικονομικές απαιτήσεις των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Σημειώθηκε, επίσης, ότι η έκθεση κινδύνου αυτή, ενδεχομένως να μην είναι κατάλληλη για τους δικαιούχους των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων.

Τέλος, επισκοπήθηκε η διεθνής βιβλιογραφία ως προς τα συνταξιοδοτικά ταμεία με έμφαση στις επενδυτικές επιλογές, στη διαχείριση και απόδοσή τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ

4.1 Εισαγωγή

Μέχρι στιγμής έχει παρουσιαστεί το πλαίσιο παραγόντων που επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις στα ασφαλιστικά ταμεία και συγκεκριμένα οι δημογραφικές εξελίξεις (κεφάλαιο 1) και η θεσμική διάρθρωση και ταξινόμηση των συστημάτων συνταξιοδότησης (κεφάλαιο 2). Επίσης, επισκοπήθηκε η διαδικασία διαχείρισης των επενδυτικών χαρτοφυλακίων, τόσο θεωρητικά όσο και πρακτικά, μέσω της παρουσίασης της διεθνούς εμπειρίας στις χώρες μέλη του ΟΟΣΑ και στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία.

Είναι κοινώς αποδεκτό, ότι οι σύγχρονες προκλήσεις του πρώτου και δεύτερου πυλώνα του συνταξιοδοτικού συστήματος αντιμετωπίζονται μόνο με διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και ότι από μόνη της η αποδοτικότερη διαχείριση της περιουσίας των ταμείων δεν θα μπορούσε να αποτελέσει τη μοναδική λύση. Τούτο όμως, δε σημαίνει ότι δεν υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης και ότι δεν απαιτείται η απόδοση της περιουσίας των ταμείων να είναι η βέλτιστη δυνατή.

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι η παρουσίαση της περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων και η αξιολόγηση της απόδοσής τους μέσω της επισκόπησης των μέχρι σήμερα ενεργειών με ανάδειξη παθολογιών του παρελθόντος και θετικών αναφορών καθώς επίσης και η υποβολή προτάσεων για περαιτέρω αποτελεσματικότερη διαχείριση σε επιμέρους κατηγορίες της περιουσίας τους.

4.2 Παρουσίαση περιουσίας και απόδοσης ασφαλιστικών ταμείων

Τελευταίες διαθέσιμες πληροφορίες προέρχονται από το Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας και καλύπτουν όλα τα ταμεία που ελέγχονται από αυτό έως και το 2009²⁹. Η συνολική αξία της περιουσίας του ελληνικού συστήματος ασφάλισης στα τέλη του 2009 ήταν περίπου € 31 δις με το 52% αυτού του ποσού τοποθετημένο σε διαθέσιμα και καταθέσεις μετρητών, το 43% σε χρεόγραφα δηλαδή κρατικές ομολογίες, αμοιβαία κεφάλαια και μετοχές ενώ το 5% περίπου σε ελληνικά ακίνητα. Ακολουθεί αναλυτικός πίνακας με την κατανομή της περιουσίας την περίοδο 1993-2009.

²⁹ Δεν υφίστανται ακόμη επίσημες πληροφορίες για την επίπτωση που επέφερε στην περιουσία των ασφαλιστικών ταμείων η εθελοντική ανταλλαγή ομολόγων ιδιωτικού τομέα (PSI) που πραγματοποιήθηκε το 2012 για την ελάφρυνση του ελληνικού δημοσίου χρέους.

Πίνακας 4.1

Κατανομή περιουσίας των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων

ΕΤΟΣ	ΑΚΙΝΗΤΑ	ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ	ΣΥΝΟΛΟ
Ποσά σε εκ. €				
1993	557	753	1.975	3.285
1994	582	904	2.812	4.298
1995	650	1.613	4.536	6.799
1996	674	1.767	5.658	8.100
1997	714	2.355	6.167	9.236
1998	762	2.789	6.771	10.322
1999	795	3.763	11.919	16.477
2000	834	3.636	11.073	15.543
2001	981	5.304	10.385	16.671
2002	1.001	6.794	10.326	18.121
2003	717	8.507	12.603	21.827
2004	697	10.206	14.734	25.638
2005	700	12.474	15.739	28.913
2006	951	12.935	15.260	29.146
2007	1.314	14.837	15.049	31.200
2008	1.401	16.229	11.871	29.501
2009	1.401	16.229	13.262	30.892

Πηγή : Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί (1993-2009)

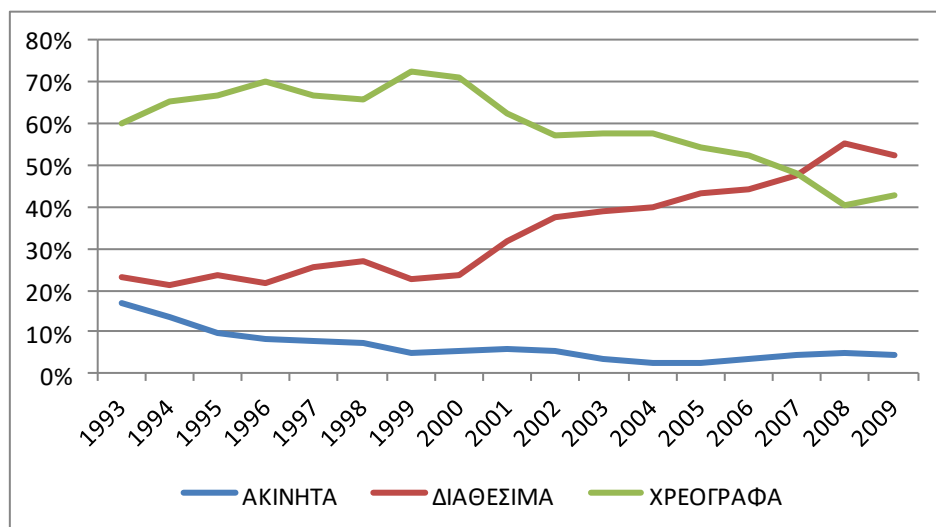
Καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, το κυρίαρχο χαρακτηριστικό είναι το σχετικά χαμηλό ποσοστό σε προϊόντα υψηλού επενδυτικού κινδύνου (δηλαδή σε μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια) και η απαγόρευση επενδύσεων σε τίτλους διαπραγματευόμενους εκτός Ελλάδας - περιορισμός που χαλαρώνει για πρώτη φορά το 2007³⁰ οπότε και παρέχεται η δυνατότητα επενδύσεων σε τίτλους των χωρών μελών της ευρωζώνης.

Από τη διαχρονική εξέλιξη της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων, προκύπτει μια σταθερή αύξηση των διαθεσίμων ως ποσοστό της συνολικής περιουσίας. Ειδικότερα, από 23% το 1993 ανήλθαν στο 53% της συνολικής περιουσίας το 2009. Η αξία των ακινήτων αν και σε απόλυτα μεγέθη έχει αυξηθεί, σε σχετικά μεγέθη έχει υποχωρήσει και από 17% το 1993 αποτελεί μόλις το 5% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων το 2009. Το παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζει αναλυτικά την κατανομή των επενδύσεων στις τρεις αυτές κατηγορίες για την ίδια περίοδο.

³⁰ Ν. 3586/2007

Διάγραμμα 4.1

Ποσοστιαία κατανομή τοποθετήσεων περιουσίας των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων



Πηγή : Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί

Αξιολογώντας την απόδοση των περιουσιακών στοιχείων, προκύπτει ότι το έτος 2008 η αξία των περιουσιακών στοιχείων υποχώρησε κυρίως ως αποτέλεσμα της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης. Έτσι, η αξία των περιουσιακών στοιχείων στο τέλος του 2008 εμφανίζεται μειωμένη σε σχέση με την προηγούμενη περίοδο κυρίως λόγω του χαρτοφυλακίου χρεογράφων. Συμπεριλαμβάνοντας όμως και τις προσόδους που απέφεραν τα περιουσιακά στοιχεία (μερίσματα, τοκομερίδια, ενοίκια κ.τ.λ.), η αρνητική απόδοση μετριάζεται και διαμορφώνεται σε -1,26%. Σημειώνεται ότι, η ποσοστιαία αυτή απόδοση είναι ονομαστική και ότι προκειμένου να εξαχθεί η πραγματική απόδοση θα πρέπει να συμπεριληφθεί και η επίπτωση του πληθωρισμού. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζεται σχηματοποιημένη η απόδοση της περιουσίας των ταμείων για το έτος 2008.

Πίνακας 4.2

Απόδοση περιουσιακών στοιχείων έτους 2008³¹

	Αξία περιουσίας 2007	Αξία περιουσίας 2008	Επιπλέον Πρόσοδοι 2008	Ετήσια Απόδοση 2008
Ποσά σε εκ. €				
Σύνολο	31.200	29.501	1.306	-1,26%

Πηγή : Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί

³¹ Η απόδοση έχει υπολογιστεί με έτος βάσης το τέλος του 2007 σύμφωνα με τις προσόδους που έχουν δημοσιευτεί από το Υπουργείο ότι απέφεραν το 2008

Αντίστοιχα, για το έτος 2009, η ονομαστική απόδοση ανήλθε σε 9,18% κυρίως λόγω της επίδοσης του χαρτοφυλακίου χρεογράφων. Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τις ονομαστικές αποδόσεις του έτους 2009 και για τις επιμέρους κατηγορίες περιουσίας.

Πίνακας 4.3
Απόδοση περιουσιακών στοιχείων έτους 2009³²

Είδος Περιουσίας	Αξία περιουσίας 2008	Αξία περιουσίας 2009	Επιπλέον Πρόσοδοι 2009	Ετήσια Απόδοση 2009
Ποσά σε εκ. €				
Καταθέσεις	16.229	16.229	661	4,07%
Χρεόγραφα	11.871	13.262	595	16,73%
Ακίνητα	1.401	1.401	26	1,87%
Λοιπές πηγές			36	
Σύνολο	29.501	30.892	1.318	9,18%

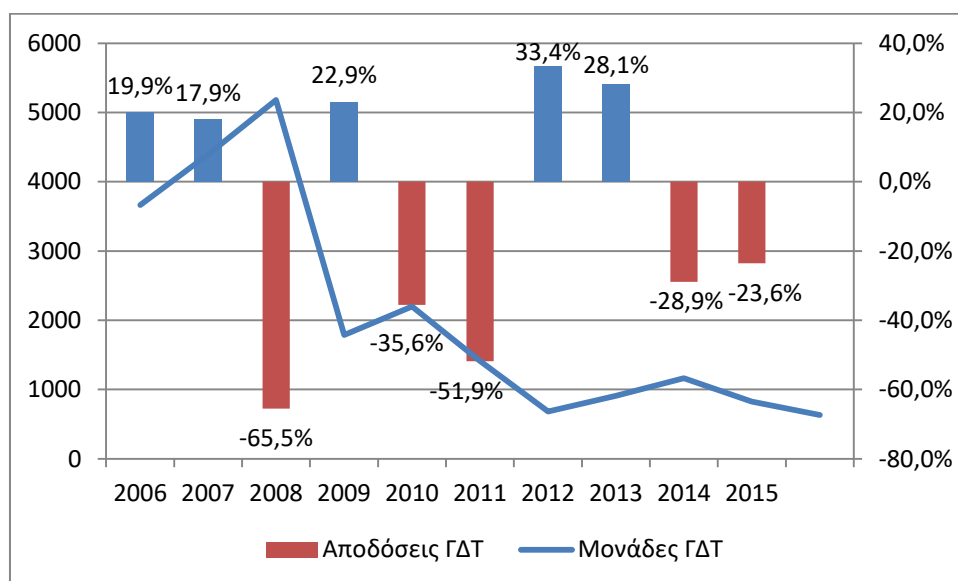
Πηγή : Υπουργείο Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας, Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί

Προκειμένου να αξιολογηθούν οι παραπάνω αποδόσεις, ως προς την αποτελεσματικότητά τους, κρίνεται σκόπιμη, όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 3, η σύγκρισή τους με ένα δείκτη αναφοράς που εδώ επιλέγεται ο Γενικός Δείκτης Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Στο παρακάτω διάγραμμα παρουσιάζεται η διαχρονική εξέλιξη των τιμών κλεισίματος του Γενικού Δείκτη Τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και οι ετήσιες αποδόσεις του για τα έτη 2006 έως 2015. Από το διάγραμμα προκύπτει η καθοδική τάση του Γενικού Δείκτη από το 2008 με μικρές διορθώσεις κατά τα έτη 2009, 2012 και 2013.

³² Η απόδοση έχει υπολογιστεί με έτος βάσης το τέλος του 2008 σύμφωνα με τις προσόδους που έχουν δημοσιευτεί από το Υπουργείο ότι απέφεραν το 2009

Διάγραμμα 4.2

Γενικός Δείκτης Τιμών ΧΑ: τιμές κλεισίματος-ετήσιες αποδόσεις 2006-2015



Πηγή : Reuters

Συγκρίνοντας τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων των ασφαλιστικών ταμείων με την αντίστοιχη απόδοση του Γενικού Δείκτη Τιμών, προκύπτει ότι για το έτος 2008, παρά την αρνητική απόδοση των περιουσιακών στοιχείων των ασφαλιστικών ταμείων (-1,26%), αυτή κυμάνθηκε σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς, (απόδοση ΓΔΤ 2008: -65,5%). Αντίστοιχα, για το έτος 2009, η απόδοση της περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων (+9,18%), υστερούσε της απόδοσης του δείκτη αναφοράς (απόδοση ΓΔΤ 2009: +22,9%). Από την παραπάνω ανάλυση, προκύπτει ότι, οι αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων έχουν χαμηλότερη μεταβλητότητα σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς, το οποίο είναι αναμενόμενο καθώς το ποσοστό των μετοχών στη συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων είναι περιορισμένη (Χρεόγραφα 2009: 43% συμπεριλαμβανομένων των ομολόγων).

Συγκρίνοντας τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων των ασφαλιστικών ταμείων με τις αντίστοιχες αποδόσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων του ΟΟΣΑ (διάγραμμα 3.2), προκύπτουν αντίστοιχα συμπεράσματα. Ειδικότερα, το 2008, η αρνητική απόδοση των περιουσιακών στοιχείων των ασφαλιστικών ταμείων (-1,26%), κυμάνθηκε σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με την απόδοση των συνταξιοδοτικών ταμείων του ΟΟΣΑ το ίδιο έτος (2008: -19,4%). Αντίστοιχα, για το έτος 2009, η απόδοση της περιουσίας των ασφαλιστικών

ταμείων (+9,18%), υστερούσε της απόδοσης των συνταξιοδοτικών ταμείων του ΟΟΣΑ (+13,3%).

4.3 Επενδυτικό πλαίσιο και ιστορική επισκόπηση διαχείρισης αποθεματικών

Επί σειρά ετών, η πολιτεία αποφεύγοντας να θωρακίσει τους ασφαλιστικούς οργανισμούς με το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο για την προστασία τους, τους κατέστησε δανειστές του δημοσίου χρέους χρησιμοποιώντας συστηματικά τα αποθέματα των ταμείων για σκοπούς άλλους από κοινωνικοασφαλιστικούς. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων (ΙΚΑ)³³, το οποίο αναδεικνύεται σταδιακά από τη δεκαετία του '60 και μετά μακράν ως ο μεγαλύτερος ασφαλιστικός φορέας της χώρας, με αποτέλεσμα να επιλέγεται από τις εκάστοτε Κυβερνήσεις, ως βραχίονας, προκειμένου να εφαρμοστούν τα προγράμματα κοινωνικής και οικονομικής πολιτικής, χωρίς όμως τα απαραίτητα αντισταθμιστικά ωφελήματα, επιτείνοντας την οικονομική ανισορροπία του συστήματος και τροφοδοτώντας ελλείμματα. Συνοπτικά πολιτικές με κοινωνική και οικονομική διάσταση που εφαρμόστηκαν μέσω του ΙΚΑ παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 4.3
Οικονομική και Κοινωνική Πολιτική μέσω του ΙΚΑ

Διατάξεις	Περιγραφή
N. 2861/54	Μείωση των ασφαλιστικών εισφορών των εξαγωγικών επιχειρήσεων και των επιχειρήσεων επισκευής πλοίων.
N.Δ. 4377/1964, N.Δ. 4378/1964, N.Δ 4577/1966, N.Δ. 4581/1966, N. 1469/1984, N. 1539/1985	Συνταξιοδότηση ομογενών από την Αίγυπτο, την Τουρκία και τη Ρουμανία. Οι πρόσφυγες έχουν δικαίωμα να ασφαλιστούν στο αντίστοιχο ελληνικό ασφαλιστικό οργανισμό που ταιριάζει στο επάγγελμά τους. Επίσης, τους δίνεται η δυνατότητα να τους αναγνωριστούν ή να εξαγοράσουν όλη ή μέρος της προϋπηρεσίας τους που είχαν στο κράτος από το οποίο προήλθαν
N.Δ. 1313/72	Μείωση των ασφαλιστικών εισφορών των ξενοδοχειακών επιχειρήσεων
N.Δ. 778/1973	Επέκταση του δικαιώματος συνταξιοδότησης με ευνοϊκότερες προϋποθέσεις
N. 3213/55, N.Δ. 1377/73, N. 289/76, N. 849/78	Μείωση των ασφαλιστικών εισφορών των βιοτεχνών, βιομηχανικών, μεταλλευτικών επιχειρήσεων, των επαρχιακών εφημερίδων.
N. 825/1978, N. 1305/1982	Συνταξιοδότηση ορισμένων κατηγοριών ασφαλισμένων προνοιακού χαρακτήρα

Πηγή: ΚΕΠΕ, Εκθέσεις για το πρόγραμμα 1988-1992, Σολωμός 1991 (επεξεργασμένα στοιχεία)

Επίσης, το επενδυτικό πλαίσιο, εντός του οποίου, τα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία μπορούσαν να διαχειριστούν τα κεφάλαιά τους, δεν ευνόησε τη βέλτιστη απόδοσή τους. Τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων επενδύονταν, για το μεγαλύτερο διάστημα της

³³ δημιουργήθηκε το 1934 και πρόκειται να ενσωματωθεί στον Ενιαίο Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης από 1/1/2017 (ΕΦΚΑ).

δεκαετίας του 1950 και 1960, σε υποχρεωτικές καταθέσεις που διαχειριζόταν η Τράπεζα της Ελλάδος με ειδικό επιτόκιο που όριζε η Νομισματική Επιτροπή³⁴. Το επιτόκιο αυτό ήταν στην περιοχή του 4% ενώ την ίδια στιγμή οι εμπορικές καταθέσεις απέδιδαν 5%-9,5%. Επιπλέον, οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις των ταμείων στις Εμπορικές Τράπεζες ήταν άτοκες (Νεκτάριος, 2007). Λαμβάνοντας υπόψη τον πληθωρισμό, οι πραγματικές αποδόσεις την περίοδο εκείνη υπήρξαν αρνητικές. Το ειδικό επιτόκιο καταργήθηκε τη δεκαετία του '90³⁵ και επιτράπη η επένδυση των ταμείων σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών (μέχρι 12%) και σε ακίνητα (μέχρι 8%). Επίσης, το 1994³⁶, καταργήθηκε ο νόμος 1611/1950 με αποτέλεσμα τα διαθέσιμα των ταμείων στην Τράπεζα της Ελλάδος να επενδύονται σε χρεόγραφα του Δημοσίου. Οι πρώτες θετικές πραγματικές αποδόσεις εμφανίζονται το 1994 (Νεκτάριος, 2007). Το κόστος ευκαιρίας των αρνητικών αυτών αποδόσεων τεκμηριώνεται όταν συγκριθούν με τις αντίστοιχες θετικές πραγματικές αποδόσεις των επενδύσεων των ασφαλιστικών ταμείων στο εξωτερικό, οι οποίες την περίοδο 1970-1975 κατά μέσο όρο διαμορφώθηκαν σε +4,6%, ενώ την περίοδο 1980-1995 αυξήθηκαν κατά μέσο όρο σε +7,2% (Davis, 2000).

Με το νέο θεσμικό πλαίσιο του 2002, και κυρίως με τη θέσπιση των επαγγελματικών ταμείων η διοίκηση κάθε ταμείου αποκτά ενεργό πλέον ρόλο στη διαχείριση του ενεργητικού, ενώ καθορίζονται και συγκεκριμένοι κανόνες τόσο για την ανάθεση υπηρεσιών συμβούλου διαχείρισης όσο και για τις επενδυτικές επιλογές.

Το βασικό επενδυτικό πλαίσιο, εντός του οποίου λειτούργησαν τα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία κατά τα τέλη του 2005, έπειτα από πολλά μέτρα τμηματικής απελευθέρωσης (διακίνησης ή μεταφοράς κεφαλαίων), επιτρέπει στα ασφαλιστικά ταμεία να επενδύουν έως και 23% (του συνόλου της περιουσίας τους) σε ελληνικές μετοχές, ακίνητα και αμοιβαία κεφάλαια και ό,τι υπολείπεται σε ομόλογα της ελληνικής κυβέρνησης και καταθέσεις μετρητών. Οι κανόνες δεν επέτρεπαν την επένδυση σε μετοχικά κεφάλαια ή ομόλογα εκτός Ελλάδος. Ο νόμος 3586 (ΦΕΚ 151) 2007 επιτρέπει για πρώτη φορά στα ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία να επενδύσουν σε ευρωπαϊκές μετοχές και ομόλογα ευρωπαϊκών κυβερνήσεων εντός ανώτατου ορίου 23%.

Στα θετικά, ως προς τις προσπάθειες βελτίωσης διαχείρισης της περιουσίας, σημειώνεται η ίδρυση³⁷ το 2000 της Ανώνυμης Εταιρείας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) Ασφαλιστικών Οργανισμών, με πρωτοβουλία των ασφαλιστικών Οργανισμών ΙΚΑ (30%),

³⁴ Νόμος 1611/1950

³⁵ Νόμοι 1902/1990, 2076/1992 και 2042/1992

³⁶ Νόμος 2616/1994

³⁷ Ιδρυτικός Νόμος είναι ο Ν.1902/90, (άρθρα 12 & 13)

ΟΓΑ (15%) και ΟΑΕΕ (15%) και με την συμμετοχή της Εθνικής Τράπεζας³⁸ (40%), με καταστατικό σκοπό της την ενεργητική διαχείριση των Αποθεματικών των Ασφαλιστικών Οργανισμών. Διαχειρίζεται δυο αμοιβαία κεφάλαια ενώ παράλληλα συνεργάζεται και με εξωτερικούς διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων όπως η NBG Asset Management, η Πειραιώς Asset Management ΑΕΔΑΚ και η Eurobank Asset Management.

Στα θετικά επίσης, κυρίως όσον αφορά τη διακυβέρνηση των ταμείων και την ενίσχυση της αρχής της “σώφρονος διαχείρισης” (prudent man rule), συγκαταλέγεται και η δημοσίευση του ΦΕΚ 2751/2014 με την έκδοση³⁹ Κανονισμού Δεοντολογίας⁴⁰ και καλών πρακτικών που για πρώτη φορά ενσωματώνουν στην εγχώρια δημόσια συζήτηση πρακτικές του εξωτερικού, όπως τις βασικές αρχές της Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων⁴¹ καθώς και του ΟΟΣΑ⁴². Ο Κανονισμός Δεοντολογίας ρυθμίζει θέματα όπως τη διαχείριση κινδύνου, την αναλογιστική λειτουργία, τα προσόντα του προέδρου και των μελών Δ.Σ., την παροχή επαρκούς ενημέρωσης στις εποπτικές αρχές καθώς και κάθε άλλο θέμα με γνώμονα τη διασφάλιση της χρηστής και συνετής διοίκησης. Επίσης, θεσμοθετεί τις γενικές αρχές Κανονισμού Δεοντολογίας, όπως αυτές παρουσιάζονται στο παρακάτω γράφημα.

³⁸ όπως προέβλεπε η Υπουργική Απόφαση 78548/Β 1105 του 1992 στο άρθρο 9: «Στις Εταιρείες Διαχείρισης Α.Κ. που θα συστήνουν οι Φ.Κ.Α. συμμετέχει υποχρεωτικά Πιστωτικό ίδρυμα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα»

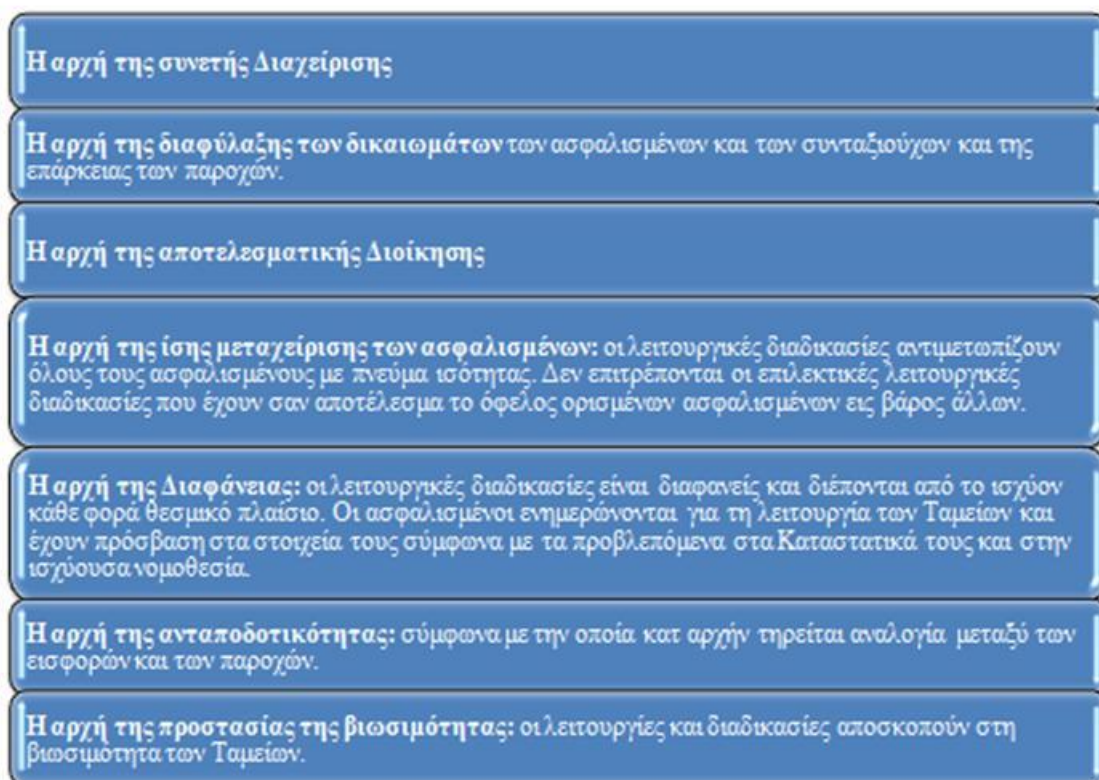
³⁹ Η εφαρμογή του κανονισμού έχει μέχρι σήμερα ανασταλεί

⁴⁰ Παρόλο που ο κώδικας δεοντολογίας αφορά τον δεύτερο πυλώνα, δεν αποκλείεται η εφαρμογή των πρακτικών του και στον πρώτο.

⁴¹ Κατευθυντήριες γραμμές για το σύστημα διακυβέρνησης – ΕΙΟΡΑ-CP-13/08 EL

⁴² Σύσταση του ΟΟΣΑ για τις Βασικές Αρχές των Επαγγελματικών Συντάξεων – Συμβούλιο ΟΟΣΑ 05.06.2009

Γράφημα 4.1 Γενικές Αρχές Κανονισμού Δεοντολογίας



Πηγή: Κανονισμός Δεοντολογίας, ΦΕΚ 2751/2014

4.4 Λοιπά στοιχεία ενεργητικού – προτάσεις για περαιτέρω αξιολόγηση

Σκοπός της παρούσας ενότητας είναι η ανάδειξη σημείων ως προς τη διαχείριση λοιπών στοιχείων ενεργητικού και κυρίως των απαιτήσεων και των επενδύσεων σε real estate. Τα σημεία αυτά θα μπορούσαν να αποτελέσουν ευκαιρίες στη σύγχρονη διαχείριση της περιουσίας των ταμείων.

4.4.1 Απαιτήσεις Ασφαλιστικών Ταμείων

Προκειμένου για την αποτελεσματικότερη είσπραξη των ληξιπρόθεσμων ασφαλιστικών οφειλών ιδρύθηκε το 2013⁴³ το Κέντρο Είσπραξης Ασφαλιστικών Εισφορών (ΚΕΑΟ). Βασικός στόχος του ΚΕΑΟ είναι ο εντοπισμός και η καταπολέμηση διαχρονικών παθολογιών του συστήματος είσπραξης και η λήψη μέτρων κατά της συστηματικής αποφυγής καταβολής εισφορών, προκειμένου να ενισχυθούν τα έσοδα των ασφαλιστικών ταμείων, να συνδράμει στην ίση μεταχείριση των συνεισφερόντων στη γενική ασφάλιση και να διασφαλίσει τη μη νόθευση του υγιούς ανταγωνισμού. Το ΚΕΑΟ διαχειρίζεται μέρος των απαιτήσεων των

⁴³ Νόμος 4172/2013

ασφαλιστικών ταμείων το οποίο θα πρέπει πρώτα να θεωρηθεί ως εισπράξιμο με βάση συγκεκριμένα κριτήρια⁴⁴.

Σύμφωνα με τη δεύτερη τριμηνιαία έκθεση προόδου του 2016⁴⁵, στις 30.06.2016 το συνολικό ποσό των οφειλών που έχει ενταχθεί στο ΚΕΑΟ προς είσπραξη έχει ανέλθει σε €16,6 δις.

Πίνακας 4.4

Πλήθος οφειλετών ΚΕΑΟ ανά εύρος οφειλής

Εύρος Οφειλής (€)	Αριθμός Οφειλετών	Κύρια Οφειλή (€)	Πρόσθετα Τέλη (€)	Συνολικές Οφειλές (€)
0 - 15.000	124.091	965.419.439,87	172.781.516,12	1.138.200.955,99
15.000 - 30.000	72.471	1.221.671.081,87	273.214.990,51	1.494.886.072,38
30.000 - 50.000	20.912	620.873.707,01	217.986.924,60	838.860.631,61
50.000 - 100.000	60.307	3.465.825.970,98	638.490.122,50	4.104.316.093,48
100.000 - 150.000	12.814	1.196.407.901,27	340.584.765,77	1.536.992.667,04
150.000 - 200.000	4.195	500.166.616,04	215.673.873,11	715.840.489,15
200.000 - 500.000	5.880	1.121.791.261,50	667.522.767,89	1.789.314.029,39
500.000 - 1.000.000	1.792	756.708.161,63	479.333.669,63	1.236.041.831,26
1.000.000 -	1.087	2.261.827.762,43	1.497.433.571,90	3.759.261.334,33
ΣΥΝΟΛΟ	303.549	12.110.691.902,60	4.503.022.202,03	16.613.714.104,63

Πηγή: Δεύτερη τριμηνιαία έκθεση προόδου του 2016, Ιούλιος 2016

Από το 2013 που συστάθηκε το ΚΕΑΟ έχει εισπράξει συνολικά €1,3 δις με το μεγαλύτερο ποσοστό να προέρχεται από οφειλές που έχουν ενταχθεί σε ρύθμιση (57%) ενώ το υπόλοιπο (43%), εισπράχθηκε από καταβολές εκτός ρυθμίσεων. Στον πίνακα κατωτέρω παρουσιάζονται οι εισπράξεις ανά φορέα καθώς και τα ποσά που εισπράχθηκαν εντός και εκτός ρύθμισης.

⁴⁴ Τέτοια κριτήρια μεταξύ άλλων είναι: α) η οφειλή να μην τελεί υπό δικαστική αναστολή, β) ο οφειλέτης να μην έχει ενεργή ρύθμιση, γ) ο οφειλέτης να μην βρίσκεται σε ή υπό καθεστώς πτώχευσης, δ) το ύψος της οφειλής συμπεριλαμβανομένων και των επιβαρύνσεων να ανέρχεται στο ποσό των €5 χιλ.

⁴⁵ Απρίλιος – Ιούνιος 2016

Πίνακας 4.5
Συνολικές εισπράξεις Κ.Ε.Α.Ο. (έως 30.06.2016)

ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΑΝΑ ΦΟΡΕΑ	ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΑΠΟ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ	ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ ΕΚΤΟΣ ΡΥΘΜΙΣΗΣ	ΣΥΝΟΛΟ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΣΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΙΣΠΡΑΞΕΩΝ
ΙΚΑ-ΕΤΑΜ	676.579.418 €	558.850.478 €	1.235.429.896 €	89,71%
ΟΑΕΕ	94.985.793 €	28.274.068 €	123.259.861 €	8,95%
ΟΓΑ	11.023.622 €	3.294.206 €	14.317.828 €	1,04%
ΕΤΑΑ	3.331.143 €	754.830 €	4.085.973 €	0,30%
ΕΙΣΠΡΑΞΕΙΣ				
Εισπραχθέν ποσό από ρυθμίσεις			785.919.976 €	57,07%
Εισπραχθέν ποσό εκτός ρύθμισης			591.173.582 €	42,93%
ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΕΙΣΠΡΑΧΘΕΝ ΠΟΣΟ			1.377.093.558 €	

Πηγή: Δεύτερη τριμηνιαία έκθεση προόδου του 2016, Ιούλιος 2016

Σημειώνεται ότι, το 48% περίπου των συνολικών οφειλών που έχουν διαβιβαστεί στο ΚΕΑΟ προς εισπράξη αφορούν οφειλές από το 2009 και πριν, ενώ το υπόλοιπο 52% σχηματίστηκε κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης.

Πίνακας 4.6
Οφειλές (κύρια οφειλή και πρόσθετα τέλη) βάσει του έτους εκκίνησης των οφειλών.
(Τρέχον υπόλοιπο στις 30/6/2016)

	ΟΦΕΙΛΕΣ από το 2009 και πριν (€)	ΟΦΕΙΛΕΣ το 2010 (€)	ΟΦΕΙΛΕΣ το 2011 (€)	ΟΦΕΙΛΕΣ το 2012 (€)	ΟΦΕΙΛΕΣ το 2013 (€)	ΟΦΕΙΛΕΣ το 2014 (€)	ΟΦΕΙΛΕΣ το 2015 (€)	ΟΦΕΙΛΕΣ το 2016 (€)	ΣΥΝΟΛΟ
2009 και παλαιότερα	8.084.194.032	1.270.231.292	1.065.801.947	867.921.731	711.221.808	660.917.869	485.022.569	146.721.730	13.292.032.979
2010	-	173.665.473	247.821.077	178.782.861	140.442.013	133.402.464	74.845.818	21.883.375	970.843.080
2011	-	-	182.789.333	252.784.755	186.494.946	181.064.911	107.487.624	32.074.244	942.695.813
2012	-	-	-	194.422.552	216.964.912	209.997.564	104.887.915	34.151.077	760.424.021
2013	-	-	-	-	67.219.125	128.633.761	59.496.689	17.229.905	272.579.480
2014	-	-	-	-	-	91.165.401	80.133.093	21.414.070	192.712.564
2015	-	-	-	-	-	-	109.904.441	46.979.718	156.884.159
2016								25.542.009	25.542.009
ΜΕΡΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ		173.665.473	430.610.409	625.990.168	611.120.996	744.264.102	536.755.580	199.274.398	3.321.681.127
ΣΥΝΟΛΟ	8.084.194.032	1.443.896.765	1.496.412.356	1.493.911.899	1.322.342.804	1.405.181.971	1.021.778.150	345.996.128	16.613.714.105

Πηγή: Δεύτερη τριμηνιαία έκθεση προόδου του 2016, Ιούλιος 2016

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα, η αύξηση των οφειλών είναι σημαντική τα τελευταία χρόνια και αυτό αποδίδεται εν μέρει στην υποχώρηση της οικονομικής δραστηριότητας στη χώρα. Πρόκειται για αδυναμία καταβολής που στην πλειονότητά του οφείλεται σε αντικειμενικούς λόγους και αφορά όλους τους πιστωτές και όχι μόνο τους ασφαλιστικούς φορείς.

Μια πρόταση προς περαιτέρω αξιολόγηση προκειμένου για την αποτελεσματικότερη είσπραξη των οφειλών, θα ήταν η στενότερη συνεργασία με τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας προκειμένου να υπάρχει κοινή αντιμετώπιση και παρόμοια στρατηγική σε κοινούς οφειλέτες. Η στενότερη αυτή σύνδεση και η διάχυση τεχνογνωσίας θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί με τη δημιουργία κοινού μητρώου οφειλετών με τα πιστωτικά ιδρύματα καθώς επίσης και με την παρουσία εκπροσώπων των ασφαλιστικών ταμείων στη διαδικασία διαχείρισης και αναδιάρθρωσης των κόκκινων – ληξιπρόθεσμων δανείων.

Έτσι θα υπήρχε κοινή κατηγοριοποίηση της φερεγγυότητας των οφειλετών καθώς επίσης και κοινές προτάσεις για βελτίωση της είσπραξης των οφειλετών όπως και κοινά μέσα επίλυσης των προβλημάτων (common liability management). Στις περιπτώσεις όπου ο οφειλέτης δεν θα κρίνεται φερέγγυος, θα εξετάζεται από κοινού η τυχόν ένταξή του στον πτωχευτικό κώδικα ή ακόμα και η μετοχοποίηση των οφειλών. Σε μια τέτοια περίπτωση μετοχοποίησης οφειλών οι ασφαλιστικοί οργανισμοί θα μπορούσαν να συμμετάσχουν με προνομιακούς όρους ως απόρροια της ιδιότητάς τους ως προνομιακοί πιστωτές. Επίσης, στις περιπτώσεις απόκτησης μετοχικών τίτλων κατόπιν αναδιάρθρωσεων, θα αποτελούσε πρόταση προς περαιτέρω αξιολόγηση η σύναψη Συμφωνίας Μετόχων (shareholders agreement) με τους υπόλοιπους πιστωτές – μετόχους, δηλαδή τα πιστωτικά ιδρύματα. Τέτοιες συμφωνίες θα έχουν ως στόχο την ενίσχυση των μειοψηφικών ή πλειοψηφικών δικαιωμάτων των ασφαλιστικών φορέων στα πλαίσια μελλοντικής πώλησης των μετοχικών τίτλων, που θα εκκινηθεί από τα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου για την ανάκτηση των δικών τους κεφαλαίων (capital recovery). Τέτοιες Συμφωνίες Μετόχων μεταξύ άλλων θα μπορούσαν να περιλαμβάνουν δικαιώματα προτίμησης (Rights of First Refusals) ή “ρήτρες υποχρέωσης” όπως οι όροι drag-along (προστατεύει το μέτοχο πλειοψηφίας, επιβάλλοντας στο μέτοχο μειοψηφίας να ακολουθήσει – drag- την πωλητήρια συναλλαγή) και tag-along (προστατεύει το μέτοχο μειοψηφίας, δίνοντάς του το δικαίωμα να ακολουθήσει την πωλητήρια συναλλαγή με τους ίδιους ευνοϊκούς όρους που έχει επιτύχει ο μέτοχος πλειοψηφίας).

4.4.2 Αξιοποίηση επενδύσεων σε Real Estate

Όπως αναφέρθηκε και πιο πάνω (πίνακας 4.1) η αξία των ακινήτων αν και παραμένει σε χαμηλά επίπεδα ως ποσοστό των συνολικών περιουσιακών στοιχείων (το 2009 διαμορφώθηκαν σε περίπου 5%), εντούτοις σε απόλυτα μεγέθη εμφανίζουν διαχρονικά αυξητική τάση. Σύμφωνα με τον πίνακα 4.2, η απόδοση των ακινήτων διαμορφώνεται το 2009 σε 1,87% και αν ληφθεί υπόψη και η διάσταση της απαξίωσης των ακινήτων μέσα από το χρόνο (ρυθμός απόσβεσης), θα μπορούσε να ειπωθεί ότι υφίστανται σημαντικά περιθώρια βελτίωσης ως προς τη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας. Στα πλαίσια αυτά παρουσιάζονται οι ακόλουθες προτάσεις που αφορούν κυρίως ακίνητα (κτήρια ή οικοπέδα), τα οποία έχουν περιέλθει στην περιουσία των ασφαλιστικών ταμείων ως αποτέλεσμα κατασχέσεων και παραμένουν για μεγάλο χρονικό διάστημα αναξιοποίητα ή μερικώς αξιοποιημένα με πολύ χαμηλή επενδυτική απόδοση (ενοίκια). Οι περιπτώσεις αυτές ακινήτων αφορούν σε κεφάλαιο των ασφαλιστικών ταμείων το οποίο υποαποδίδει ή η αξία του υποχωρεί με την πάροδο του χρόνου.

Στις ειδικές περιπτώσεις αυτές όπως παρουσιάστηκαν παραπάνω, θα μπορούσε να εξεταστεί η σύσταση Ανώνυμης Εταιρείας Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ)⁴⁶. Οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΑΕΕΑΠ) είναι εταιρίες με ειδική φορολογική μεταχείριση, όπως τα REITS στις Ηνωμένες Πολιτείες και σε άλλες χώρες. Επενδύουν σε ακίνητα και τυπικά διανέμουν μεγάλο ποσοστό των καθαρών κερδών ως μέρισμα.

Η σύσταση της ΑΕΕΑΠ δύναται να πραγματοποιηθεί με εισφορά σε είδος (εδώ επενδυτικά ακίνητα) από την πλευρά των ασφαλιστικών ταμείων. Με τον τρόπο αυτό, τα ταμεία από ιδιοκτήτες ακινήτων θα καταστούν μέτοχοι της ΑΕΕΑΠ η οποία θα κατέχει και θα διαχειρίζεται τα επενδυτικά ακίνητα. Λαμβάνοντας υπόψη τη ρευστοτική στενότητα (Lack of Liquidity) που υφίσταται στα ασφαλιστικά ταμεία σήμερα και δεδομένης της απαιτούμενης κεφαλαιουχικής δαπάνης (Capital Expenditure) που θα απαιτηθεί προκειμένου να καταστούν τα ακίνητα σε αποδεκτή κατάσταση για την εισφορά τους στη νέα εταιρεία ώστε τα ίδια να είναι σε θέση να αποδώσουν, προτείνεται είτε η αύξηση της μόχλευσης (Leverage) με την ανάληψη δανεισμού, είτε η σύμπραξη με περισσότερους επενδυτές ή ακόμη και συνδυασμός. Εξάλλου, το ειδικό φορολογικό καθεστώς που διέπει τις ΑΕΕΑΠ είναι ελκυστικό για το επενδυτικό κοινό, ενώ στην περίπτωση του δανεισμού, η ύπαρξη εμπράγματης ασφάλειας (ακίνητο) διευκολύνει τη σύναψή του.

⁴⁶ Ν. 2778/1999 Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας - Εταιρείες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία και άλλες διατάξεις (Α' 295) - άρθρα 21-31

Η διαχείριση (management) της νέας εταιρείας μπορεί να εκχωρηθεί σε ιδιώτες με συμβάσεις που να περιλαμβάνουν κίνητρα αποδοτικότητας (management incentive clauses).

Δεδομένου ότι οι ΑΕΕΑΠ είναι υποχρεωμένες να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος από τη σύστασή τους, τα ασφαλιστικά ταμεία έχουν τη δυνατότητα επιπλέον επιλογών εξόδου (Exit Strategy) και να επιτύχουν μεγαλύτερα κεφαλαιακά κέρδη καθώς η εμπορευσιμότητα μιας μετοχής είναι πολύ υψηλότερη από αυτή ενός ακινήτου.

4.5 Ανακεφαλαίωση

Στο παρόν κεφάλαιο πραγματοποιήθηκε αναλυτική παρουσίαση της περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (έως το 2009) και της εξέλιξης της διαχρονικής κατανομής των επιμέρους τοποθετήσεων. Από τα στοιχεία προέκυψε μια διαχρονική αύξηση των διαθεσίμων τα τελευταία χρόνια ως ποσοστό της συνολικής περιουσίας.

Επίσης, πραγματοποιήθηκε αξιολόγηση της απόδοσης για τα έτη 2008 και 2009 τόσο συγκριτικά με το δείκτη αναφοράς (χρησιμοποιήθηκε ο Γενικός δείκτης τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών), όσο και με τον μέσο όρο της απόδοσης των συνταξιοδοτικών ταμείων των χωρών μελών του ΟΟΣΑ για τις αντίστοιχες περιόδους.

Επιπλέον πραγματοποιήθηκε ιστορική επισκόπηση του επενδυτικού πλαισίου και της διαχείρισης των αποθεματικών καταλήγοντας ότι οι πρώτες θετικές πραγματικές αποδόσεις εμφανίζονται το 1994 ενώ τεκμηριώθηκε των προηγούμενων αρνητικών αποδόσεων συγκρινόμενες με τις αντίστοιχες θετικές πραγματικές αποδόσεις των επενδύσεων των ασφαλιστικών ταμείων στο εξωτερικό την ίδια περίοδο.

Τέλος, αναδείχθηκαν σημεία και προτάσεις που ενδεχομένως να αποτελούν ευκαιρίες για τη σύγχρονη διαχείριση λοιπών στοιχείων ενεργητικού με έμφαση στη βελτίωση της εισπραξιμότητας των απαιτήσεων και της αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας. Σχετικά με τις απαιτήσεις παρουσιάστηκε πρόταση για τη στενότερη συνεργασία με τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας προκειμένου να υπάρχει κοινή αντιμετώπιση και παρόμοια στρατηγική σε κοινούς οφειλέτες που μέσω της διάχυσης της τεχνογνωσίας δύναται να οδηγήσει σε μεγαλύτερη ανάκτηση κεφαλαίου (Capital Recovery). Σχετικά με το real estate, παρουσιάστηκε πρόταση για σύσταση ΑΕΕΑΠ για ειδικές περιπτώσεις ακινήτων που παραμένουν για μεγάλο χρονικό διάστημα αναξιοποίητα ή μερικώς αξιοποιημένα με πολύ χαμηλή επενδυτική απόδοση με τη σύμπραξη περισσότερων επενδυτών ή με την ανάληψη δανεισμού.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2009). Ανάλυση Επενδύσεων και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Εκδόσεις Rosili.
- Έκθεση Αιτιολογική & Λοιπές Συνοδευτικές Εκθέσεις (2016). Νόμος υπ' αριθμ. 4387/2016 Ενιαίο Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλειας – Μεταρρύθμιση ασφαλιστικού – συνταξιοδοτικού συστήματος.
- Ενιαίο Σύστημα Ελέγχου και Πληρωμών Συντάξεων «Ήλιος» (2015). Μηνιαία απεικόνιση Συνταξιοδοτικών παροχών 26η Έκθεση, Ιούλιος 2015. Ηλεκτρονική Διακυβέρνηση Κοινωνικής Ασφάλισης (ΗΔΙΚΑ) Α.Ε. Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης & Κοινωνικής Αλληλεγγύης.
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή (2010), Πράσινη Βίβλος για επαρκή, βιώσιμα και ασφαλή ευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά συστήματα, SEC(2010)830
- Η Ιδιωτική Ασφάλιση στην Ελλάδα (2014). Ετήσια Στατιστική Έκθεση. Ένωση Ασφαλιστικών Εταιριών Ελλάδος.
- Κέντρο Είσπραξης Ασφαλιστικών Εισφορών (2016). 2η τριμηνιαία έκθεση προόδου έτους 2016. Υπουργείο Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης & Κοινωνικής Αλληλεγγύης. Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων – Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης Μισθωτών.
- Κέντρο Προγραμματισμού και Οικονομικών Ερευνών (1990). Εκθέσεις (1988-1992) για το πρόγραμμα Κοινωνικής Ασφάλισης.
- Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί (1993-2009). Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων.
- Νεκτάριος, Μ. (2002). Η Διαχείριση κινδύνων στην εποχή της παγκοσμιοποίησης, Οικονομικός Ταχυδρόμος, 23 Νοεμβρίου 2002, σελ. 73-78.

Νεκτάριος, Μ. (2007). Επενδύσεις Αποθεματικών Ασφαλιστικών Ταμείων στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης, *Sroudai*, Vol. 57, No 1.

Σολωμός, Γρ. (1991). Κοινωνική Ασφάλιση από την Κρίση στον Ενιαίο Φορέα, Αθήνα, Εκδόσεις Νέα Σύνορα – Α. Α. Λιβάνη.

Ξενογλώσση

Addoum, J. M., Binsbergen, J., and Brandt. M. W. (2010). Asset Allocation and Managerial Assumptions in Corporate Pension Plans. Available at SSRN 1710902.

Almazan, A., Brown, K., Carlson M., and Capman, D. (2004). Why constrain your mutual fund manager? *Journal of Financial Economics*.

Andonov, A., Hochberg, Y. V., and Rauh, J. D. (2016). Pension Fund Board Composition and Investment Performance: Evidence from Private Equity. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2754820>.

Angelidis, T., and Tessaromatis, N. (2010). The Efficiency of Greek Public Pension Fund Portfolios, *Journal of Banking & Finance*.

Binsbergen, J., and Brandt M. (2007). Optimal Asset Allocation in Asset Liability Management. NBER Working Paper No. 12144.

Blake, D., Cairns, A.J.G., and Dowd, K. (2003). Pensionmetrics II: Stochastic pension plan design during the distribution phase. *Insurance: Mathematics and Economics*.

Black, F. (1989). Should you use stocks to hedge your pension liability? *Financial Analysts Journal*.

Blome, S., Fachinger, K., Franzen, D., Scheuenstuhl, G., and Yermo, J. (2007). Pension fund regulation and risk management: results from an ALM optimisation exercise. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions.

- Bodie, Z. (1988). Pension fund investment policy, NBER Working Paper, 2752.
- Bolla, L., Wittig, H., and Kohler A. (2016). The liability market value as benchmark in pension fund performance measurement. *Journal of Pension Economics and Finance*.
- Chun, G., Chocetti, B., and Shilling, J. (2000). Pension-plan real estate investment in an asset-liability framework, *Real Estate Economics*.
- Davis, E. (2000). Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds, OECD.
- Davis, P. (1996). Pension fund investments, in the European Equity Markets: the State of the Union and an Agenda for the Millennium, The Royal Institute of International Affairs, London.
- De Nardi, M., Imrohoroglu, S., Sargent, T. J. (1999). Projected US demographics and social security, *Review of Economic dynamics*.
- Driessen, J., and Laeven, L. (2007). International portfolio diversification benefits: Crosscountry evidence from a local perspective, *Journal of Banking & Finance*.
- European Commission (2015). Directorate-General for Economic and Financial Affairs. The 2015 Ageing Report Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060).
- Gokhale, J. (2001). The Impact of Social Security Reform on Low Income Workers, SSP No 22, Cato Institute. *Economic Review*.
- Hamdani, A., Kandel, E., Murgeman, Y., and Yafeh, Y. (2016). Incentive Fees and Competition in Pension Funds: Evidence from a Regulatory Experiment (February 1, 2016). European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 459/2016. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=2733639>.

- Hudson-Wilson, S., Fabozzi, F., and Gordon, J. (2003). Why real estate? *Journal of Portfolio Management*, Special Real Estate Issue.
- Milonas, N., Papachristou G., and Roupas, T. (2007). Fund management and its effect in the Greek social security system, *Journal of Pension Economics and Finance*.
- OECD (2016). *Health Statistics*, Ιούλιος 2016.
- OECD (1998). *Maintaining Prosperity In An Ageing Society: the OECD study on the policy implications of ageing*.
- OECD (2015). *Pension Markets in Focus*. No.12, 2015.
- OECD (2005). *Private Pensions, OECD Classification and glossary*.
- Samuelson, P. (1958). An exact consumption-loan model of interest with or without the social contrivance of money, *Journal of political Economy*, Vol. 66.
- Sharpe, W.F., (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19.
- Sharpe, W.F. (1966). Mutual Fund Performance, *Journal of Business*, 39, 119138.
- Siems, T. F. (2001). Reengineering Social Security in New Economy, SSP No 22, Cato Institute. *Economic Review*.
- Petraki, A., and Zalewska, A. (2015). Jumping Over a Low Hurdle: Personal Pension Fund Performance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2250847>.
- United Nations (2015). Department of Economic and Social Affairs, Population Division (2015). *World Population Prospects: The 2015 Revision*.
- World Bank Report (1994). *Averting the Old Age Crisis. Policies to Protect the Old and Promote Growth*, World Bank research report No 13584, Oxford University Press.

Διαδικτυακές Πηγές

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/

<https://eiopa.europa.eu/>

<http://www.idika.gr/mhniaies-ek8eseis-esepts-2015>

www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets

http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=HEALTH_STAT