ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Π.Μ.Σ. «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΤΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ
ΚΑΙ ΤΩΝ ΔΙΑΚΛΑΔΙΚΩΝ ΣΧΕΣΕΩΝ»

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: «Διαχείριση Κεφαλαίων των Συνταξιοδοτικών Ταμείων»

ΦΟΙΤΗΤΡΙΑ: Viktoriya Treneva
A.M. 7206M005

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: Καθηγητής κ. Κωνσταντίνος Συριόπουλος

ΑΘΗΝΑ, Μάρτιος 2009

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Η παρούσα εργασία πραγματοποιήθηκε στα πλαίσια της μεταπτυχιακής μου διατριβής στο Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης του Πάντειου Πανεπιστημίου.

Θεωρώ καθήκον μου να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου καταρχήν σε όλους τους καθηγητές και υπεύθυνους του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών. Ιδιαιτέρως θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή του Τμήματος Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πατρών κ. Κωνσταντίνο Συριόπουλο για την επιστημονική του βοήθεια στη διεξαγωγή της μεταπτυχιακής μου διατριβής.

Τέλος ευχαριστώ ιδιαίτερα την οικογένεια μου και τους φίλους μου για την αμέριστη αγάπη και συμπαράστασή τους.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ - ABSTRACT
ΚΕΦ. 1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ 1
ΚΕΦ. 2. ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ – ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ 3
2.1. Δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα (Πρώτος Πυλώνας) 3
2.2. Κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα (Δεύτερος Πυλώνας) 4
2.3. Ατομικά συνταξιοδοτικά ταμεία (Τρίτος Πυλώνας) 4
ΚΕΦ. 3. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ 5
ΚΕΦ. 4. ΤΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΕΘΝΩΣ 8
4.1. Συνταξιοδοτικά συστήματα των Ευρωπαϊκών χωρών 8
4.1.1. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Αυστρίας 8
4.1.2. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Γαλλίας 9
4.1.3. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Γερμανίας 10
4.1.4. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Δανίας 11
4.1.5. Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Ηνωμένου Βασιλείου 11
4.1.6. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ιρλανδίας 12
4.1.7. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ισπανίας 12
4.1.8. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ιταλίας 12
4.1.9. Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Λουξεμβούργου 13
4.1.10. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ολλανδίας 13
4.1.11. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Πορτογαλίας 14
4.1.12. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Σουηδίας 14
4.1.13. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Φιλανδίας 14
4.1.14. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ελλάδας 15
4.1.15. Το συνταξιοδοτικό σύστημα των πρώην σοσιαλιστικών χωρών της Ευρώπης 16
4.2. Το συνταξιοδοτικό σύστημα των ΗΠΑ 16
4.3. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Αυστραλίας 17
4.4. Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Καναδά 17
4.5. Το συνταξιοδοτικό σύστημα στις χώρες της Λατινικής Αμερικής 17
ΚΕΦ. 5. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ 18
5.1. Ευρωπαϊκή νομοθεσία 18
5.2. Ελληνική νομοθεσία 18
ΚΕΦ. 6. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ 23
6.1. Οργανωτική και λειτουργική δομή των συνταξιοδοτικών ταμείων 23
6.2. Κανονισμός λειτουργίας επενδυτικής επιτροπής του ταμείου 25
6.2.1. Σκοπός 25
6.2.2. Μέλη 25
6.2.3. Συνεδριάσεις 25
6.2.4. Αποφάσεις 26
6.5. Διαχείριση κινδύνου 27
6.6. Κατανομή Επενδύσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων Διεθνώς 28
ΚΕΦ. 7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ 34
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 35

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της εργασίας είναι η περιγραφή των βασικότερων εννοιών και της προβληματικής που σχετίζονται με την παροχή συνταξιοδοτικής κάλυψης, των συνταξιοδοτικών συστημάτων που έχουν υιοθετηθεί σε παγκόσμιο επίπεδο και των χαρακτηριστικών τους. Επιπλέον, στην εργασία σκιαγραφείται το νομικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των συνταξιοδοτικών ταμείων καθώς και την οργανωτική και τη λειτουργική δομή τους. Τέλος, η εργασία επικεντρώνεται στην ανάλυση της διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων - επενδυτική πολιτική, στρατηγικές επένδυσης και διαχείριση κινδύνου.

Λέξεις κλειδιά: Διαχείριση κεφαλαίων, συνταξιοδοτικά συστήματα, συνταξιοδοτικά ταμεία.

SUMMARY

The purpose of this work is to describe the main concepts and issues related to the provision of pensions, pension schemes have been adopted worldwide, and their characteristics. Moreover, the work outlines the legal framework governing the operation of pension funds, organizational and operational structure. Finally, the work focuses on analyzing the management of pension funds - investment policies, investment strategies and risk management.

Keywords: Pension fund management, Pensions schemes, Pension funds.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το πρόβλημα των ασφαλιστικών συστημάτων έχει πάρει ανησυχητικές διαστάσεις τα τελευταία χρόνια. Οι κυβερνήσεις σε παγκόσμιο επίπεδο προσπαθούν να βρουν τρόπους για την επίλυσή του. Το γεγονός ότι το επίπεδο των συνταξιοδοτικών παροχών πρέπει να διατηρεί το βιοτικό επίπεδο των συνταξιούχων πάνω από ένα ελάχιστο ανεκτό όριο αποτελεί ζήτημα σημαντικής οικονομικής πολιτικής. Οι δημογραφικές αλλαγές, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και η ανεργία έχουν ήδη επιβαρύνει σημαντικά τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα. Λόγω της αδιέξοδης κατάστασης τα βλέμματα έχουν στραφεί προς το κεφαλαιοποιητικό σύστημα χρηματοδότησης της κοινωνικής ασφάλισης. Το πρώτο προϋποθέτει μια άμεση αλληλεγγύη των γενιών ενώ το δεύτερο στηρίζεται στην αποταμίευση.

Το διανεμητικό σύστημα λειτουργεί ως εξής: οι εισφορές μιας δεδομένης περιόδου χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των δαπανών της ίδιας περιόδου. Με άλλα λόγια, οι σημερινοί εργαζόμενοι με τις εισφορές τους χρηματοδοτούν τις συντάξεις των συνταξιούχων (pay-as-you-go-system). Στο διανεμητικό σύστημα "ορισμένων παροχών" καταβάλλονται παροχές ενός προκαθορισμένου ποσού. Εδώ, οι οφειλόμενες παροχές προσδιορίζουν το ύψος των εισφορών. Όταν δεν μπορούν να αυξηθούν οι πόροι, μειώνονται οι παροχές. Με άλλα λόγια, στα αναδιανεμητικά συστήματα αναπροσαρμόζουμε τα έσοδα με βάση τις υποχρεώσεις του συστήματος. Αν αυτό δεν είναι εφικτό, τροποποιούνται οι υποχρεώσεις.

Το βασικό δομικό μειονέκτημα του αναδιανεμητικού συστήματος είναι ότι εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από την αναλογία μεταξύ ασφαλισμένων και συνταξιούχων. Επίσης, η αλλαγή της ηλικιακής σύνθεσης του πληθυσμού προς όφελος των μεγαλύτερων ηλικιών οδηγεί στην αύξηση των συνταξιούχων, τη μείωση των ασφαλισμένων και την αύξηση, αντίστοιχα, του βάρους (οι εισφορές των εργαζομένων) που πρέπει να επωμισθούν οι ασφαλισμένοι, προκειμένου να καλύψουν τις συντάξεις των συνταξιούχων. Ήδη, μάλιστα, οι εισφορές σε πολλά ταμεία δεν επαρκούν για να καλύπτουν τις συντάξεις, με αποτέλεσμα να απαιτείται ενίσχυση του ταμείου από τον κρατικό προϋπολογισμό. Έτσι, τα τεράστια αποθεματικά που συγκεντρώνονται από τις εισφορές μένουν αναξιοποίητα ως κεφαλαιακή αξία, καθώς κατ' ευθείαν διοχετεύονται στην κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεων των ταμείων για καταβολή συντάξεων.

Το κεφαλαιοποιητικό σύστημα συνοψίζεται στην εξής τεχνική: οι ασφαλιστικές εισφορές κεφαλαιοποιούνται και ύστερα από ένα διάστημα ρευστοποιούνται υπό μορφή χρηματικών προσόδων. Οι ασφαλιστικές εισφορές ανατοκίζονται, τοποθετούνται σε κινητές και ακίνητες αξίες και σχηματίζουν συλλογικά ένα κεφάλαιο που τροφοδοτεί τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα. Εδώ, οι εισφορές τοποθετούνται στις κεφαλαιαγορές και οι παροχές είναι συνάρτηση της απόδοσής τους. Έτσι, δεν υπάρχουν δεσμεύσεις ως προς το τελικό ποσό των παροχών. Γι' αυτό τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα είναι συστήματα "ορισμένων εισφορών". Η ανταποδοτικότητα των συντάξεων συνδέεται κατ' αρχήν με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα: το ύψος των συντάξεων εξαρτάται από το ύψος των εισφορών και την απόδοση του επενδυμένου ποσού των συσσωρευμένων εισφορών.

Σημαντική αδυναμία του κεφαλαιοποιητικού συστήματος είναι ότι συσχετίζεται με την οικονομική πραγματικότητα. Επίσης η κεφαλαιοποιητική μέθοδος δεν έχει αναδιανεμητικά αποτελέσματα με συνέπεια να μην είναι σε θέση να καλύψει τις ανάγκες όλων των πολιτών και πάντα να υπάρχει η πιθανότητα να μη δημιουργηθεί η αναμενόμενη υπεραξία. Οι αποδόσεις των επενδύσεων δεν είναι

εγγυημένες. Αυτοί οι κίνδυνοι είναι δυνατόν να ελαχιστοποιηθούν με τη χρήση εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών εργαλείων σε συνδυασμό με μια συνειδητή διαχειριστική πολιτική.

Λαμβάνοντας υπόψη τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των δυο συστημάτων μπορούμε να συμπεράνουμε ότι η βέλτιστη λύση φαίνεται να είναι ο συνδυασμός των δυο συστημάτων όπου μέσω της ανταποδοτικής παροχής θα επιτελείται ο κοινωνικός ρόλος του κράτους, ενώ μέσω της κεφαλαιοποιητικής παροχής θα ενισχύεται το επίπεδο διαβίωσης μετά την ηλικία συνταξιοδότησης.

Το θέμα της διαχείρισης κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων έχει αναλυθεί εκτενώς τα τελευταία χρόνια. Ένας λόγος αποτελεί ο σημαντικός τους ρόλος για τις εθνικές οικονομίες. Τα συνταξιοδοτικά ταμεία μπορούν να θεωρηθούν ως κύριος επενδυτής λόγω του μεγέθους του πλούτου που διαχειρίζονται. Η αξία των περιουσιακών στοιχείων τους ως ποσοστό του ΑΕΠ απεικονίζει την οικονομική τους δύναμη: το 1998, ανήλθε σε 40% στις ΗΠΑ, 99% στο Ηνωμένο Βασίλειο και 108% στις Κάτω Χώρες. Σαν ποσοστό της κεφαλαιοποίησης αγοράς, αντιπροσώπευσε περίπου 41% στις ΗΠΑ, 67% στο Ηνωμένο Βασίλειο το 1995 και 81% Κάτω Χώρα το 1998 (Tamburi and Chassard, 2002). Είναι πολύ σημαντικό αυτές οι αποταμιεύσεις να επενδύονται με ένα τρόπο ώστε να παράγουν αξία η οποία να καλύπτει τις αυξημένες παροχές συντάξεων, το λειτουργικό κόστος και να αντισταθμίζεται το αναλαμβανόμενο ρίσκο (Ambachtsheer, 1998).

Υπάρχει και ένας δεύτερος λόγος για τον οποίο κρίνεται αναγκαία η καλύτερη κατανόηση και βελτίωση των μηχανισμών που διέπουν τη λειτουργία των συνταξιοδοτικών ταμείων: προετοιμάζουν τις συντάξεις των συμμετεχόντων. Συνεπώς η κατάλληλη διαχείριση είναι απαραίτητη για να εξασφαλισθεί ένα επαρκές βιοτικό επίπεδο μετά τη συνταξιοδότηση.

Η διαχείριση των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων περιλαμβάνει τις επενδύσεις των περιουσιακών στοιχείων και τον έλεγχο των μελλοντικών ροών των εισφορών. Ένα μεγάλο ποσοστό μετοχών στο χαρτοφυλάκιο έχει το πλεονέκτημα του χαμηλότερου επιπέδου εισφοράς, αλλά με υψηλότερη χρονική διακύμανση των ροών εισφορών. Επομένως είναι αναγκαία μια βέλτιστη κατανομή μεταξύ επενδύσεων χαμηλού και υψηλού ρίσκου και πολιτικής εισφορών. Στην περίπτωση του σχήματος προκαθορισμένων παροχών η αναλογία των επενδύσεων υψηλού ρίσκου και το επίπεδο των εισφορών αντιστοιχούν στην διαφορά μεταξύ του μέγιστου πλούτου του ταμείου απαραίτητος για την πληρωμή των συντάξεων και του πραγματικού.

Στο πλαίσιο της παρούσας εργασίας θα επιχειρήσουμε: να παρουσιάσουμε τα χαρακτηριστικά των διαφόρων συνταξιοδοτικών συστημάτων, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των μεθόδων χρηματοδότησης των συντάξεων και τις κύριες παραμέτρους των προβλημάτων που έχουν δημιουργηθεί και να εκθέσουμε τα επιχειρήματα και τις λύσεις που προτείνονται. Θα αναλύσουμε την υπάρχουσα κατάσταση των συνταξιοδοτικών συστημάτων διεθνώς. Επίσης θα περιγράψουμε το θεσμικό πλαίσιο και την οικονομική λογική που διέπουν τη λειτουργία και τη διαχείριση των συνταξιοδοτικών ταμείων.

2. ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ – ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Η σύνταξη είναι η παροχή εισοδήματος από το κράτος ή από ιδιωτικούς χρηματοδοτικούς οργανισμούς (π.χ. ασφαλιστικές εταιρίες, τράπεζες) στους πολίτες οι οποίοι πληρούν τις προϋποθέσεις για συνταξιοδότηση. Η σύνταξη μπορεί να αναλυθεί με το μοντέλο κύκλου ζωής. Οι εργαζόμενοι στη διάρκεια του εργασιακού τους βίου όπως και οι εργοδότες τους καταθέτουν εισφορές σε συνταξιοδοτικά ταμεία με αποτέλεσμα αποταμιεύοντας να καταναλώνουν μόνο ένα μέρος του εισοδήματός τους. Ας υποθέσουμε ότι ένας εργαζόμενος με μηδενικό αρχικό πλούτο ξεκινά εργασία σε ηλικία 20 χρονών, αποχωρεί στα 65 και αποβιώνει στα 80. Θεωρούμε ότι λαμβάνει σταθερό εισόδημα και οι αποταμιεύσεις του είναι τέτοιες ώστε να του εξασφαλίσουν το ίδιο επίπεδο κατανάλωσης μετά τη συνταξιοδότηση. Εάν το πραγματικό επιτόκιο είναι μηδέν συνεπάγεται ότι ο λόγος κατανάλωση/εισόδημα πρέπει να ισούται με το λόγο χρόνος εργασίας/χρόνος εργασίας και συνταξιοδότησης (Bodie, 2000).

Χρόνος εργασίας x (Εισόδημα – Κατανάλωση)=Χρόνος συνταξιοδότησης x Κατανάλωση

$$\Updownarrow$$

Χρόνος εργασίας x Εισόδημα= (Χρόνος εργασίας+ Χρόνος συνταξιοδότησης) x Κατανάλωση

$$\Updownarrow$$

Κατανάλωση / Εισόδημα= Χρόνος εργασίας/ (Χρόνος εργασίας+ Χρόνος συνταξιοδότησης)

Στο παράδειγμά μας ο χρόνος εργασίας και σύνταξης είναι αντίστοιχα 45 και 15 χρόνια, άρα ο λόγος κατανάλωση / Εισόδημα είναι 45/60 ή 75% και άρα οι αποταμιεύσεις είναι 25%.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι χρηματοδοτικοί οργανισμοί οι οποίοι λειτουργούν βάσει αμοιβαίων συμφωνιών και στηρίζονται στις εισφορές των εργαζομένων και των εργοδοτών όπως και σε κρατική χρηματοδότηση. Το συνταξιοδοτικό σύστημα μιας χώρας αποτελείται από το σύνολο των συνταξιοδοτικών ταμείων και το νομικό και το θεσμικό πλαίσιο που διέπουν τη λειτουργία τους. Τα εθνικά συστήματα παροχής συνταξιοδοτικών εισοδημάτων, μολονότι παρατηρούνται κάποιες διαφορές από χώρα σε χώρα, βασίζονται γενικά σε τρεις πυλώνες – δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία, ιδιωτικά συνταξιοδοτικά ταμεία και ιδιωτικές αποταμιεύσεις.

2.1. Δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα (Πρώτος Πυλώνας)

Τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα ή αλλιώς τα αναδιανεμητικά συστήματα (pay-as-you-go pension schemes - PAYG) αποτελούν τον πρώτο πυλώνα. Η λειτουργία αυτών των συστημάτων βασίζεται στην αλληλεγγύη των γενιών. Η εργαζόμενοι υποχρεούνται από το νόμο να καταβάλουν ασφαλιστικές εισφορές οι οποίες χρηματοδοτούν κατά κύριο λόγο την πληρωμή των συντάξεων της προηγούμενης γενιάς. Έτσι αποκτούν στο μέλλον το δικαίωμα συνταξιοδοτικών παροχών, την χρηματοδότηση των οποίων θα αναλάβει η επόμενη γενιά, εξασφαλίζοντας και αυτή στη σειρά της μελλοντικές συντάξεις και ούτω καθεξής. Τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα χαρακτηρίζονται από προκαθορισμένες παροχές (defined benefits) και στην πλειοψηφία των χωρών αποτελούν βασική πηγή εισοδήματος για τους συνταξιούχους.

2.2. Κεφαλαιοποιητικά συνταξιοδοτικά συστήματα (Δεύτερος Πυλώνας)

Ο δεύτερος πυλώνας αναφέρεται στο κεφαλαιοποιητικό συνταξιοδοτικό σύστημα (funded pension schemes) το οποίο αποτελείται από τα επαγγελματικά επικουρικά ταμεία (occupational schemes). Σύμφωνα με τη λειτουργία αυτού του συστήματος οι εισφορές των μελών (εργοδότες και εργαζόμενοι) των επικουρικών ταμείων σχηματίζουν ένα κεφάλαιο το οποίο επενδύεται και όταν φτάσει στην ηλικία της συνταξιοδότησης ο ασφαλισμένος λαμβάνει μια σύνταξη ανάλογη με τις εισφορές του και τις αποδόσεις των επενδυόμενων κεφαλαίων. Η συμμετοχή των εργαζομένων σε αυτό το σύστημα μπορεί να είναι υποχρεωτική όπως για παράδειγμα στην Ελλάδα ή προαιρετική όπως στις ΗΠΑ. Ο εργαζόμενος είναι υποχρεωμένος να καταθέτει ένα μέρος του μισθού του στα ταμεία τα οποία έχει δημιουργήσει ο εργοδότης ή ο κλάδος. Η διαχείριση αυτών των κεφαλαίων ανατίθεται σε:

- ασφαλιστικές εταιρείες με αυξημένη φερεγγυότητα ή εγγυήσεις (λ.χ. υποχρεωτική αντασφάλιση),
- ειδικά νομικά πρόσωπα τα οποία ελέγχονται από το κράτος και αυτό εγγυάται τα σχηματισμένα κεφάλαια,
- πιστωτικά ιδρύματα τα οποία έχουν τις εγγυήσεις να αναλάβουν τη διαχείρισή τους,
- υπάρχουν και ιδιωτικά επικουρικά ταμεία η συμμετοχή στα οποία μπορεί να είναι υποχρεωτική όταν αντικαθιστούν τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα (π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο) ή προαιρετική με προσωπική απόφαση του εργαζομένου (π.χ. Ιρλανδία).

2.3. Ατομικά συνταξιοδοτικά ταμεία (Τρίτος Πυλώνας)

Ο τρίτος πυλώνας συνδέεται με τα ατομικά συνταξιοδοτικά ταμεία (individual voluntary arrangements) τα οποία λειτουργούν μέσω αποταμιευτικών προγραμμάτων ή ασφαλιστικών συμβολαίων.

3. ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ ΤΩΝ ΔΙΑΦΟΡΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ

Όπως προαναφέρθηκε το διανεμητικό σύστημα βασίζεται στην αρχή ότι κάθε γενιά ασφαλισμένων συντηρεί την αντίστοιχη γενιά συνταξιούχων. Δηλαδή οι εισφορές που καταβάλουν οι ασφαλισμένοι χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των συντάξεων των ατόμων που συνταξιοδοτούνται και το περίσσευμα αποτελεί αποθεματικό των ταμείων. Αυτό σημαίνει ότι ο βασικός παράγοντας που καθορίζει το ύψος των ασφαλιστικών εισφορών και των συντάξεων είναι η αναλογία ασφαλισμένων και συνταξιούχων, καθώς η βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος εξαρτάται από τη δυνατότητα των ασφαλισμένων να συντηρούν τους συνταξιούχους. Τι σημαίνει αυτό; Ότι, προκειμένου να υπάρχει ορθολογική διαχείριση του συστήματος, ο διαχειριστής (το κράτος) πρέπει να φροντίζει η αναλογία ασφαλισμένων και συνταξιούχων να είναι τέτοια, ώστε να μπορούν οι ασφαλισμένοι να αντέξουν το απαραίτητο οικονομικό βάρος. Αυτό, κατ' αρχήν, επηρεάζει τις προϋποθέσεις συνταξιοδότησης όπως ηλικία, χρόνια εισφορών κ.λ.π. Το δεύτερο πράγμα που επηρεάζεται είναι το ύψος των εισφορών σε σχέση με το ύψος των συντάξεων. Ένας πολύ απλός μαθηματικός τύπος που περιγράφει το ισχύον σύστημα θα μπορούσε να είναι ο εξής:

$A.E \geq \Sigma.\sigma$ - βιώσιμο σύστημα
$A.E < \Sigma.\sigma$ - καταρρέον σύστημα

Όπου:

Α - αριθμός ασφαλισμένων
Ε - ύψος μέσης εισφοράς για κάθε ασφαλισμένο
Σ - αριθμός συνταξιούχων
σ - ύψος μέσης σύνταξης ανά συνταξιούχο

Μπορούμε να συμπεράνουμε τα εξής:

- ο αριθμός των ασφαλισμένων είναι διαφορετικός από τον αριθμό του οικονομικώς ενεργού πληθυσμού, καθώς ένα μέρος του οικονομικώς ενεργού πληθυσμού ευρίσκεται σε ανεργία, ηθελημένη ή μη, και ένα άλλο μέρος εργάζεται ανασφάλιστο.
- το γινόμενο Α.Ε θα πρέπει να πολλαπλασιάζεται και με ένα παράγοντα που αντιστοιχεί στο ποσοστό των οφειλομένων ασφαλιστικών εισφορών που πράγματι εισπράττονται.
- στο γινόμενο Σ.σ θα πρέπει να προστεθούν και τα λειτουργικά έξοδα των ταμείων, τα οποία είναι πολύ σημαντικά όπως και τις απώλειες από την κακοδιαχείριση.

Επίσης, προκειμένου να είναι το σύστημα βιώσιμο, είναι απαραίτητο να συμμετέχει σε αυτό όσο το δυνατόν μεγαλύτερο μέρος του οικονομικώς ενεργού πληθυσμού. Αυτό έχει ως συνέπεια την υποχρεωτική, εκ του νόμου, συμμετοχή κάθε εργαζομένου ή επαγγελματία στο σύστημα με την απειλή ποινικών κυρώσεων για την περίπτωση μη συμμετοχής ή μη καταβολής των εισφορών.

Πρέπει να τονιστεί ότι λόγω της γήρανσης του πληθυσμού υπάρχει ένας αυξανόμενος αριθμός προσώπων που υποχρεωτικά θα πρέπει να εντάσσονται στους συνταξιούχους, που (λόγω ηλικίας ή αναπηρίας) δεν είναι πλέον σε θέση να εργάζονται. Έτσι, ακόμη και οι κυβερνητικές ρυθμίσεις που θέτουν κάποια όρια ηλικίας ή παρέχουν κίνητρα για παραμονή στην εργασία επί κάποια έτη ακόμη, έχουν μόνο οριακή επιρροή στη συνολική βιωσιμότητα του συστήματος. Άρα, όσο αυξάνεται ο μέσος όρος ηλικίας όσων συμμετέχουν στο ασφαλιστικό σύστημα, κατ' ανάγκη θα αυξάνεται αντίστοιχα και η αναλογία συνταξιούχων-ασφαλισμένων εις βάρος των τελευταίων. Δηλαδή, από τον παραπάνω μαθηματικό τύπο, η αναλογία Α/Σ μπορεί να επηρεαστεί ως ένα σημείο, ακόμη κι εάν το κράτος καταφέρει να επιβάλλει σε όλον τον οικονομικώς ενεργό πληθυσμό να ασφαλίζεται και να πληρώνει πλήρεις εισφορές.

Από αυτόν τον τύπο προκύπτει επίσης ότι προκειμένου να διατηρηθεί ένα βιώσιμο ασφαλιστικό σύστημα σε ένα περιβάλλον στο οποίο ο αριθμός των ηλικιωμένων (ήτοι των κατ' ανάγκην συνταξιούχων) αυξάνεται, σε σχέση με τους νεώτερους ασφαλισμένους καταβάλλοντες εισφορές, απαιτείται να αυξηθούν οι εισφορές ή να μειωθούν οι συντάξεις. Να μειωθούν οι συντάξεις κάτω από ένα όριο είναι ανεπίτρεπτο. Αυτό για δύο λόγους: πρώτον, διότι τόσο πολιτικά, όσο και ηθικά δεν μπορεί κάποιος που έχει δώσει υποχρεωτικά εισφορές καθ' όλο τον ασφαλιστικό του βίο μετά τη συνταξιοδότησή του να συνειδητοποιήσει ότι οι εισφορές αυτές δεν του εξασφαλίζουν σύνταξη με την οποία μπορεί να ζήσει αξιοπρεπώς. Δεύτερον, αν το σύστημα παρέχει συντάξεις οι οποίες δεν συντηρούν τον συνταξιούχο επαρκώς, δεν έχει και λόγο ύπαρξης. Άρα, στον παραπάνω μαθηματικό τύπο το σ μπορεί κι αυτό να μειωθεί μέχρι ενός σημείου.

Αυτό που απομένει είναι το στοιχείο Ε - οι εισφορές. Πόσο μπορούν να αυξηθούν; Είναι προφανές ότι και στην αύξηση αυτή υπάρχει ένα όριο - το όριο, μετά από το οποίο δεν θα μπορεί μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων ή επαγγελματιών να αντέχει τις εισφορές αυτές και θα οδηγείται είτε στην ανασφάλιστη εργασία είτε, εάν μάλιστα το κράτος έχει τη δυνατότητα να αντιμετωπίσει πλήρως την εισφοροδιαφυγή, στην ανεργία ή τη μετανάστευση (όχι μόνο εργαζομένων, αλλά και επιχειρήσεων, π.χ. ελληνικές επιχειρήσεις στα Βαλκάνια). Το ίδιο ισχύει και για την ενίσχυση των ταμείων από το κράτος. Θα απαιτηθεί αντίστοιχη αύξηση της φορολογίας η οποία θα είναι εξίσου επιβαρυντική για τις επιχειρήσεις και θα οδηγήσει στις ίδιες παρενέργειες. Η συνολική επιβάρυνση μιας επιχείρησης είναι η ίδια, είτε καταβάλλει μεγαλύτερες εισφορές, είτε μεγαλύτερους φόρους. Δηλαδή η αύξηση της φορολογίας, αντί της αυξήσεως των εισφορών, έχει τα ίδια ακριβώς αποτελέσματα ως προς τη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης και τη δυνατότητά της να λειτουργεί και να εξακολουθεί να είναι πηγή εισφορών και φόρων για το κράτος.

Έτσι, τα εργαλεία που έχει στη διάθεσή της μία κυβέρνηση για να παρεμβαίνει στο ασφαλιστικό σύστημα είναι περιορισμένα. Τα μειονεκτήματα του διανεμητικού συστήματος μπορούν να αποφευχθούν με την εφαρμογή του κεφαλαιοποιητικού συστήματος. Τα χαρακτηριστικά τα οποία το διαφοροποιούν είναι τα εξής:

- η σύνταξη που θα λάβει κάποιος στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα δεν εξαρτάται από την αναλογία ασφαλισμένων/συνταξιούχων, αλλά αποκλειστικά από τις εισφορές που έχει καταβάλει σε αυτό.
- το κεφαλαιοποιητικό σύστημα είναι πλήρως ανταποδοτικό. Έτσι παρέχονται περισσότερα κίνητρα για αποφυγή της εισφοροδιαφυγής, αλλά και για εκούσια

καταβολή αυξημένων εισφορών, σε σχέση με τις υποχρεωτικές (για τα δεδομένα διανεμητικού συστήματος αυτό αντιστοιχεί στην αλλαγή ασφαλιστικής κατηγορίας).

Με λίγα λόγια, το κεφαλαιοποιητικό σύστημα οδηγεί με περισσότερες πιθανότητες στην καταβολή σύνταξης, και μάλιστα ανάλογης με τις καταβληθείσες εισφορές, σε σχέση με το διανεμητικό. Έτσι, εκπληρώνει σε μεγαλύτερο βαθμό τη βασική αποστολή του συνταξιοδοτικού συστήματος, που είναι η εξασφάλιση επαρκούς εισοδήματος στους ανθρώπους οι οποίοι λόγω ηλικίας, δεν θα είναι πλέον σε θέση να εργάζονται. Το σύστημα αυτό έχει δύο βασικά πλεονεκτήματα: είναι απολύτως ανταποδοτικό (καθώς η σύνταξη που θα λαμβάνει ο κάθε συνταξιούχος θα προέρχεται από το σύνολο της δικής του συνεισφοράς στο κεφάλαιο, αφαιρούμενης μόνο της αναλογίας του στα έξοδα διαχείρισής του) και δεν επηρεάζεται καθόλου από τη μεταβολή στην ηλικιακή σύνθεση του πληθυσμού και, ιδίως, την αναλογία συνταξιούχων - ασφαλισμένων. Εκτός από αυτά, εξασφαλίζει σημαντικά μεγαλύτερες συντάξεις. Το κεφάλαιο που αντιστοιχεί σε κάθε ασφαλισμένο αποτελεί πραγματικά περιουσία του και είναι κληρονομητέο. Υπάρχει συγκέντρωση τεράστιων κεφαλαίων και ακόμη και μια συντηρητική διαχείριση οδηγεί σε πολύ μεγάλες αποδόσεις. Επιπλέον, τα έξοδα διαχείρισης του κεφαλαίου είναι κατά πολύ μικρότερα από τα σημερινά έξοδα των ασφαλιστικών ταμείων.

Η περιγραφή του κεφαλαιοποιητικού συστήματος οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα προτερήματά του αντιμετωπίζουν τα αρνητικά στοιχεία του αναδιανεμητικού συστήματος. Ωστόσο, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κάποιες επιφυλάξεις οι οποίες συνδέονται με το γεγονός ότι είναι πολύ επιρρεπές στην οικονομική υγεία των χρηματοπιστωτικών αγορών της χώρας, την ύπαρξη κατάλληλων συμβούλων επενδύσεων κ.α. Οι εισφορές τοποθετούνται στην κεφαλαιαγορά και οι παροχές εξαρτώνται από τις αποδόσεις των τοποθετήσεων. Όμως οι κεφαλαιοποιημένες εισφορές μακροπρόθεσμα χαρακτηρίζονται από αβεβαιότητα και βασίζονται στην απόδοση των κεφαλαιαγορών. Αυτό αποτελεί ένα πολύ σοβαρό μειονέκτημα του κεφαλαιοποιητικού συστήματος. Βασικές προϋποθέσεις για την επιτυχία του είναι οι ενάρετη οικονομία και η σταθερή αγορά. Έτσι η πορεία του εξαρτάται από συγκυρίες που δεν ελέγχονται από την κοινωνία αλλά από την αγορά.

Μια άλλη σημαντική αδυναμία του κεφαλαιοποιητικού συστήματος είναι η προϋπόθεση της συνεχής απασχόλησης για να είναι εφικτή η τροφοδότηση του ατομικού συνταξιοδοτικού λογαριασμού. Στην πραγματικότητα όμως η απασχόληση είναι ελαστική, ασυνεχής με ποικίλα ωράρια και μισθούς και επομένως το κεφαλαιοποιητικό σύστημα ευνοεί τους εργαζόμενους οι οποίοι απολαμβάνουν μια σταθερή επαγγελματική σταδιοδρομία και υψηλούς μισθούς.

Είναι φανερό ότι κανένα από τα δύο συστήματα δεν προσφέρει απόλυτες εγγυήσεις απέναντι στις δημογραφικές και οικονομικές εξελίξεις. Για αυτό το λόγο σχεδόν ποτέ δεν χρησιμοποιούνται διαζευκτικά. Ίσως η καλύτερη λύση θα ήταν να συνδυάζονται και να αναζητείται μια βελτίωση αυτού του συνδυασμού. Η Ευρωπαϊκή Ένωση, στο πλαίσιο της Ανακοίνωσης της Επιτροπής για μια συντονισμένη στρατηγική για τον εκσυγχρονισμό της κοινωνικής προστασίας (COM, 1999, 347 τελικό), ενθαρρύνει την εξεύρεση μιας σωστής ισορροπίας μεταξύ κεφαλαιοποιητικών και διανεμητικών συστημάτων, προκειμένου τα συνταξιοδοτικά συστήματα να καταστούν βιώσιμα. Στην Ευρώπη, τα δημόσια (εκ του νόμου) συστήματα είναι διανεμητικά (πρώτος πυλώνας), ενώ κεφαλαιοποιητικά στοιχεία απαντώνται στα συμπληρωματικά ή συμβατικά (σε επίπεδο επιχείρησης) συστήματα (δεύτερος πυλώνας).

4. ΤΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΔΙΕΘΝΩΣ

Στις περισσότερες χώρες το συνταξιοδοτικό σύστημα χαρακτηρίζεται από ισχυρή δημόσια συνιστώσα, πρώτος πυλώνας συνταξιοδοτικού συστήματος και χρηματοδοτούνται από τον κρατικό προϋπολογισμό. Μόνο στις χώρες Αγγλία, Δανία και Ολλανδία συνυπάρχουν ο δεύτερος και ο τρίτος πυλώνας, δηλαδή ιδιωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα συμφωνημένα μεταξύ εργαζομένων και εργοδοτών.

4.1. Συνταξιοδοτικά συστήματα των Ευρωπαϊκών χωρών

4.1.1. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Αυστρίας

Το αυστριακό συνταξιοδοτικό σύστημα είναι διαρθρωμένο στους τρεις πυλώνες ασφάλισης. Στον πρώτο πυλώνα καλύπτεται το 94% του πληθυσμού, στον δεύτερο το 3% και το υπόλοιπο 3% στον τρίτο πυλώνα.

Ο πρώτος πυλώνας είναι διαρθρωμένος κατά το κλασσικό σύστημα Bismark: οργάνωση της κοινωνικής ασφάλισης ανάλογα με το επάγγελμα. Το δημόσιο σύστημα στηρίζεται σε αναδιανεμητική βάση και διέπεται από την αρχή της υποχρεωτικότητας και της καθολικότητας.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία διοικούνται από Διοικητικά Συμβούλια, τα μέλη των οποίων ορίζονται από τις Συνδικαλιστικές Οργανώσεις και τα Επιμελητήρια. Ο Πρόεδρος – Διοικητής εκλέγεται από τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου. Το Κράτος ασκεί εποπτεία μέσω δύο Κυβερνητικών Επιτρόπων, οι οποίοι είναι υπάλληλοι με αυξημένα προσόντα τυπικά και ουσιαστικά και προέρχονται από το Υπουργείο Κοινωνικής Ασφάλισης και το Υπουργείο Οικονομικών. Οι Κυβερνητικοί Επίτροποι έχουν δικαίωμα άσκησης veto σε αποφάσεις που είναι αντίθετες με την Κυβερνητική Πολιτική ή σε θέματα νομιμότητας. Η Κυβέρνηση καθορίζει μόνο τον αριθμό των μελών καθώς και τη θητεία τους.

Οι πηγές χρηματοδότησης του συνταξιοδοτικού συστήματος είναι οι ατομικές εισφορές και η επιχορήγηση του κράτους για την κάλυψη των ελλειμμάτων. Τα τελευταία δέκα χρόνια εμφανίζεται η επιχορήγηση του κράτους να έχει ανέλθει στο 29,8% των συνταξιοδοτικών δαπανών ή 2,8% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με μελέτες (Ομοσπονδιακό Υπουργείο Κοινωνικών Ασφαλίσεων και Γενεών, 1997), εάν το σύστημα συνεχίζει να παραμένει αμετάβλητο, η κρατική επιχορήγηση θα συνεχίζει να αυξάνεται και θα ανέλθει πιθανότατα στο 39,8% των συνταξιοδοτικών δαπανών ή στο 6,1% του ΑΕΠ μέχρι το έτος 2030. Τα μέτρα της επικείμενης μεταρρύθμισης αποσκοπούν να μειώσουν αυτή την αύξηση ούτως ώστε η κρατική επιχορήγηση για το 2030 πιθανόν να αυξηθεί μόνο στο 39,2% της συνταξιοδοτικής δαπάνης ή στο 6,58% του ΑΕΠ. Επένδυση αποθεματικών δεν νοείται στο Αυστριακό σύστημα, αφού είναι ελλειμματικό και το Κράτος καλύπτει το έλλειμμα για συντάξεις.

Ο δεύτερος πυλώνας έχει διαδραματίσει παραδοσιακά δευτερεύοντα ρόλο στις κοινωνικές ασφαλίσεις στην Αυστρία. Το νομικό πλαίσιο για την επαγγελματική ασφάλιση δημιουργήθηκε το 1990 με τα χαρακτηριστικά της προαιρετικής της ασφάλισης. Από το 2002 θεσμοθετήθηκε η υποχρέωση του εργοδότη (καταβολή εισφοράς σε ποσοστό 1,35% στο σύνολο των αποδοχών του εργαζόμενου) να ασφαλίζει τον εργαζόμενο σε επαγγελματικά ταμεία, τα οποία μπορούν να ιδρύουν και οι ίδιοι οι εργαζόμενοι. Οι εισφορές αυτές καταβάλλονται στο φορέα διαχείρισης, που μπορεί να

είναι Τράπεζες ή Ασφαλιστικές Εταιρείες. Τα προγράμματα κάθε επαγγελματικού ταμείου από 1/4/2003 ελέγχονται από την αναλογιστική αρχή της οποίας αντικείμενο είναι:

- Η φερεγγυότητα των τραπεζών.
- Η φερεγγυότητα των ασφαλιστικών εταιρειών.
- Η βιωσιμότητα των φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης.
- Η βιωσιμότητα των επαγγελματικών Ταμείων.

Ο τρίτος πυλώνας η ιδιωτική ασφάλιση επαφίεται στη διακριτική ευχέρεια του ατόμου. Στα πλαίσια των φορολογικών μεταρρυθμίσεων που έγιναν το 2000, δημιουργήθηκε ένα ειδικό ανταποδοτικό πρόγραμμα για την παροχή ιδιωτικής ασφάλισης. Το πρόγραμμα περιλαμβάνει:

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

4.1.2. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Γαλλίας

Το γαλλικό συνταξιοδοτικό σύστημα, το οποίο βασίζεται στην αλληλεγγύη, καλύπτει 85% του πληθυσμού και αποτελείται από τέσσερις μεγάλους οργανισμούς. Ένας άλλος Οργανισμός διαχειρίζεται τα Οικονομικά και τα αποθεματικά όλου του συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης στην Γαλλία. Λειτουργεί με την μορφή Τράπεζας με τους Προϋπολογισμούς των επιμέρους Οργανισμών χωριστά από τον Κρατικό Προϋπολογισμό. Το Γαλλικό σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης περιλαμβάνει τρεις πυλώνες:

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

Οι δύο πρώτοι πυλώνες είναι υποχρεωτικοί, ενώ ο τρίτος προαιρετικός. Οι εργαζόμενοι στον ιδιωτικό τομέα και οι εργοδότες τους συνεισφέρουν σε ένα σύστημα συντάξεων δύο πυλώνων. Η επικουρική ασφάλιση στη Γαλλία είναι υποχρεωτική και καλύπτει όλους τους εργαζομένους. Υπάρχουν πολλοί φορείς επικουρικής ασφάλισης, οι οποίοι οργανώνονται αφενός σύμφωνα με το καθεστώς που ισχύει για την ασφάλιση των στελεχών και αφετέρου με το καθεστώς ασφάλισης που ισχύει για τους εργάτες. Η διαχείριση των φορέων αυτών γίνεται από τους Κοινωνικούς εταίρους.

Εκτός από την υποχρεωτική επικουρική ασφάλιση υπάρχει και καθεστώς ασφάλισης σε προαιρετική βάση η υπερσυμπληρωματική, σε επίπεδο επιχείρησης ή ομάδας εργαζομένων, του οποίου η διαχείριση είτε είναι αυτόνομη, είτε έχει ανατεθεί σε ασφαλιστικές εταιρίες. Η ασφάλιση αυτή αφορά κυρίως μικρό αριθμό εργαζομένων του ιδιωτικού τομέα και τόσο οι εισφορές όσο και οι παρεχόμενες συντάξεις και τα επιδόματα είναι σε χαμηλότερη βάση σε σχέση με την υποχρεωτική επικουρική ασφάλιση.

Το Γαλλικό Κράτος διορίζει τις διοικήσεις των Οργανισμών του συστήματος. Οι διοικήσεις έχουν αρμοδιότητα μόνο για τα λειτουργικά έξοδα των Οργανισμών. Η Οικονομική πολιτική και λειτουργία καθορίζεται από την Κυβέρνηση και ασκείται από τα Δ.Σ. των Οργανισμών αυτών. Το Κράτος κάθε χρόνο μέσω της Επιτροπής Commition De Conte, παρακολουθεί και καταγράφει τα Οικονομικά του συστήματος και δίνει την εικόνα των οικονομικών όλου του συστήματος γενικά, για περαιτέρω αξιολόγηση και λήψη των αναγκαίων μέτρων για την λειτουργία του.

Το έτος 1997 καταγράφηκε αξιόλογο έλλειμμα στο σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης στη Γαλλία και τότε το Κράτος δημιούργησε ένα χρηματοδοτικό Οργανισμό ο οποίος εξαγόρασε το έλλειμμα, διαχειρίστηκε το σύστημα επενδύοντας χρήματα και κατέληξε να αποδώσει κέρδη στους Οργανισμούς Κοινωνικής Ασφάλισης.

Τα τελευταία τρία χρόνια υπάρχει σε κεντρικό επίπεδο αναλογιστική εποπτεία των Ταμείων και για το σκοπό αυτό δημιουργήθηκε το Εθνικό Συμβούλιο Προσανατολισμού για τις συντάξεις. Τα προηγούμενα χρόνια η αναλογιστική εποπτεία των Ταμείων γινόταν από διευθύνσεις των αρμόδιων υπουργείων για κάθε ταμείο.

Σκοπός του Εθνικού Συμβουλίου Προσανατολισμού είναι να λάβει υπόψη του όλες εκείνες τις παραμέτρους και μεθόδους για ένα καθαρά διανεμητικό σύστημα.

Τα Ταμεία σήμερα δεν παρουσιάζουν έλλειμμα για τις συντάξεις. Επίσης, δεν έχουν αποθεματικά. Οι αναλογιστικές μελέτες γίνονται αφενός μεν με σκοπό να προβλέψουν την μελλοντική οικονομική κατάσταση των ταμείων αφετέρου δε για να οριστούν οι προϋποθέσεις εκείνες για την ίδρυση ενός Αποθεματικού Ταμείου για όλα τα Ταμεία έως το 2020.

4.1.3. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Γερμανίας

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Γερμανίας μοιάζει αρκετά με αυτό της Γαλλίας. Είναι διαρθρωμένο στους τρεις πυλώνες. Στον πρώτο πυλώνα καλύπτεται 82% του πληθυσμού. Πηγή χρηματοδότησης είναι οι εισφορές των εργαζομένων και των εργοδοτών. Ο κρατικός προϋπολογισμός συνεισφέρει σημαντικά ποσά, σε ποσοστό 36% περίπου στις δαπάνες των ταμείων συντάξεων καλύπτοντας τα ελλείμματα που προέρχονται από την ασκούμενη κοινωνική πολιτική (π.χ. επιδόματα ασφαλισμένων απασχολούμενων στα πρώην ανατολικά κράτη, αναγνώριση χρόνου ανατροφής παιδιών, οικογενειακά επιδόματα κ.λ.π.).

Ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει τις συμπληρωματικές συντάξεις ανά επιχείρηση. Στις μεγάλες επιχειρήσεις ή κλάδους επιχειρήσεων που απασχολούν πάνω από 5000 άτομα προσωπικό ασφαλίζεται σχεδόν το 90% των εργαζομένων. Προβλέπονται πέντε συστήματα ασφάλισης από τα οποία επιλέγει ο εργοδότης. Όλα στηρίζονται στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα. Οι εισφορές καταβάλλονται κυρίως από τον εργοδότη.

Ο τρίτος πυλώνας συνίσταται σε συνταξιοδοτικά προγράμματα σε ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες. Το κράτος παροτρύνει τη συμμετοχή των εργαζομένων σ’ αυτά με παροχή κινήτρων (φοροαπαλλαγές).

Τα ασφαλιστικά ταμεία των μισθωτών στη Γερμανία είναι αυτοδιοικούμενα από τους κοινωνικούς εταίρους. Τα διοικητικά συμβούλια των ταμείων απαρτίζονται από ίσο αριθμό εκπροσώπων των ασφαλισμένων και των εργοδοτών οι οποίοι εκλέγονται από τους ίδιους για 5 χρόνια. Το Υπουργείο Υγείας και Κοινωνικής Προστασίας εποπτεύει τους φορείς συντάξεων. Το

Υπουργείο Οικονομικών και Εργασίας εποπτεύει τα επαγγελματικά ταμεία των επιχειρήσεων και τα ταμεία των ελευθέρων επαγγελματιών. Τα ταμεία συντάξεων δεν διαθέτουν αποθεματικά. Τα κεφάλαια των συμπληρωματικών / επιχειρησιακών συντάξεων και κυρίως του συστήματος που χρηματοδοτείται από εισφορές του εργοδότη και του εργαζόμενου έχουν επενδυτικούς περιορισμούς. Όσον αφορά την τοποθέτηση στην ίδια την επιχείρηση η επένδυση περιορίζεται στο 10% των κεφαλαίων. Λαμβάνοντας υπόψη τις δημογραφικές εξελίξεις η Ομοσπονδιακή Κυβέρνηση προέβη τα τελευταία χρόνια σε επανειλημμένες τροποποιήσεις του συστήματος συντάξεων με σκοπό την αλληλεγγύη των γενεών, τη σταθερότητα των εισφορών και την εξασφάλιση ικανοποιητικών συντάξεων.

4.1.4. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Δανίας

Το συνταξιοδοτικό σύστημα στην Δανία αποτελείται από τους τρεις πυλώνες. Το δημόσιο συνταξιοδοτικό σύστημα (πρώτος πυλώνας) χορηγεί δύο είδη συντάξεων: δημόσια η οποία χρηματοδοτείται στο σύνολό της από τη φορολογία και κρατική επικουρική σύνταξη. Αυτό που το ξεχωρίζει από τα δημόσια συστήματα άλλων χωρών είναι ότι λειτουργεί σε ανταποδοτική βάση με στοιχεία αναδιανομής.

Τα επαγγελματικά ταμεία (δεύτερος πυλώνας) έχουν ως στόχο την εξασφάλιση μεγαλύτερου ποσοστού ανταπόδοσης μετά την αποχώρηση από την εργασία. Η ασφάλιση είναι υποχρεωτική για όλους τους εργαζόμενους της εταιρείας ή του κλάδου.

Οι ιδιωτικές συντάξεις (τρίτος πυλώνας) αντιπροσωπεύονται από συνταξιοδοτικά σχήματα που λειτουργούν σε Τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες. Ο ρόλος αυτών των σχημάτων είναι να εξασφαλίζουν σύνταξη κυρίως σε εργαζόμενους που δεν είναι ασφαλισμένοι σε επαγγελματικά ταμεία ή σε όσους επιδιώκουν μεγαλύτερη αναπλήρωση του εισοδήματος τους. Παράλληλα, θεωρείται ότι δημιουργούν ευελιξία στη συνταξιοδοτική προστασία.

Όλες οι ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες και τα επαγγελματικά ταμεία πρέπει να πάρουν την έγκριση της Ανώτατης Εποπτεύουσας Οικονομικής Αρχής προκειμένου να ιδρυθούν και να ξεκινήσουν τη λειτουργία τους. Το κράτος έχει θεσπίσει ειδικούς κανόνες και έχει επιβάλλει πολλούς φραγμούς στις υποχρεώσεις τους ώστε να είναι σε θέση κάθε στιγμή να εγγυώνται τις συντάξεις στους ασφαλισμένους τους. Οι περιορισμοί αφορούν το δημιουργημένο κεφάλαιο, την επένδυση των αποθεματικών τους, την πρόσληψη εξειδικευμένου προσωπικού στη διοίκηση και τα οικονομικά, τη σύναξη αναλογιστικών μελετών με συγκεκριμένους δείκτες και μαθηματικούς τύπους κ.α.

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Δανίας φαίνεται να είναι οικονομικά βιώσιμο σε μακροχρόνια βάση μετά τις αλλαγές που έγιναν τις τελευταίες δεκαετίες και αρκετά δίκαιο ως προς την κατανομή βαρών μεταξύ των γενεών. Δεν προγραμματίζονται ουσιαστικές παρεμβάσεις για τα επόμενα χρόνια.

4.1.5. Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Ηνωμένου Βασιλείου

Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Ηνωμένου Βασιλείου βασίζεται στους τρεις πυλώνες. Η κρατικές συντάξεις (πρώτος πυλώνας) είναι ανταποδοτικού και αναδιανεμητικού χαρακτήρα παροχή και χρηματοδοτείται από τις εισφορές των εργαζομένων, των εργοδοτών και την γενική φορολογία. Η συμμετοχή των εργοδοτών και των εργαζομένων στα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα

(δεύτερος πυλώνας) δεν είναι υποχρεωτική. Ωστόσο, περίπου το μισό εργατικό δυναμικό έχει δικαιώματα σε επαγγελματικά συστήματα. Σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία, αφήνεται εξολοκλήρου στον εργοδότη να αποφασίσει για την δημιουργία του επαγγελματικού σχήματος, για τον τρόπο και το ύψος των εισφορών και για το είδος των παροχών. Το καθεστώς των προσωπικών συντάξεων (τρίτος πυλώνας) έχει πολύ περιορισμένη σημασία: περιλαμβάνει μόνο 12% των εργαζομένων. Ωστόσο, το Ηνωμένο Βασίλειο ευνοεί τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα ωθώντας τους εργαζόμενους στην αποταμίευση με δική τους μέριμνα. Το Ηνωμένο Βασίλειο διαθέτει αρκετές θεσμοθετημένες αρχές ρύθμισης και ελέγχου του ασφαλιστικού συστήματος και ενημέρωσης και προστασίας του ασφαλισμένου. Η σχέση της εν λόγω υπηρεσίας με το ασφαλιστικό σύστημα έγκειται στο ακόλουθο: εποπτεύει την σωστή λειτουργία των ασφαλιστικών εταιρειών που αναλαμβάνουν να επενδύσουν τα κεφάλαια των ασφαλισμένων που υπάγονται σε οποιοδήποτε καθεστώς ιδιωτικής ασφάλισης.

4.1.6. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ιρλανδίας

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ιρλανδίας αντιπροσωπεύεται και από τους τρεις πυλώνες με μεγαλύτερη βαρύτητα του πρώτου στον οποίο η συμμετοχή είναι υποχρεωτική και του δεύτερου όπου οι εργαζόμενοι συμμετέχουν προαιρετικά. Οι δημόσιες δαπάνες για συντάξεις προβλέπεται να αυξηθούν από το 4,5% του ΑΕΠ στο 9% του ΑΕΠ μέχρι το έτος 2056. Ο θεσμός των Επαγγελματικών Ταμείων υπάρχει στην Ιρλανδία από την εποχή των Βρετανών. Λόγω των σχετικά χαμηλών συντάξεων η πλειοψηφία των εργαζομένων έχει ανάγκη συμπλήρωσης του εισοδήματος από σύνταξη και για αυτό καταφεύγει στα Επαγγελματικά Ταμεία. Σήμερα μετέχει σε επαγγελματικό ταμείο το 50% των εργαζόμενων, στόχος όμως είναι να φτάσει το ποσοστό των 70%. Υπάρχει Εποπτικό Συμβούλιο Συντάξεων που επιθεωρεί όλα τα Ταμεία. Σε περίπτωση οικονομικού προβλήματος υπάρχει διασφάλιση για το μέλλον από το συσταθέν Εθνικό Ταμείο Αποθεματικού Κεφαλαίου το οποίο αναλαμβάνει την κάλυψη των τυχόν ελλειμμάτων. Το 65-70% των επενδύσεων γίνεται σε τίτλους χρηματιστηρίου. Κίνητρο για ασφάλιση σε επαγγελματικό ταμείο αποτελεί η απαλλαγή των ασφαλιστικών εισφορών από το φόρο.

4.1.7. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ισπανίας

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ισπανίας δεν διαφέρει σημαντικά από αυτά των προηγουμένως αναφερόμενων ευρωπαϊκών χωρών. Έχουν παρουσία και οι τρεις πυλώνες με σημαντικότερο τον πρώτο και οι άλλοι δύο λειτουργούν συμπληρωματικά (προαιρετική συμμετοχή των εργαζομένων).

4.1.8. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ιταλίας

Ο πρώτος πυλώνας καλύπτει το 100% του εγγεγραμμένου απασχολούμενου πληθυσμού στην Ιταλία. Η Ιταλία δεν είχε παράδοση όσον αφορά τον δεύτερο και τον τρίτο πυλώνα ασφάλισης συγκριτικά με ευρωπαϊκές χώρες, όπως η Αγγλία ή η Ολλανδία. Το ποσοστό εισφοράς του πρώτου πυλώνα που έφτανε το 33% σε συνδυασμό με τις γενναιόδωρες συνταξιοδοτικές παροχές που πρόσφερε το κράτος δεν άφηνε πολλά περιθώρια συνεισφοράς οικονομικών πόρων και για το

δεύτερο πυλώνα. Με μεταρρυθμίσεις που ξεκινούν τη δεκαετία του '90 ενθαρρύνεται η δημιουργία δομών του δευτέρου και του τρίτου πυλώνα έτσι ώστε σήμερα παρέχουν ασφάλιση σε περίπου 10% του ενεργού πληθυσμού. Οι επενδυτικές δραστηριότητες διεκπεραιώνονται από οικονομικούς διαμεσολαβητές και διάφορα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, ασφαλιστικές εταιρείες και εταιρείες επενδύσεων. Επιτρέπονται οι επενδύσεις σε μετοχές εταιρειών μέχρι το 35% του κεφαλαίου τους. Όσον αφορά τα κυβερνητικά και εταιρικά ομόλογα δεν υπάρχει στην νομοθεσία κάποιος συγκεκριμένος περιορισμός του ποσού επένδυσης, που μπορεί να πραγματοποιηθεί. Για τα Αμοιβαία Κεφάλαια (Α/Κ) υπάρχει ο περιορισμός της επένδυσης μέχρι του 35% των αποθεματικών, για τα προϊόντα real estate 40%, για τα εγγυημένα δάνεια 20%, για τους τραπεζικούς λογαριασμούς μέχρι 15% και για επενδύσεις στην αγορά συναλλάγματος μέχρι το 20%.

4.1.9. Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Λουξεμβούργου

Το δημόσιο συνταξιοδοτικό σύστημα (πρώτος πυλώνας) είναι υποχρεωτικό για όλους τους εργαζόμενους. Χρηματοδοτείται από τρεις πηγές με την ίδια βαρύτητα - κράτος, εργοδότες και εργαζόμενοι.

Ο δεύτερος πυλώνας καθιερώθηκε με τον νόμο του 1999 με τον οποίο εισήχθη ένα νέο νομοθετικό πλαίσιο στα συμπληρωματικά συνταξιοδοτικά συστήματα οργανωμένα από τις επιχειρήσεις για το σύνολο των εργαζομένων τους. Κάθε επιχείρηση είναι ελεύθερη, στα πλαίσια πάντα των διατάξεων του Νόμου, να ιδρύει συμπληρωματικά συστήματα συνταξιοδότησης, να καθορίζει την οργάνωσή τους, τις προϋποθέσεις υπαγωγής, τη χρηματοδότηση, το επίπεδο παροχών, τους τρόπους χορήγησης τους κλπ. Ο νόμος καθορίζει τα δικαιώματα των ασφαλισμένων σε περίπτωση μετακίνησής τους και σε περίπτωση αφερεγγυότητας της επιχείρησης. Δύνανται να χρηματοδοτούνται είτε με βάσει το κεφαλαιοποιητικό σύστημα είτε με βάσει το διανεμητικό σύστημα. Η διαχείρισή τους κατά κανόνα ανατίθεται στον ιδιωτικό τομέα. Σε σύνολο 12730 επιχειρήσεων, στις 683 προβλέπεται συμπληρωματική ασφάλιση ήτοι ποσοστό 5,36%. Ο νόμος αναφέρει επίσης ότι η υπαγωγή στο συμπληρωματικό σύστημα συνταξιοδότησης είναι υποχρεωτική για κάθε νέο μισθωτό μετά τη ψήφιση του νόμου για τα συμπληρωματικά συστήματα συνταξιοδότησης. Αρμόδια Αρχή Ελέγχου των συμπληρωματικών συστημάτων συνταξιοδότησης είναι η Γενική Επιθεώρηση Κοινωνικής Ασφάλισης.

Ο τρίτος πυλώνας αποτελείται από ατομικά συνταξιοδοτικά προγράμματα χρηματοδοτούμενα με βάσει το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, προσφερόμενα από ιδιωτικές ασφαλιστικές εταιρείες, τράπεζες και άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς του ιδιωτικού τομέα.

4.1.10. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ολλανδίας

Η ασφάλιση όλων των ολλανδών στο δημόσιο συνταξιοδοτικό σύστημα (πρώτος πυλώνας) είναι υποχρεωτική. Η χρηματοδότηση του συστήματος βασίζεται στις εργοδοτικές εισφορές οι οποίες κυμαίνονται ανάλογα με την οικονομική συγκυρία με ανώτατο όριο 18,25% των εισφορών. Ελλείμματα στον προϋπολογισμό καλύπτονται μέσω κρατικής επιχορήγησης.

Τα επαγγελματικά ταμεία (δεύτερος πυλώνας) υπόκεινται σε συλλογικές διαπραγματεύσεις ανάμεσα στους κοινωνικούς εταίρους (εργαζόμενους και εργοδότες). Δεν υπάρχει γενική

νομοθετημένη υποχρέωση για τους εργοδότες να δημιουργήσουν επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα. Ωστόσο, εφόσον υπάρξουν κάποιες δεσμεύσεις για παροχή σύνταξης, αυτές πρέπει να τηρηθούν. Οι επαγγελματικές συντάξεις χρηματοδοτούνται στη βάση του κεφαλαιοποιητικού συστήματος. Οι εισφορές πρέπει να τοποθετούνται εκτός της επιχείρησης. Αυτό γίνεται μέσω συμφωνίας με μια ασφαλιστική εταιρεία (άμεση ασφάλιση), με την ίδρυση ενός επιχειρησιακού συνταξιοδοτικού ταμείου ή με την προσχώρηση σε ένα κλαδικό συνταξιοδοτικό ταμείο (σε επίπεδο βιομηχανίας). Η συντριπτική πλειοψηφία των εργαζομένων στην Ολλανδία (91%) συμμετέχει σε κάποιο επαγγελματικό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα.

Στην Ολλανδία ως τρίτος πυλώνας λειτουργεί η ιδιωτική ασφάλιση.

4.1.11. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Πορτογαλίας

Ο πρώτος πυλώνας αποτελείται από ένα γενικό πρόγραμμα το οποίο είναι υποχρεωτικό για όλους και χρηματοδοτείται από τις εισφορές των εργαζομένων, των εργοδοτών και των αυτοαπασχολούμενων.

Ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει επαγγελματικά προγράμματα και αυτά που ορίζονται από τον νόμο είναι υποχρεωτικά και αποσκοπούν στην καταβολή επιδομάτων που προορίζονται να συμπληρώσουν τα επιδόματα που παρέχει το δημόσιο σύστημα.

Όσον αφορά τον τρίτο πυλώνα, οι παροχές μπορούν να λάβουν διάφορες μορφές όπως ασφαλιστήρια ζωής ή εθελούσια συμμετοχή σε συνταξιοδοτικά ταμεία.

4.1.12. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Σουηδίας

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Σουηδίας βασίζεται και στους τρεις πυλώνες. Καινούριο στοιχείο για το διανεμητικό σύστημα είναι η δημιουργία ενός αποθεματικού για την αντιμετώπιση των δημογραφικών αλλαγών και της υπογεννητικότητας και γενικώς κάθε κινδύνου που έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του εργαζόμενου πληθυσμού. Το αποθεματικό αυτό ανέρχεται σε ποσό ίσο με τις καταβαλλόμενες συντάξεις για μια περίοδο 5,5 χρονών. Η συμμετοχή των πολιτών σε κεφαλαιοποιητικό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα (δεύτερος πυλώνας) είναι υποχρεωτική. Οι εισφορές κυμαίνονται από 2 έως 4,5% των αποδοχών. Τα κεφάλαια συγκεντρώνονται από αρμόδιο κρατικό ίδρυμα, ενώ οι επενδύσεις πραγματοποιούνται από ειδικά εξουσιοδοτημένους επενδυτές που είναι ιδιωτικές εταιρίες ή κρατικοί οργανισμοί. Η ιδιωτική ασφάλιση (τρίτος πυλώνας) είναι αρκετά δημοφιλής στην Σουηδία και αναπτύσσεται με γοργούς ρυθμούς.

4.1.13. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Φιλανδίας

Η δομή του φιλανδικού συνταξιοδοτικού συστήματος αποτελείται από τους τρεις πυλώνες. Η μεγαλύτερη πλειοψηφία των κατοίκων υπάγεται υποχρεωτικά στα κρατικά συστήματα του πρώτου πυλώνα. Ο δεύτερος πυλώνας περιέχει τις προαιρετικές συμπληρωματικές συντάξεις. Είναι ένα μικρό μέρος του συστήματος και αφορά συμφωνίες μεταξύ εργοδοτών και εργαζομένων. Το 20% των εργαζομένων καλύπτεται από αυτή την κατηγορία και οι εισφορές πληρώνονται από τους εργοδότες. Στον τρίτο πυλώνα (ιδιωτική ασφάλιση) ανήκει μόνο το 12% αλλά η τάση είναι διαρκώς αυξητική.

4.1.14. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ελλάδας

Το ελληνικό συνταξιοδοτικό σύστημα έχει τα χαρακτηριστικά του μοντέλου των νοτιοευρωπαϊκών χωρών. Ειδικότερα, στην πλειοψηφία τους οι συνταξιοδοτικοί φορείς εφαρμόζουν το διανεμητικό σύστημα, στο οποίο οι συνταξιοδοτικές παροχές συνδέονται άμεσα με την απασχόληση και το ύψος των αποδοχών των εργαζομένων σύμφωνα με το μοντέλο κοινωνικής ασφάλισης Bismark. Οι παρεχόμενες συντάξεις είναι αναλογικές, δηλαδή υπολογίζονται ως ποσοστό του μισθού. Το ελληνικό συνταξιοδοτικό σύστημα ως στατικά διανεμητικό απειλείται από ανατροπή της ισορροπίας της αναλογίας εργαζομένων και συνταξιούχων, λόγω της δημογραφικής γήρανσης, με αποτέλεσμα οι δαπάνες για τις συντάξεις να ξεπερνούν κατά πολύ τις καταβληθείσες εισφορές. Εξαιτίας αυτού όπως και σειράς άλλων προβλημάτων (κατάθεση των ετήσιων κεφαλαιακών πλεονασμάτων στην Τράπεζα της Ελλάδας σύμφωνα με τον νόμο 1611/1950, δομικός κατακερματισμός, η εισροή δικαιούχων ομάδων χωρίς καταβεβλημένες εισφορές, η ηλικία συνταξιοδότησης των εργαζομένων, η έντονη εισφοροδιαφυγή, η ανεργία) επιβλήθηκε η μεταρρύθμιση του συνταξιοδοτικού συστήματος και με τον τελευταίο ασφαλιστικό νόμο 3029/2002 προωθήθηκαν κάποιες αλλαγές οι οποίες αποσκοπούν στην προς τη μετάβαση προς ένα πυλωνικό σύστημα με τη δημιουργία του δεύτερου πυλώνα της επαγγελματικής ασφάλισης. Τα περιουσιακά στοιχεία των συνταξιοδοτικών ταμείων αποτελούν 9% του ΑΕΠ και είναι από τα χαμηλότερα ανάμεσα στις χώρες του ΟΟΣΑ.

Στον πίνακα 1 παρουσιάζεται η οικονομική εικόνα των ελληνικών ταμείων τον Νοέμβριο του 2008 συγκριτικά με τα δεδομένα για το 2003. Παρατηρούμε μείωση της περιουσίας των ταμείων κατά υψηλό ποσοστό. Η εισφοροδιαφυγή έχει αυξηθεί κατά 180% και αυτό αποτελεί ένας από τους λόγους για τη μείωση των περιουσιακών στοιχείων. Εξίσου μεγάλες (80%) είναι οι απώλειες των αποθεματικών που είναι επενδεδυμένα σε μετοχές (πίνακας 2). Η συντριπτική πλειοψηφία των μετοχών είναι τραπεζικές μετοχές η τιμή των οποίων έχει υποστεί καθίζηση. Σημαντικές απώλειες καταγράφουν και τα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων κάτω του 30% ενώ τα δομημένα ομόλογα τα οποία διατηρούν τα ταμεία στα χαρτοφυλάκια τους εμφανίζουν απώλειες της τάξεως του 40%.

Πίνακας 1. *Η εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών των Ταμείων.*

ΕΤΗ	*2003*	*2008*	*ΔΙΑΦΟΡΑ 2003-2008*
ΙΚΑ	Ετήσιο πλεόνασμα 1,36 δισ. ευρώ	Ετήσιο έλλειμμα 1,5 δισ. ευρώ	Απώλεια 2,85 δισ. ευρώ
ΟΑΕΕ (ΤΕΒΕ,ΤΣΑ,ΤΑΕ)	Ετήσιο έλλειμμα 35 εκατ. ευρώ	Ετήσιο έλλειμμα 600 εκατ ευρώ	1.614%
Κλάδοι υγείας Ταμείων (ΙΚΑ, ΟΓΑ, ΟΑΕΕ, ΟΠΑΔ)	Ετήσιο έλλειμμα 540 εκατ. ευρώ	Ετήσιο έλλειμμα 3,1 δισ. ευρώ	474%
Ετήσια δαπάνη φαρμακευτικής περίθαλψης	1,75 δισ. ευρώ	3,85 δισ. ευρώ	120%
Οφειλές Δημοσίου προς τα ταμεία (πλην ΟΠΑΔ)	2,7 δισ. ευρώ	11 δισ. ευρώ	307%
Οφειλές Ταμείων προς νοσοκομεία	580 εκατ. ευρώ	3 δισ. ευρώ	417%

(περιλαμβάνονται στο χρέος του Δημοσίου προς τα Ταμεία αφού αφορούσε τον ΟΓΑ)			
Εισφοροδιαφυγή	2,5 δισ. ευρώ	7 δισ. ευρώ	180%
Περιουσία Ταμείων	Μέση ετήσια αύξηση 40,7%	Μέση ετήσια αύξηση 1,1%	

Πηγή: *Εφημερίδα «ΤΟ ΒΗΜΑ» 22-2-2009.*

Πίνακας 2. *Συνολικές τοποθετήσεις κεφαλαίων εννέα ταμείων* σε μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια.*

ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΙΣ ΤΑΜΕΙΩΝ (σε εκατ. Ευρώ)		*ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2007*	*ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2009*
Μετοχές		4920	1080
Αμοιβαία κεφάλαια	Μερίδια αμοιβαίων	1415	962,2 περίπου
	Δομημένα ομόλογα	730	425

Πηγή: *Εφημερίδα «ΤΟ ΒΗΜΑ» 22-2-2009.*
**Πρόκειται για τα Ταμεία (ΙΚΑ, ΟΓΑ, ΟΑΕΕ, ΤΣΜΕΔΕ, ΤΣΑΥ, ΤΕΑΔΥ, Ταμείο Αρωγής ΟΤΕ, Επικουρικό Εθνικής Τράπεζας και Κύριας σύνταξης Εθνικής Τράπεζας).*

4.1.15. Το συνταξιοδοτικό σύστημα των πρώην σοσιαλιστικών χωρών της Ευρώπης

Την τελευταία δεκαετία εφαρμόστηκαν συνταξιοδοτικές μεταρρυθμίσεις σε πολλές πρώην σοσιαλιστικές χώρες οδηγώντας τα συνταξιοδοτικά καθεστώτα σε μια δομή συμπληρωματικών πυλώνων. Οι αλλαγές αφορούν εκτός από τη δομή του συνταξιοδοτικού συστήματος, τη διάκριση μεταξύ δημόσιων και ιδιωτικών συνταξιοδοτικών συστημάτων, υποχρεωτικών και εθελοντικών σχεδίων και καθορισμένης παροχής και καθορισμένης προσφοράς.

Οι χώρες που μεταρρυθμίζουν πλήρως τον πρώτο πυλώνα δε τον καταργούν αλλά τον περιορίζουν. Πέντε από τις πρώην σοσιαλιστικές χώρες (Ουγγαρία, Πολωνία, Λετονία, Εσθονία και Βουλγαρία) αποφάσισαν να εφαρμόσουν υποχρεωτικό δεύτερο πυλώνα και άλλες δύο (Λιθουανία, Ρουμανία) είναι σε στάδιο προετοιμασίας. Η γενικότερη τάση στις υπό μεταρρύθμιση χώρες είναι να βελτιωθεί η οικονομική κατάσταση των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων. Αναφορικά με το δημογραφικό πρόβλημα, αυτές οι χώρες δεν αντιμετωπίζουν το μέγεθος της απειλής σε σχέση με τις υπόλοιπες ευρωπαϊκές χώρες. Το κρίσιμο πρόβλημα όμως είναι η μετανάστευση όπως και η επίδραση της διεθνούς κινητικότητας εργατικού δυναμικού (νόμιμα ή παράνομα) στην ασφάλεια γήρατος.

4.2. Το συνταξιοδοτικό σύστημα των ΗΠΑ

Χάρη στο υψηλό ποσοστό των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων το συνταξιοδοτικό σύστημα των ΗΠΑ είναι εφοπλισμένο καλά για τις δημογραφικές αλλαγές. Βασίζεται στους τρεις πυλώνες. Οι δημόσιες δαπάνες για τους συνταξιοδοτικούς λογαριασμούς είναι 5% του ΑΕΠ. Το ενεργητικό των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών ταμείων ανέρχεται σε 56% του ΑΕΠ (Becker, 2002). Στα επαγγελματικά ταμεία (δεύτερος πυλώνας) ασφαλίζονται 45% από τους εργαζόμενους. Οι εργαζόμενοι μπορούν να επιλέγουν ανάμεσα σε προγράμματα με διαφορετικές ευκαιρίες και διαφορετικό ρίσκο και οι κανόνες των επενδύσεων είναι αρκετά φιλελεύθεροι. Επίσης οι περιορισμοί για την ηλικία συνταξιοδότησης είναι σχετικά λίγοι. Ένα σοβαρό πρόβλημα στις ΗΠΑ είναι η

υποχρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών ταμείων το οποίο προκλήθηκε από τη σταδιακή μείωση της αξίας των μετοχών από τις 2000 ως τις 2002. Από τις αρχές του 2003 η κατάσταση εξομαλύνθηκε εξαιτίας της αύξησης των τιμών των μετοχών και των υψηλότερων εισφορών των εργαζομένων.

4.3. Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Αυστραλίας

Το συνταξιοδοτικό σύστημα της Αυστραλίας θεωρείται από τα πλέον σύγχρονα. Η χρηματοδότηση του βασικού κρατικού συστήματος γίνεται από τα γενικά έξοδα του κράτους, χωρίς να υπάρχουν ειδικές εισφορές ή ειδικοί φόροι και η παροχή δίδεται με κριτήρια εισοδήματος και περιουσίας. Για την διαμόρφωση συμπληρωματικού πυλώνα το 1992 θεσμοθετήθηκε το πλαίσιο του Superannuation Guarantee. Σύμφωνα με αυτό τον δεσμό κάθε εργοδότης είναι υποχρεωμένος να καταβάλλει εισφορές για λογαριασμό του προσωπικού του σε ειδικά ταμεία (Superannuation funds). Από το 2002 μεθοδεύτηκε και η υποχρεωτική συμμετοχή των εργαζομένων. Τα ταμεία είναι ανεξάρτητα και διοικούνται από τα διοικητικά συμβούλια, τα μέλη των οποίων έχουν την ευθύνη της διαχείρισης.

4.4. Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Καναδά

Το συνταξιοδοτικό σύστημα του Καναδά θεωρείται από τα καλύτερα στον κόσμο όσον αφορά τη δικαιοσύνη, το μέγεθος των συντάξεων και την οικονομική ανεκτικότητα. Βασίζεται και στους τρεις πυλώνες με μεγαλύτερη βαρύτητα του δημόσιου συνταξιοδοτικού συστήματος.

4.5. Το συνταξιοδοτικό σύστημα στις χώρες της Λατινικής Αμερικής

Το συνταξιοδοτικό σύστημα των λατινοαμερικανικών χωρών χαρακτηρίζεται από έναν ισχυρό δεύτερο πυλώνα ο οποίος είναι πλήρως κεφαλαιοποιητικός. Χρηματοδοτείται από τις εισφορές των εργαζομένων οι οποίες πιστώνονται σε ατομικούς λογαριασμούς συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και στη συνέχεια επενδύονται σε χρηματιστηριακές αγορές και ρυθμίζονται από ιδιωτικές επιχειρήσεις. Η συνταξιοδοτική μεταρρύθμιση η οποία θέσπισε το κεφαλαιοποιητικό συνταξιοδοτικό σύστημα περιόρισε τις δραματικές οικονομικές και κοινωνικές μεταβολές οι οποίες συνδέονταν με το κρατικό συνταξιοδοτικό σύστημα (PAYG). Ωστόσο αυτή η ρύθμιση δεν επιβαλλόταν από κάποια απειλή για κρίση γήρατος όπως σε άλλες χώρες (χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. και ευρωπαϊκές χώρες).

5. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Η έκδοση των Ευρωπαϊκών οδηγιών και το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο για την επενδυτική πρακτική της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών ταμείων δείχνουν ότι γίνεται μια προσπάθεια η οποία συνίσταται δημιουργία υποδομής των εταιριών διαχείρισης προκειμένου να κατανείμουν και να διαχειριστούν αποτελεσματικά τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, προσδιορίζεται η έννοια του Συμβούλου Επενδύσεων, τον καθορισμό και τα κριτήρια επιλογής του όπως και της Επενδυτικής Επιτροπής και των ελεγκτικών οργανισμών.

5.1. Ευρωπαϊκή νομοθεσία

5.1.1. Οδηγία 2003/41/ΕΚ για τα Επαγγελματικά Ταμεία - ορίζει την κεφαλαιοποιητική βάση, την περίπτωση πτώχευσης, τις αρχές επενδυτικής πολιτικής, τις μεθόδους μέτρησης και διαχείρισης κινδύνου, την πληροφόρηση καθώς και τον τρόπο υπολογισμού των αποθεματικών βάσει των υποχρεώσεων. Σύμφωνα με τις προδιαγραφές για την επενδυτική πολιτική ισχύουν τα εξής:

- Επένδυση τουλάχιστον 70% σε μετοχικές αξίες ή προϊόντα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές.
- Επένδυση μέχρι 30% σε μετοχικές αξίες ή προϊόντα μη-εισηγμένα προς διαπραγμάτευς σε μη-οργανωμένες αγορές.
- Επένδυση μέχρι 5% σε αξιόγραφα του ίδιου εκδότη και μέχρι 10% του ιδίου ομίλου.
- Μέχρι 30% σε προϊόντα εκφρασμένα σε διαφορετικό νόμισμα από το νόμισμα-βάση του διαχειριζόμενου χαρτοφυλακίου.
- Επιτρέπεται η επένδυση σε παράγωγα με σκοπό τη μείωση του επενδυτικού κινδύνου.

5.1.2. Οδηγία 2001/107/ΕΚ για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και τις εταιρίες διαχειρίσεις – σύμφωνα με αυτή την οδηγία τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέπουν στις εταιρίες διαχείρισης, την παροχή επιπλέον διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, τις υπηρεσίες διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, την παροχή επενδυτικών συμβουλών και τη θεματοφυλακή. Επίσης, στην ίδια οδηγία ορίζονται τα κεφάλαια που απαιτούνται και η απαραίτητη οργανωτική δομή και η λειτουργία τους. Ακόμα, ορίζονται οι προϋποθέσεις για την ανάκληση της άδειάς τους.

5.1.3. Οδηγία 201/108/ΕΚ για τις επενδύσεις των ΟΣΕΚΑ – ρυθμίζει την υποχρέωση για σύσταση τμήματος διαχείρισης κινδύνων και υπηρεσία Εσωτερικού Ελέγχου.

5.2. Ελληνική νομοθεσία

5.2.1. Ν. 1902/1990/Α-138 Συνταξιοδοτικό-Οικονομικά ΔΕΚΟ, Ταμείων κλπ. Άρθρο 12 - Συγκρότηση Αμοιβαίων Κεφαλαίων. Επιτρέπεται στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης να συγκροτούν

ίδια ή ομαδικά αμοιβαία κεφάλαια, σύμφωνα με τις κείμενες διατάξεις περί αμοιβαίων κεφαλαίων (Ν.1969/91). Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να αναθέτουν τη διαχείριση των ως άνω.

5.2.2. Ν. 1902/1990/Α-138 Συνταξιοδοτικό-Οικονομικά ΔΕΚΟ, Ταμείων κλπ. Άρθρο 13-Αξιοποίηση Διαθεσίμων Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης επιτρέπεται να επενδύουν ελεύθερα τα διαθέσιμα τους σε τίτλους του Ελληνικού δημοσίου και ομόλογα τραπεζών, που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα. Ομοίως, επιτρέπεται η αγορά και πώληση μετοχών πάσης φύσεως κατόπιν εγκριτικής απόφασης του ΥΥΠΚΑ (Υπουργείο Υγείας Πρόνοιας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων) και του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος (Τ.τ.Ε.).

5.2.3. Ν. 2042/Α-75 Αύξηση συντάξεων κλπ διατάξεις/ Άρθρο 14-Επενδύσεις διαθεσίμων δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων Επιτρέπεται η επένδυση με κατανομή 40% σε ακίνητα και 60% σε χρεόγραφα από δημόσιους οργανισμούς και ασφαλιστικά ταμεία του ποσού μέχρι το 20% ετησίως των κατατεθειμένων κεφαλαίων τους στην Τ.τ.Ε (ή άλλη τράπεζα).

5.2.4. Ν. 2076/1992/Α-130 Δραστηριότητες πιστωτικών ιδρυμάτων κλπ/ Άρθρο 34 Με απόφαση του ΥΥΠΚΑ μπορεί να ανατίθεται η εκτίμηση της ακίνητης περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης απευθείας σε οποιοδήποτε νομικό πρόσωπο δημόσιου δικαίου ή σε τράπεζα του δημόσιου τομέα.

5.2.5. Ν. 2076/1992/Α-130 Δραστηριότητες πιστωτικών ιδρυμάτων κλπ/ Άρθρο 35 Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης δύνανται να συστήνουν όλοι μαζί ή κατά ομάδες ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, στις οποίες θα συμμετέχει μία νόμιμα λειτουργούσα στην Ελλάδα τράπεζα. Με απόφαση των ΥΠΕΘΟ (Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας) και ΥΥΠΚΑ, συγκροτείται ειδική 5-μελή επιτροπή εμπειρογνωμόνων, μετά από πρόταση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, με σκοπό την αξιολόγηση των προσφορών των εταιριών διαχείρισης της παραγράφου 2 του άρθρου 12 του Ν. 1902/1990.

5.2.6. Ν. 2216/1994/Α-83 ΕΟΚ Αποφυγή διπλής φορολόγησης/ Άρθρο 3 – Διαχείριση Κεφαλαίων. Τα διαθέσιμα των δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων τα μη-επενδυόμενα σύμφωνα με το ά. 13 του Ν. 1902/90 και του ά. 14 του Ν. 2042/92, πλην αυτών της ταμιακής διαχείρισης, μεταφέρονται υποχρεωτικά στην ΤτΕ, η οποία τα επενδύει σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου επιλογής των Υπουργών Οικονομικών και Υγείας, Πρόνοιας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων.

5.2.7. Ν. 2469/1997/Α-38 Περιορισμός κρατικών δαπανών /Άρθρο 11 - Επενδύσεις δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων. Οι επενδύσεις (αγορές και ρευστοποιήσεις) σε ακίνητα και κινητές αξίες πραγματοποιούνται χωρίς την προηγούμενη απόφαση των Διοικητικών Συμβουλίων των δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων και την προηγούμενη έγκριση των εποπτευόντων Υπουργών ή του Διοικητή της ΤτΕ. Επιτρέπεται η διάθεση από τους δημόσιους οργανισμούς και ασφαλιστικά ταμεία μέχρι ποσοστού 20% ετησίως από τα κατατεθειμένα στην ΤτΕ ή άλλη τράπεζα διαθέσιμα κεφάλαιά τους, για επενδύσεις σε ακίνητα και σε κινητές αξίες. Η κατανομή

μόνο σε ακίνητα ή μόνο σε κινητές αξίες δεν μπορεί να υπερβαίνει σε ποσοστό το 40% και το 60%, αντίστοιχα, του ενός δεκάτου των διαθεσίμων κεφαλαίων τους.

5.2.8. Ν. 2469/1997/Α-38 Περιορισμός κρατικών δαπανών/ Άρθρο 15 - Τροποποιούμενες, συμπληρωμένες και καταργούμενες διατάξεις. Το ενεργητικό των ασφαλιστικών φορέων επενδύεται σε κινητές αξίες του Ελληνικού Δημοσίου. Η διαχειριστική χρήση ορίζεται στο ημερολογιακό εξάμηνο, στο τέλος του οποίου οι καθαρές πρόσοδοι κατανέμονται στους δικαιούχους.

5.2.9. Ν. 2676/1999/Α-1 Συγχώνευση Ασφαλιστικών Ταμείων, Οφειλές ΙΚΑ, λοιπές διατάξεις/ Άρθρο 40. Επιτρέπεται στους ασφαλιστικούς οργανισμούς να επενδύουν μέχρι 23% των στοιχείων του ενεργητικού τους σε ακίνητα μέχρι 40%, μετοχές και άλλα χρεόγραφα εταιριών εισηγμένων στο ΧΑΑ (Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών) και σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων μέχρι ποσοστού 60%. Αποκλίσεις, επιτρέπονται ύστερα από κοινή απόφαση Υπουργού και Διοικητή της ΤτΕ.

5.2.10. Ν. 2676/1999/Α-1 Συγχώνευση Ασφαλιστικών Ταμείων, Οφειλές ΙΚΑ, λοιπές διατάξεις/ Άρθρο 41. Οι ασφαλιστικοί φορείς, οι οποίοι επενδύουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, υποχρεούνται να καταθέτουν στην ΤτΕ στατιστικά στοιχεία εκάστου μηνός σχετικά με την επενδυτική τους δραστηριότητα.

5.2.11. Ν. 2676/1999/Α-1 Συγχώνευση Ασφαλιστικών Ταμείων, Οφειλές ΙΚΑ, λοιπές διατάξεις/ Άρθρο 44. Στο άρθρο αυτό περιγράφεται λεπτομερώς η ανάθεση έργων ή εργασιών αξιοποίησης της ακίνητης περιουσίας από Ασφαλιστικούς Οργανισμούς σε Τράπεζες.

5.2.12. Ν. 2768/1999 Καταστατικό ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ Α.Ε./ Άρθρο 12 Με το άρθρο αυτό ιδρύεται η Εταιρεία Διαχείρισης του Ειδικού Κεφαλαίου του Ταμείου Ασφάλισης Προσωπικού του ΟΤΕ. Σκοπός της είναι η κατανομή του ειδικού κεφαλαίου σε κινητές αξίες (μέχρι ποσοστού 60% σε εισηγμένες μετοχές και μετοχικά και αναπτυξιακά αμοιβαία κεφάλαια οργανωμένων χρηματιστηριακών αγορών και μέχρι ποσοστού 40% σε χρεόγραφα χωρίς κίνδυνο).

5.2.13. Ν. 3029/2002 Ρυθμίσεις για τους ασφαλισμένους του δημοσίου/ Άρθρο 5. Το ΙΚΑ μετονομάζεται σε ΙΚΑ-ΕΤΑΜ (Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων- Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης Μισθωτών) και, μέχρι την 1.1.2008 οι κλάδοι σύνταξης των ταμείων ΤΑΠ-ΟΤΕ, ΤΣΠ-ΗΣΑΠ, ΤΣΠ-ΕΤΕ, ΤΣΠ-ΑΤΕ, ΤΑΠ-ΙΛΤ, ΤΑΠ-ΕΤΒΑ, ΤΣΕΑΠΣΓΟ και ΤΑΠΑΕ-ΕΘΝΙΚΗ εντάσσονται στον κλάδο σύνταξης του ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, το οποίο θα διαχειρίζεται το σύνολο του ενεργητικού τους και του παθητικού τους. Οι αποδόσεις της ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ Α.Ε. καταβάλλονται στο ΙΚΑ-ΕΤΑΜ.

5.2.14. Ν. 3029/2002 Ρυθμίσεις για τους ασφαλισμένους του δημοσίου/ Άρθρο 7- Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης Τα ταμεία επαγγελματικής σύνταξης είναι νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου μη-κερδοσκοπικού χαρακτήρα και εποπτεύονται από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων, με στόχο την παροχή στους ασφαλισμένους πέραν της παρεχόμενης από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση για τους ασφαλιστικούς κινδύνους. Λειτουργούν με βάση το

κεφαλαιοποιητικό σύστημα και, η υπαγωγή τους στην ασφάλιση των ταμείων επαγγελματικής σύνταξης είναι προαιρετική.

5.2.15. Ν. 3029/2002 Ρυθμίσεις για τους ασφαλισμένους του δημοσίου/ Άρθρο 9. Εθνική Αναλογιστική Αρχή. Συνίσταται ανεξάρτητη διοικητική αρχή με την επωνυμία Ε.Α.Α., η οποία εποπτεύεται από τον Υπουργό Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων και συντάσσει αναλογιστικές εκθέσεις για την εξασφάλιση της κοινωνικής ανταποδοτικότητας και της βιωσιμότητας του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

5.2.16. Υπουργική Απόφαση Αριθ. 155492/Β. 638 (Μάρτιος 02)- Α Πλαίσιο Επενδύσεων Οι ασφαλιστικοί φορείς αρμοδιότητας του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων επιτρέπεται με αποφάσεις του Δ.Σ. να επενδύουν ελεύθερα τα διαθέσιμά τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, ομόλογα τραπεζών και σε repos. Σε μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, (χρηματιστήριο παραγώγων) ΧΠΑ και αμοιβαία κεφάλαια επιτρέπεται μέχρι ποσοστού 23% των διαθεσίμων τους των κατατεθειμένων στην ΤτΕ, των επενδύσεων σε ακίνητα και κινητές αξίες και των ετήσιων προϋπολογισθέντων εσόδων τους. Η κατανομή είναι 40% σε ακίνητα και 60% σε κινητές αξίες.

5.2.17. Υπουργική Απόφαση Αριθ. 155492/Β. 638 (Μάρτιος 02)-Β Κανόνες Επενδυτικής Συμπεριφοράς. Η επενδυτική πολιτική και οι επενδυτικοί στόχοι θα πρέπει να καθορίζονται με τρόπο ώστε οι επενδυτικές επιλογές των ασφαλιστικών φορέων να έχουν κυρίως, μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα με γνώμονα την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης με ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Αναφορικά με τις μετοχές στο ΧΑΑ, θα πρέπει να αποτιμώνται με ορθολογικά κριτήρια και να προτιμώνται οι μετοχές με μεγάλη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα, εταιριών υψηλής ή μεσαίας κεφαλαιοποίησης και υψηλό δείκτη φερεγγυότητας. Τα χρηματοοικονομικά εργαλεία του ΧΠΑ χρησιμοποιούνται αποκλειστικά για αντιστάθμιση κινδύνου του χαρτοφυλακίου. Η διασπορά στο μετοχικό χαρτοφυλάκιο δεν μπορεί να υπερβαίνει περισσότερες των 30 εταιριών, ενώ δεν επιτρέπεται να τοποθετούνται κεφάλαια μεγαλύτερα του 5% του μετοχικού χαρτοφυλακίου σε μετοχές του ίδιου εκδότη και 30% σε μετοχές του ίδιου κλάδου.

5.2.18. Υπουργική Απόφαση Αριθ. 166316/Β. 972 (Μάιος 2002) Οι ασφαλιστικοί φορείς δύνανται να προσλαμβάνουν συμβούλους διαχείρισης για την αξιοποίηση της περιουσίας τους με απόφαση του Διοικητικού τους συμβουλίου, μέσω πρόσκλησης ενδιαφέροντος. Οι ενδιαφερόμενοι για να συμμετάσχουν ως σύμβουλοι διαχείρισης οφείλουν να υποβάλλουν μεταξύ άλλων:

- τα στοιχεία της άδειας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που έχουν λάβει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή την ΤτΕ.
- Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου τους, καθώς και τα στοιχεία για την οργανωτική του δομή.
- Τον αριθμό και την επάρκεια του τεχνικού και επιστημονικού τους προσωπικού.
- Την εμπειρία τους και τις αποδόσεις που επέτυχαν ύστερα από επενδυτικές προτάσεις που έκαναν σε παρόμοιες περιπτώσεις.

- Στοιχεία σχετικά με την αξιοπιστία τους και το κύρους τους.
- Τις οικονομικές τους καταστάσεις της τελευταίας 3-ετίας.
- Πληροφορίες και στοιχεία για τις συνδεδεμένες με αυτές επιχειρήσεις.
- Ασφαλιστική κάλυψη του επαγγελματικού κινδύνου ή εγγυητική επιστολή ίση, τουλάχιστον, με το 5% του υπό διαχείριση αποθεματικού.

5.2.19. Ν. 3283/2004 (ΦΕΚ 210/Α/2.11.2004) Ανώνυμες εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, αμοιβαία κεφάλαια και άλλες διατάξεις. Με το νόμο αυτό ενσωματώνεται η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2001/107/ΕΚ ΟΣΕΚΑ και Εταιρίες Διαχείρισης (βλ. το αμέσως επόμενο πίνακα, σημείο 2). Συγκεκριμένα, το α.4, παρ. 2.α «… η ΑΕΔΑΚ μπορεί να παρέχει … διαχείριση χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία …».

6. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ

Η διαχείριση κεφαλαίων συνταξιοδοτικών ταμείων αποτελεί ένα πολύπλοκο θέμα με διάφορες πτυχές.

6.1. Οργανωτική και λειτουργική δομή των συνταξιοδοτικών ταμείων

Η λειτουργία των συνταξιοδοτικών ταμείων απαιτεί καλές ικανότητες της διοίκησης και πλούσια πληροφοριακή βάση. Η φύση αυτού του είδους οργανισμών είναι τέτοια ώστε η αναποτελεσματική διοίκηση μπορεί να οδηγήσει όχι μόνο σε σειρά προβλημάτων εσωτερικά αλλά και σε μακροοικονομικό επίπεδο. Πολλά συνταξιοδοτικά ταμεία δεν επιτυγχάνουν τη μετατροπή των περιουσιακών τους στοιχείων σε καινούρια αξία απαραίτητη για τη χρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών παροχών. Οι αποταμιεύσεις δεν επαρκούν για την εκπλήρωση αυτού του στόχου, είναι αναγκαίες οι κατάλληλες επενδύσεις (Ambachtsheer, 1998).

Στο σχήμα 1 παρουσιάζονται οι παράγοντες της οργάνωσης του συνταξιοδοτικού ταμείου. Κεντρικό ζήτημα είναι η δημιουργία αξίας. Αυτό συνεπάγεται κίνητρα και δράσεις, οργανωτική διάρθρωση, προσδιορισμός του σκοπού των πολιτικών και των στρατηγικών όπως και του οικονομικού και νομικού πλαισίου. Η δημιουργία αξίας μπορεί να ερμηνευθεί ως παροχή της σύνταξης και των επενδυτικών υπηρεσιών σε λογικό κόστος. Από αυτό τον ορισμό προέρχονται και ο σκοπός όπως και οι πολιτικές και οι στρατηγικές. Στη συνέχεια οι αποφάσεις για χρηματοδοτικές και επενδυτικές πολιτικές πρέπει να λαμβάνονται κατανοώντας το νομοθετικό πλαίσιο, διαθέτοντας επαγγελματική διαχείριση των επενδύσεων, γνώση για τις χρηματοοικονομικές αγορές, για τα οικονομικά των ασφαλιστικών ταμείων, για τις σημερινές και μελλοντικές ανάγκες των συνταξιούχων. Πρέπει να προσδιοριστεί ξεκάθαρα η υπόσχεση για σύνταξη, το ενδεχόμενο ρίσκο και αβεβαιότητα και ποιος αναλαμβάνει την ευθύνη τους.

Υπάρχουν τρία βασικά στοιχεία στα οποία βασίζεται η αποτελεσματική λειτουργία των συνταξιοδοτικών ταμείων: η ικανή διοίκηση, ο ξεκάθαρος σκοπός και οι υπεύθυνοι διευθύνων σύμβουλοι. Η διοίκηση, δηλαδή οι άνθρωποι οι οποίοι αντιπροσωπεύουν τα οικονομικά συμφέροντα των συμμετεχόντων στα συνταξιοδοτικά ταμεία, πρέπει να κατανοεί αρκετά καλά το οικονομικό και νομοθετικό περιβάλλον έτσι ώστε να λαμβάνει υπεύθυνες αποφάσεις για τον σκοπό, τις πολιτικές και τις στρατηγικές. Ο σκοπός πρέπει να είναι ξεκάθαρος για να μπορέσουν οι αποφάσεις για τη χρηματοδοτική και επενδυτική πολιτική που λαμβάνονται ναι έχουν λογική και διάφανη βάση. Οι διευθύνοντες σύμβουλοι στους οποίους ανατίθεται η διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων πρέπει να έχουν την αντίστοιχη θέληση και την ικανότητα και να είναι υπεύθυνοι για την δημιουργία αξίας.

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ-ΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ		
Πεποιθήσεις και αγορές • Ανάγκες των πελατών και εναλλακτικοί τρόποι για την ικανοποίηση τους • Αποτελεσματικότητα των χρηματοοικονομικών αγορών • Πόλος των προμηθευτών	Τεχνολογία • Διαδικασία διαχείρισης του χαρτοφυλακίου • Πληροφοριακά συστήματα	Νομοθεσία και ρύθμιση • Επενδυτικά πρότυπα • Νόμοι προστασίας

↓

ΣΚΟΠΟΣ ΤΟΥ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΟΥ ΤΑΜΕΙΟΥ, ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ
• Επιλογή του σκοπού • Συνεπείς χρηματοδοτικές και επενδυτικές πολιτικές • Τακτική αναθεώρηση του σκοπού και των πολιτικών

↕

ΟΡΓΑΝΩΤΙΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ
• Μεταβίβαση δικαιωμάτων για ανάληψη αποφάσεων • Σύστημα αξιολόγησης των επιδόσεων • Σύστημα αμοιβής

↓

ΚΙΝΗΤΡΑ ΚΑΙ ΔΡΑΣΗ

↓

ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ

Σχήμα 1. *Οργάνωση του συνταξιοδοτικού ταμείου. (πηγή: Brickley, J. et al. (1995), "The Economics of Organization Architecture", Journal of Applied Corporate Finance).*

Βασικά ερωτήματα στα οποία η διοίκηση πρέπει να έχει σαφείς απαντήσεις είναι:

- Ποια είναι η πλέον κατάλληλη μακροχρόνια κατανομή κεφαλαίων;
- Ποια είναι τα πλέον κατάλληλα κεφάλαια που πρέπει να επενδυθούν;
- Με ποια κριτήρια θα γίνει η κατανομή των κεφαλαίων;
- Πως μπορούν να γίνουν αλλαγές στην επιλεγμένη κατανομή, σε σχέση με τις μεταβολές στις χρηματαγορές και αν πρέπει σε τελική ανάλυση να γίνει κάποια αλλαγή;

Πολύ σημαντικό, επίσης, είναι και το θέμα της διαχείρισης κινδύνου. Τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αντιμετωπίζουν κινδύνους που δεν αναφέρονται στις παραδοσιακές θεωρίες διαχείρισης κινδύνου. Ο διαχειριστής κεφαλαίων ασφαλιστικών ταμείων, πρέπει να αντιληφθεί κάποιους πολύπλοκους παράγοντες, συμπεριλαμβανομένης της επίπτωσης της υψηλής μεταβλητότητας στο πρόγραμμα υγείας, καθώς και τις αναδυόμενες τεχνικές μέτρησης της αξίας σε κίνδυνο και την ανάλυση τους. Κι εδώ έχουμε ερωτήματα όπως:

- Ποιος θα διαχειριστεί τέτοια κεφάλαια, ένας οποιοσδήποτε διαχειριστής ή μήπως ειδικοί σε θέματα επενδύσεων;
- Τι παρενέργειες υπάρχουν στη διαχείριση;
- Ποιος είναι ο πιο κατάλληλος τρόπος για έλεγχο των διαχειριστών, ώστε να βεβαιωθούμε ότι το κόστος διαχείρισης της επένδυσης είναι λογικό;
- Πώς παρακολουθείται και πώς ελέγχεται η εφαρμογή της διαχειριστικής πολιτικής και με τι κόστος;

Η αποτελεσματική λειτουργία των συνταξιοδοτικών ταμείων συνεπάγεται την ενσωμάτωση μιας σειράς προϋποθέσεων όπως:

- Ακολουθούνται οι βασικές επενδυτικές πολιτικές βάσει της αρχής της ορθολογικότητας.
- Ακολουθείται η στρατηγική κατανομή κεφαλαίου με μακροχρόνιο ορίζοντα επένδυσης, ενώ η τακτική κατανομή προσαρμόζει την επενδυτική πολιτική σε βραχυχρόνιες καταστάσεις της αγοράς.
- Στόχος της διαχείρισης του Ειδικού Κεφαλαίου είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσής του με μικρό κίνδυνο.
- Η επενδυτική πολιτική οφείλει να προσαρμόζεται στους επενδυτικούς περιορισμούς του εντολέα διαχείρισης, στην περίπτωσή μας, ο ασφαλιστικός οργανισμός.

6.2. Κανονισμός λειτουργίας επενδυτικής επιτροπής του ταμείου

6.2.1. Σκοπός

Σκοπός της Επενδυτικής Επιτροπής είναι η διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής του Ταμείου, που αφορά στη διαχείριση του Κεφαλαίου του κάνοντας συγκεκριμένες προτάσεις στο διοικητικό συμβούλιο ως προς τις διάφορες μορφές επένδυσης, την κατανομή των ποσών σε αυτές, την επιλογή των προϊόντων της αγοράς για επένδυση του Κεφαλαίου, των Χρηματιστών, των εξωτερικών Διαχειριστών και των Αμοιβαίων Κεφαλαίων.

6.2.2. Μέλη

Η Επενδυτική Επιτροπή αποτελείται από ΧΨΖ μέλη, εκ των οποίων ένα είναι ο Πρόεδρος του Δ.Σ. του Ταμείου, ένα θα είναι Σύμβουλος, και τα υπόλοιπα μέλη θα ορίζονται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου που λαμβάνεται με πλειοψηφία του συνόλου των μελών του. Τα μέλη της Επενδυτικής Επιτροπής, υπάλληλοι ή μη του Ταμείου, θα είναι πτυχιούχοι ανώτατων οικονομικών σχολών ή πτυχιούχοι ανώτατων σχολών ή με προϋπηρεσία σε αντίστοιχες θέσεις ή σε διευθυντικές θέσεις εταιριών με συναφές αντικείμενο.

6.2.3. Συνεδριάσεις

Οι συνεδριάσεις της Επενδυτικής Επιτροπής λαμβάνουν χώρα σε εβδομαδιαία βάση σε μέρα και ώρα που θα οριστεί μετά από πρόσκληση του Προέδρου της, που απευθύνεται με κάθε πρόσφορο μέσο, στα γραφεία του Ταμείου. Ο Σύμβουλος προβαίνει σε εισηγήσεις που αφορούν θέματα όπως:

- την ανασκόπηση των εξελίξεων των ελληνικών και διεθνών Αγορών Χρήματος, Συναλλάγματος και Κεφαλαίου,
- την εξέταση μη οικονομικών στοιχείων (πολιτικές εξελίξεις, φημολογία),
- την ανάλυση των βασικών μακροοικονομικών δεικτών τόσο στην Ελλάδα, όσο και σε διεθνές επίπεδο,
- την ανάλυση της πορείας των επιμέρους κλάδων της ελληνικής οικονομίας,
- την ανάλυση της πορείας των εισηγμένων (στις ελληνικές και διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές) εταιριών,
- την πρόβλεψη για την πορεία των ελληνικών, ευρωπαϊκών και κυριοτέρων ξένων επιτοκίων, νομισμάτων, τιμών ομολόγων και μετοχών,
- την εξέταση της πορείας των επενδύσεων της εταιρίας,
- αξιολόγηση επενδυτικών επιλογών.

Μετά την εξέταση των παραπάνω παραγόντων, και την ανταλλαγή απόψεων, η Επιτροπή διαμορφώνει την προτεινόμενη επενδυτική πολιτική.

Κατ' εξαίρεση και σε περίπτωση συνδρομής έκτακτων γεγονότων (όπως, π.χ. κρίση στις χρηματαγορές) και με πρωτοβουλία του Προέδρου ή οποιουδήποτε μέλους, η Επιτροπή μπορεί να συγκληθεί άμεσα από τον Πρόεδρο με κάθε πρόσφορο μέσο, με τον περιορισμό να παρίσταται το 1/2 των μελών της, εκ των οποίων οπωσδήποτε ο Πρόεδρος ή ο αναπληρωτής του. Σε περίπτωση σημαντικών αποφάσεων, αυτές πρέπει να κοινοποιούνται και στα υπόλοιπα μέλη της Επιτροπής σε διάστημα 12 ωρών από την ολοκλήρωση της συνεδρίασης.

6.2.4. Αποφάσεις

Οι αποφάσεις της Επενδυτικής Επιτροπής λαμβάνονται μετά από συζήτηση των θεμάτων που αναφέρονται στο άρθρο 3 του παρόντος κανονισμού με απλή πλειοψηφία των παρόντων μελών. Ο εκάστοτε Γραμματέας της Επιτροπής τηρεί στα πρακτικά τις αιτιολογημένες απόψεις των μελών για όλα τα θέματα. Εάν η συζήτηση της Επιτροπής επεκταθεί σε άλλα θέματα, είναι δυνατόν να παρίσταται υπάλληλος της εταιρίας σχετικός με το προς συζήτηση θέμα χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Η Επενδυτική Επιτροπή αποφασίζει και προτείνει στο Διοικητικό Συμβούλιο:

- την επενδυτική πολιτική της Εταιρίας, το πλαίσιο και την κατανομή των διαφόρων μορφών επενδύσεων με σκοπό την αποδοτική διαχείριση και ελαχιστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων,
- τους Χρηματιστές, τους οποίους η Επιτροπή αξιολογεί με βάση τη φερεγγυότητα τους,
- το μέρος του Κεφαλαίου που θα ανατεθεί σε καθέναν από αυτούς,
- την επιλογή Αμοιβαίων κεφαλαίων, ομολογιών και άλλων προϊόντων της αγοράς.

Επιτροπή παρακολουθεί και ελέγχει τα παραπάνω, και υποβάλλει σε τακτική ή έκτακτη βάση στο Διοικητικό Συμβούλιο τα πορίσματα του ελέγχου.

Με την εξαίρεση της κοινοποίησής τους στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας, οι αποφάσεις της Επενδυτικής Επιτροπής είναι απόρρητες, τα δε μέλη υποχρεούνται να μην ανακοινώνουν σε τρίτους κάθε είδους πληροφορίες των οποίων έρχονται σε γνώση.

6.5. Διαχείριση κινδύνου

Η διαδικασία της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων συνδέεται με διάφορους κινδύνους, η πιθανή εμφάνιση των οποίων απαιτεί την ύπαρξη διαδικασιών για την αντιμετώπισή και τη διαχείρισή τους. Υπάρχουν δυο βασικές κατηγορίες κινδύνου οι οποίες επηρεάζουν τις αποδόσεις του κεφαλαίου - εξωτερικοί και εσωτερικοί.

6.5.1. *Εξωτερικοί κίνδυνοι:* στους εξωτερικούς κινδύνους αναφέρονται οι κίνδυνοι των αγορών - αποδόσεις, μεταβλητότητα, συσχέτιση αποδόσεων κ.ά., οι νομικοί κίνδυνοι που απορρέουν από τη συμμόρφωση προς την εποπτική αρχή, αλλά και τις επιταγές της κείμενης νομοθεσίας και τις εντολές του πελάτη-ταμείου και, οι λεγόμενοι, κληρονομικοί κίνδυνοι (οι αποδόσεις του κεφαλαίου να είναι μικρότερες του πληθωρισμού, η απώλεια μέρους του κεφαλαίου στο τέλος της περιόδου και ο κίνδυνος τα κεφάλαια να μην είναι τοποθετημένα σε στοιχεία με μεγάλη ρευστότητα κ.ά.).

6.5.2. *Εσωτερικοί κίνδυνοι:* Αυτοί είναι σπουδαιότεροι, περισσότερο ελέγξιμοι και διακρίνονται σε στρατηγικούς κινδύνους, κινδύνους διακυβέρνησης και κινδύνους εφαρμογής. Σαν στρατηγικοί κίνδυνοι αναφέρονται οι κίνδυνοι που απορρέουν από την ενεργή διαχείριση του ειδικού κεφαλαίου, την επιλογή της επενδυτικής αντίληψης, την επιλογή του δείκτη σύγκρισης κλπ. Σαν κίνδυνοι διακυβέρνησης αναφέρονται η ύπαρξη και η εφαρμογή κανονισμού λειτουργίας της εταιρίας, η ύπαρξη διαδικασιών ελέγχου, η ικανότητα διοίκησης, η αρχιτεκτονική δομή της εταιρίας και η συμπεριφορά και η επικοινωνία με εξωτερικούς συμβούλους, διαχειριστές, ελεγκτές, εποπτική αρχή κλπ. Τέλος, οι κίνδυνοι εφαρμογής ταξινομούνται σε τακτικούς κινδύνους εφαρμογής και λειτουργικούς κινδύνους εφαρμογής. Οι πρώτοι από αυτούς αναφέρονται στους κινδύνους που απορρέουν από τις μετατοπίσεις του χαρτοφυλακίου, την απόδοσή του κ.α. και οι δεύτεροι στην παρακολούθηση των εξωτερικών διαχειριστών, το θεματοφύλακα, καθώς και στην ικανότητα της λειτουργίας των συστημάτων παρακολούθησης, μέτρησης και διαχείρισης δεδομένων και πληροφοριών. Πολλοί από όλους αυτούς τους κινδύνους δεν αποφεύγονται, για το λόγο αυτό η παρακολούθηση, η μέτρηση και η διαχείρισή τους είναι απαραίτητη.

Η αναγνώριση, συλλογή, καταγραφή και διαχείριση των κινδύνων, που απορρέουν από τη διαχείριση κεφαλαίων Δημόσιων Συνταξιοδοτικών Ταμείων είναι απαραίτητο να γίνει και η διαδικασία είναι αναγνωρισμένη από τους διεθνείς οργανισμούς στην Ευρώπη και αλλού. Στον πίνακα 3 συνοψίζονται οι διάφοροι είδη κινδύνων, οι αναγκαίες ενέργειες για την αντιμετώπισή τους και οι υπεύθυνοι που υποχρεούνται να λάβουν μέτρα.

Πίνακας 3. *Είδη κινδύνων και τρόποι αντιμετώπισής τους.*

ΚΙΝΔΥΝΟΣ	ΤΡΟΠΟΣ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ	
	ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ	ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ
ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ		
Κίνδυνος αγοράς	• Ανασκόπηση Κατανομής Κεφαλαίου διαχείρισης • Μακροχρόνιες μετρήσεις αποδόσεων, κινδύνων, συσχετίσεων • Παρακολούθηση αγορών	• Διεύθυνση Επενδύσεων • Επενδυτική Επιτροπή
Νομικοί κίνδυνοι	• Εκπαίδευση • Συμμόρφωση σε εποπτική αρχή • Παρακολούθηση νομοθεσίας	• Διοίκηση • Διοίκηση και Εσωτερικός Έλεγχος
Κληρονομικοί κίνδυνοι	• Κανονισμός εφαρμογής Επενδυτικής Πολιτικής • Εφαρμογή νομοθεσίας	• Επενδυτική Επιτροπή • Εσωτερικός Έλεγχος (έγκριση Δ.Σ.)
ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ		
Κίνδυνοι στρατηγικής	• Διαχείριση Κινδύνου (Διαδικασία και Συστήματα) • Αξιολόγηση και Αποτίμηση	• Middle Office • Διεύθυνση Επενδύσεων • Εσωτερικός Έλεγχος
Κίνδυνοι διακυβέρνησης	• Κανονισμός Λειτουργίας της Εταιρίας (Κώδικας Συμπεριφοράς) • Προσοντολόγιο αναλόγων θέσεων • Εκπαίδευση • Οργανωτική Δομή Εταιρίας • Διαδικασίες και πρότυπα	• Διοίκηση με Εσωτερικό Έλεγχο (συνεργασία με Τμήματα και Διευθύνσεις)
Κίνδυνοι εφαρμογής	• Τακτικοί • Στρατηγικές Αποφάσεις (επενδυτικές οδηγίες, δείκτης αναφοράς) • Τακτική μετατόπιση Χαρτο/κίου • Υπό-Απόδοση (λόγω στρατηγικών αποφάσεων, ακαταλληλότητα διαχειριστή) • Λειτουργικοί • Διαδικασία Παρακολούθησης (συναλλαγών, διαχειριστών, αλλά και εσωτερικών κανονισμών) • Ανθρώπινο δυναμικό (ικανότητες) • Πληροφοριακά Συστήματα • Διακίνηση Πληροφοριών • Αποτελεσματικότητα • Λογιστήριο	• Διεύθυνση Επενδύσεων • Δ/νση Επενδύσεων με Επενδυτική Επιτροπή • Back Office • Δ/νση Επενδύσεων με Εσωτερικό Ελεγκτή • Τμήμα Η/Υ • Εσωτερικός Έλεγχος • Δ/νση Οικονομικών

6.6. Κατανομή Επενδύσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων Διεθνώς

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία δεν μπορούν να διαχειρίζονται με τον τρόπο που διαχειρίζονται άλλοι χρηματοοικονομική οργανισμοί. Ο αυστηρός κανονισμός που διέπει τη λειτουργία των συνταξιοδοτικών ταμείων είναι ένας από τους λόγους. Ο νομοθέτης περιορίζει τις επενδυτικές τους δυνατότητες. Για παράδειγμα, η διαφοροποίηση καθίσταται υποχρεωτική με τον καθορισμό ποσοτικών ορίων για τα διάφορα χρηματοοικονομικά προϊόντα. Προκειμένου να αποφευχθεί το έλλειμμα στα ταμεία καθορισμένων παροχών η χρηματοδότηση των μελλοντικών υποχρεώσεων μπορεί να υπόκειται σε κανόνες που εξαρτώνται από τη νομοθεσία της συγκεκριμένης χώρας: π.χ. η πλήρης χρηματοδότηση είναι υποχρεωτική στην Ισπανία και στην Ολλανδία, ενώ στο Ηνωμένο Βασίλειο και στις ΗΠΑ καθορίζονται ορισμένα όρια που πρέπει να τηρούνται από τα συνταξιοδοτικά ταμεία.

Η διαχείριση των συνταξιοδοτικών ταμείων εξαρτάται επίσης από τον ορισμό της σύνταξης: Είναι διαφορετική όταν το ταμείο έχει στόχο την εξασφάλιση της σύνταξης προκαθορισμένων παροχών από την περίπτωση των προκαθορισμένων εισφορών. Επιπλέον, εφόσον οι επιδόσεις του συνταξιοδοτικού ταμείου καθορίζουν το βιοτικό επίπεδο στην περίοδο της συνταξιοδότησης, η διαχείριση μπορεί να υπόκεινται σε περιορισμούς ελαχίστων επιδόσεων. Η σύνταξη συνήθως αποτελεί τη σημαντικότερη πηγή εσόδων την περίοδο της συνταξιοδότησης και επομένως είναι αναγκαία η επιβολή κατώτερου ορίου των επιδόσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων (Boulier et al. 2001).

Στην πραγματικότητα, οι επενδυτικές πολιτικές των συνταξιοδοτικών ταμείων διαφέρουν έντονα στις διαφορετικές χώρες. Π.χ. για το 1996 η αναλογία ομόλογα-μετοχές ως ποσοστό του χαρτοφυλακίου που επιλέχθηκε από τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι η εξής: 78-6 στη Γερμανία, 64-7 στην Ιταλία, 52-27 στην Ιαπωνία, 50-38 στην Ολλανδία, 32-57 στις Ηνωμένες Πολιτείες, 13-79 στο Ηνωμένο Βασίλειο (Tamburi and Chassard, 2002). Συγκρίνοντας τα παραπάνω δεδομένα συμπεραίνουμε ότι η απόφαση της διαχείρισης συχνά επηρεάζεται και από άλλα κριτήρια εκτός από το κριτήριο της βελτιστοποίησης. Παρατηρούμε ότι το ποσοστό των μετοχών είναι σχετικά μικρό. Αργότερα όμως εμφανίζεται μια τάση αύξησης η οποία επικρατεί. Μερικές αρχές επίσης υποστηρίζουν αυτή την τάση. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θεωρεί ευνοϊκή την επένδυση σε μετοχές λόγω των υψηλότερων αποδόσεων τους και της προκύπτουσας αύξησης στην προσφορά κεφαλαίων για τις ευρωπαϊκές εταιρίες. Ακόμη και στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου το βάρος των επενδύσεων κινδύνου είναι ήδη μεγάλο, έχουν προταθεί μερικές αλλαγές στη διαχείριση με κατεύθυνση προς αποφυγή των αμυντικών τεχνικών επένδυσης και να δοθεί περισσότερο βάρος στο κεφάλαιο κινδύνου. Επίσης, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι παρόλο που η απόδοση των χρηματοοικονομικών αγορών δεν ήταν ικανοποιητική τα τελευταία χρόνια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία έχουν μεγάλους επενδυτικούς ορίζοντες και οι χαμηλές αποδόσεις των μετοχών βραχυπρόθεσμα δεν πρέπει να επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις.

Εφόσον διαφέρουν οι ορισμοί των δύο τύπων συντάξεων (προκαθορισμένων παροχών και προκαθορισμένων εισφορών) διαφέρει και η διαχείριση των κεφαλαίων των ταμείων. Στο σχήμα των προκαθορισμένων παροχών ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να εφαρμόζει πολιτική η οποία εγγυάται ότι η τελική αξία του ενεργητικού θα είναι μεγαλύτερη από τις υποχρεώσεις έτσι ώστε το ταμείο να είναι σε θέση να παρέχει τη συμφωνημένη σύνταξη των δικαιούχων. Αυτή η υποχρέωση οδηγεί σε μια ειδική μορφή της συνάρτησης χρησιμότητας. Σε συνήθη χρηματοοικονομικό οργανισμό το πρόγραμμα βελτιστοποίησης λαμβάνει τη μορφή της μεγιστοποίησης της χρησιμότητας των περιουσιακών στοιχείων. Για να εξασφαλίσει ότι η αξία του ενεργητικού θα υπερβαίνει την αξία των τελικών υποχρεώσεων ο διαχειριστής μεγιστοποιεί την αναμενόμενη χρησιμότητα του πλεονάσματος του ταμείου. Σύμφωνα με τους Sundaresan and Zapatero (1997) αυτή η διατύπωση συνεπάγεται απροσδιόριστο κόστος της υποχρηματοδότησης. Μια πρόσθετη διευκρίνιση δίνεται από τους Rudolf and Ziemba (2004) οι οποίοι ισχυρίζονται ότι το πλεόνασμα βελτιώνει την εισοδηματική κατάσταση των συμμετεχόντων. Σε αυτή την ερμηνεία οι δικαιούχοι μπορούν να θεωρηθούν μέτοχοι του ταμείου.

Όσον αφορά τη διαχείριση των ταμείων προκαθορισμένων εισφορών, οι βιβλιογραφικές αναφορές ξεκινούν με το μοντέλο του Menoncin (2002). Αυτό το μοντέλο έχει δύο κύρια χαρακτηριστικά. Πρώτον, ο συγγραφέας εστιάζει την προσοχή του στο πρόβλημα του πληθωρισμού τον οποίο θεωρεί στοχαστική μεταβλητή και ο τελικός πλούτος είναι σε πραγματικούς όρους. Το

δεύτερο χαρακτηριστικό είναι η διάκριση μεταξύ των μακροοικονομικών μεταβλητών - που επηρεάζουν τις παραμέτρους της χρηματοοικονομικής κατανομής κινδύνου - και των βασικών μεταβλητών - που είναι εξωτερικές για την χρηματιστική αγορά αλλά επηρεάζουν άμεσα τον πλούτο του ατόμου. Αυτή η κατάταξη έχει σημαντικές συνέπειες για την κατανόηση της διάρθρωσης των επενδύσεων. Αποδεικνύεται ότι η βέλτιστη πολιτική χαρτοφυλακίου έχει τρεις συνιστώσες: η κερδοσκοπική, η προτίμηση ανεξάρτητη από τις μεταβλητές υποβάθρου και η προτίμηση που εξαρτώνται από την αστάθεια των μακροοικονομικών μεγεθών.

Ένα κριτήριο για τον προσδιορισμό της βέλτιστης στρατηγικής επενδύσεων των διαφόρων ειδών συνταξιοδοτικών ταμείων μπορεί να είναι η φύση της εγγύησης για τις επιδώσεις τους. Δύο είδη εγγυήσεων αναλύονται - εσωτερική και εξωτερική. Η εσωτερική εγγύηση αντιστοιχεί στον περιορισμό του ελάχιστου των επιδόσεων: Το ταμείο είναι υποχρεωμένο να δημιουργήσει μία ελάχιστη απόδοση. Η εξωτερική εγγύηση δίνεται από εξωτερικούς οργανισμούς για το ταμείο: αυτά τα ιδρύματα καλύπτουν τη διαφορά μεταξύ της εγγυημένης απόδοσης και αυτής που δημιουργείται στην πραγματικότητα. Αποδεικνύετε ότι η φύση της εγγύησης μπορεί να προσδιορίσει τη μορφή του επενδυτικού προγράμματος. Το πρόγραμμα με εσωτερική εγγύηση θυμίζει το χαρτοφυλάκιο μιας ασφαλιστικής εταιρίας, ενώ αυτό που συνδέεται με την εξωτερική εγγύηση παίρνει μια μορφή η οποία χαρακτηρίζεται από την επιλογή του τελικού ορισμού του πλούτου.

Γενικά, τα επενδυτικά προγράμματα μπορούν να εκφραστούν με δυο τύπους:

$$\mathrm{Max}E_t[U(A(T) - G(T))]$$

και

$$\mathrm{Max}E_t[U(G(T) + \alpha \mathrm{Max}(A(T) - G(T), 0)]$$

όπου

E_t – η προσδοκία εξαρτώμενη από τις διαθέσιμες πληροφορίες στο χρόνο t
U – συνάρτηση χρησιμότητας
A – αξία ενεργητικού
G – εγγυήσεις
T – χρόνος συνταξιοδότησης
L – αξία παθητικού
$0 < \alpha \leq 1$

Όταν $G(T) = 0$ πρόκειται για το σχήμα των προκαθορισμένων εισφορών χωρίς εγγύηση. Όταν $G(T) \neq 0$ ο τύπος $\mathrm{Max}E_t[U(A(T) - G(T))]$ περιγράφει το επενδυτικό πρόγραμμα για το σχήμα προκαθορισμένων εισφορών με εσωτερική εγγύηση. Όταν $G(T)=L(T)$ το πρόγραμμα είναι χαρακτηριστικό για το σχήμα προκαθορισμένων παροχών. Το πρόγραμμα $\mathrm{Max}E_t[U(G(T) + \alpha \mathrm{Max}(A(T) - G(T), 0)]$ για $\alpha=1$ αφορά το σχήμα προκαθορισμένων εισφορών με εξωτερική εγγύηση και όταν $0 < \alpha < 1$ και $G(T)=L(T)$ το σχήμα των προκαθορισμένων παροχών με εγγύηση και κανόνα για μέρισμα του πλεονάσματος.

Η διαχείριση των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων περιλαμβάνει τις επενδύσεις των περιουσιακών στοιχείων και τον έλεγχο των μελλοντικών ροών των εισφορών. Ένα μεγάλο ποσοστό μετοχών στο χαρτοφυλάκιο έχει το πλεονέκτημα του χαμηλότερου επιπέδου εισφοράς, αλλά στην

τιμή μιας υψηλότερης χρονικής διακύμανσης στις ροές εισφορών. Επομένως είναι αναγκαία μια βέλτιστη κατανομή μεταξύ επενδύσεων χαμηλού και υψηλού ρίσκου και πολιτικής εισφορών. Στην περίπτωση του σχήματος προκαθορισμένων παροχών η αναλογία των επενδύσεων υψηλού ρίσκου και το επίπεδο των εισφορών αντιστοιχούν στην διαφορά μεταξύ του μέγιστου πλούτου του ταμείου απαραίτητο για την πληρωμή των συντάξεων και του πραγματικού.

Αποδεικνύεται ότι το βέλτιστο επίπεδο των εισφορών $c*$ και των επενδύσεων με υψηλό κίνδυνο $u*$ ως ποσοστό του χαρτοφυλακίου είναι (Boulier et al. 1995):

$$c* = \begin{cases} \left(2r - \beta - \dfrac{\lambda^2}{\sigma^2}\right)\left(x_m - x\right) & \varepsilon\alpha\nu\ x \le x_m \\ 0 & \varepsilon\alpha\nu\ x_m \le x \end{cases}$$

$$u* = \begin{cases} \dfrac{\lambda}{\sigma^2}\dfrac{x_m - x}{x} & \varepsilon\alpha\nu\ x \le x(p) \\ 0 & \varepsilon\alpha\nu\ x_m \le x \end{cases}$$

όπου:

r - επιτόκιο

β - ψυχολογικό επιτόκιο προεξόφλησης

λ - πριμ κινδύνου

σ - μεταβλητότητα της αξίας των επενδύσεων υψηλού ρίσκου

x_m - μέγιστος απαραίτητος πλούτος

x - αγοραία αξία χαρτοφυλακίου

p - πληρωμές συντάξεων

Η τιμή του x_m αντιπροσωπεύει ένα κρίσιμο κατώτατο όριο που ισούται με την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών ροών λόγω πληρωμών συντάξεων για απροσδιόριστο χρονικό διάστημα. Πάνω από αυτό το όριο το ταμείο επενδύει σε προϊόντα χωρίς ρίσκο και δεν λαμβάνει εισφορές. Σε αυτή την περίπτωση οι τόκοι είναι επαρκείς για την πληρωμή των συντάξεων. Κάτω από αυτό το όριο το ταμείο έχει επενδύσει εν μέρει σε ριψοκίνδυνα χρηματοοικονομικά προϊόντα και λαμβάνει εισφορές. Το επίπεδο των βέλτιστων εισφορών $c*$ και των ριψοκίνδυνων επενδύσεων $u*$ είναι φθίνουσα γραμμική συνάρτηση της καθαρής αξίας του ταμείου όταν είναι κάτω από το κρίσιμο όριο. Η γενική ιδέα είναι ότι όσο πλουσιότερο είναι το ταμείο τόσο μικρότερος είναι ο κίνδυνος που θα πρέπει να αναλάβει. Κατά συνέπεια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία τείνουν να αγοράζουν περισσότερες μετοχές όταν πέφτει η αγορά. Επιπλέον, εάν το *u* είναι μεγαλύτερο από τη μονάδα σημαίνει ότι το ταμείο θα δανειστεί προκειμένου να επενδύσει περισσότερο σε μετοχές. Αυτός είναι ο λόγος να

τεθούν μερικά όρια για να αποτραπεί ένα πάρα πολύ μεγάλο χρέος. Επιπλέον, μπορεί να επιβληθεί μια ελάχιστη επένδυση σε ομόλογα προκειμένου να εξασφαλίσει την πληρωμή των συσσωρευμένων υποχρεώσεων σε εκείνους τους εργαζομένους που έχουν καταθέσει τις εισφορές τους. Επίσης, παρατηρούμε ότι όσο υψηλότερη είναι η μεταβλητότητα της αξίας των επενδύσεων υψηλού ρίσκου σ και όσο χαμηλότερο είναι το πριμ κινδύνου λ, τόσο υψηλότερες είναι οι εισφορές και τόσο χαμηλότερες οι επενδύσεις υψηλού ρίσκου.

Παραδοσιακά, τα συνταξιοδοτικά ταμεία επενδύουν ένα σημαντικό μέρος της περιουσίας τους σε μετοχές. Ο Πίνακας 4 δείχνει τη μέση κατανομή των περιουσιακών στοιχειών των συνταξιοδοτικών ταμείων πέντε χωρών. Ακόμη και σήμερα το μέσο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές είναι κοντά στο 50%. Το χαμηλό ποσοστό επένδυσης σε μετοχές στην Ιαπωνία, τη Γερμανία και τη Γαλλία αντικατοπτρίζει τους ποσοτικούς περιορισμούς που έχουν τα ταμεία σε αυτές τις χώρες αν και τα τελευταία χρόνια, ως αποτέλεσμα της φιλελευθεροποίησης του καθεστώτος επενδύσεων, παρατηρείται σύγκλιση στο επίπεδο των Αγγλοσαξονικών χωρών.

Πίνακας 4. *Κατανομή Επενδύσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων Διεθνώς (2003).*

	Μετοχές		**Ομόλογα**		**Εναλλακτικές μορφές, ακίνητα, μετρητά**	**Σύνολο**
	Εσωτερικό	**Εξωτερικό**	**Εσωτερικό**	**Εξωτερικό**		
Αυστραλία	31%	22%	17%	5%	25%	**100%**
Γαλλία	30%	4%	25%	17%	24%	**100%**
Γερμανία	18%	17%	48%	9%	8%	**100%**
Μεγάλη Βρετανία	39%	28%	12%	3%	18%	**100%**
Ιαπωνία	27%	17%	23%	13%	11%	**100%**
Ολλανδία	7%	36%	8%	32%	17%	**100%**
Σουηδία	21%	16%	29%	26%	8%	**100%**
ΗΠΑ	48%	14%	33%	1%	4%	**100%**
Μέση Κατανομή Διεθνώς (IMF)	37%	11%	27%	6%	18%	**100%**

Πηγή: *Για την Γαλλία, τη Γερμανία και τη μέση κατανομή διεθνώς, IMF, Global Stability Report, September 2005. Για τις υπόλοιπες χώρες UBS Global Asset Management, International Pension Funds Comparisons, 2003.*

Οι επενδύσεις σε ομόλογα αντιπροσωπεύουν, κατά μέσο όρο περίπου 33% της περιουσίας των ταμείων ενώ ένα αυξανόμενο ποσοστό (18%) της συνολικής περιουσίας κατευθύνεται σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης από τις οποίες 3% σε ακίνητα.

Στον Πίνακα 5 παρουσιάζεται η κατανομή τεσσάρων από τα πλέον γνωστά συνταξιοδοτικά ταμεία διεθνώς. Παρατηρούμε ότι στα τέσσερα αυτά ταμεία, η κατανομή σε μετοχές κυμαίνεται μεταξύ 40% και 66% και σε ομόλογα από 26% έως 60% ενώ η κατανομή σε άλλες μορφές επενδύσεων είναι σχετικά μικρή. Αξιοσημείωτο είναι και το γεγονός ότι κανένα ταμείο δεν περιλαμβάνει τα μετρητά στην στρατηγική κατανομή επενδύσεων.

Πίνακας 5. *Στρατηγική Κατανομή Επενδύσεων Συνταξιοδοτικών Ταμείων (2005).*

	Σουηδία (AP1)	**Νορβηγία (Petroleum Fund)**	**Ολλανδία (PGGM)**	**ΗΠΑ (Calpers)**	**Μέση Κατανομή Διεθνώς (IMF, 2003*)**
Μετοχές	57,0%	40,0%	45,0%	60,0%	48,0%
Ομόλογα	40,0%	60,0%	30,0%	26,0%	33,0%
Μετρητά	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,0%
Ακίνητα	0,0%	0,0%	12,0%	8,0%	3,0%
Εναλλακτικές Επενδύσεις	3,0%	0,0%	13,0%	6,0%	15,0%
Σύνολο	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Πηγή: *AP1, Petroleum Fund, PGGM, Calpers, IM F. Τα παραπάνω στοιχεία αναφέρονται στο 2005 με εξαίρεση το IMF που αναφέρεται στο 2003.*

7. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο οικονομικός ρόλος των συνταξιοδοτικών ταμείων για την οικονομία είναι σημαντικός και αναγνωρίζεται ακόμη και σε χώρες όπου το pay-as-you-go σύστημα κυριαρχεί. Πράγματι, κατά το στάδιο ωρίμανσης τους, στο οποίο βρίσκονται σε πολλές αγγλοσαξονικές χώρες, τα περιουσιακά στοιχεία τους αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο ποσοστό της κεφαλαιοποίησης της αγοράς ομολόγων και μετοχών σε μέγεθος συγκρίσιμο με το ΑΕΠ της χώρας, καθώς και οι ροές εισφορών προς τα ταμεία συντάξεων, αποτελούν σημαντικό μέρος των προσωπικών αποταμιεύσεων. Επιπλέον, ο τελικός τους στόχος - να πληρώσουν τις συντάξεις των εργαζομένων σε περιόδους συνταξιοδότησης - είναι ζήτημα ύψιστης σημασίας για την κοινωνική και πολιτική σταθερότητα των χωρών. Συνεπώς το πώς να διαχειριστούν επαρκώς τα κεφάλαια των συνταξιοδοτικών ταμείων είναι συνεπώς ένα βασικό ερώτημα.

Τα δυο βασικά συστήματα χρηματοδότησης των συνταξιοδοτικών παροχών – αναδιανεμητικό και κεφαλαιοποιητικό χαρακτηρίζονται από σημαντικά πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα. Η ταυτόχρονη χρησιμοποίηση των δύο μεθόδων ελαχιστοποιεί τις αδυναμίες τους.

Μπορούμε να πούμε ότι οι θεμελιώδες αρχές των συνταξιοδοτικών ταμείων είναι αρκετά απλές ανεξαρτήτως ότι τα σχήματα διαφέρουν από χώρα σε χώρα και είναι πολλές φορές αρκετά περίπλοκα. Οι εργαζόμενοι και οι εταιρίες καταβάλλουν τις εισφορές στο συνταξιοδοτικό ταμείο και σχηματίζεται ένα κεφάλαιο το οποίο επενδύεται για μια μεγάλη χρονική περίοδο και αποδεσμεύεται όταν οι εργαζόμενοι συνταξιοδοτηθούν. Προφανώς, το μέγεθος των συντάξεων είναι ανάλογο με το μέγεθος των εισφορών. Ωστόσο, οι επιλογές των επενδύσεων παίζουν σημαντικό ρόλο – ακόμα και μια μικρή βελτίωση στην απόδοση του χαρτοφυλακίου της τάξεως του 1-2% μετά από τριάντα χρόνια συσσώρευση μπορεί να σημαίνει αύξηση κατά 40-60% των συντάξεων. Από την άλλη μεριά, η υπερβολική έκθεση στις διακυμάνσεις της χρηματαγοράς, στην απουσία της προσεκτικής διαχείρισης, μπορεί να απειλήσει σοβαρά την περιουσία του συνταξιοδοτικού ταμείου και να προκαλέσει μια ανεπιθύμητη αύξηση των εισφορών.

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο η διαχείριση χαρτοφυλακίου και οι εισφορές των εργαζομένων είναι αλληλοεξαρτώμενοι. Επιπλέον, οι αποφάσεις που λαμβάνονται στη διάρκεια ενός έτους για παράδειγμα έχουν επιπτώσεις στο μέλλον. Ως εκ τούτου φαίνεται ότι η πολλαπλή βελτιστοποίηση στο χρόνο είναι απαραίτητη. Η επιλογή της επενδυτικής πολιτικής, η αντιστάθμιση του κινδύνου και η διαχείριση του χαρτοφυλακίου είναι παράγοντες μείζονος σημασίας και απαιτούν υψηλές επαγγελματικές ικανότητες και υπευθυνότητα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ambachtsheer, K.P. and Erza, D.D. (1998). *Pension Fund Excellence: Creating Value for Stockholders*, John Wiley and Sons, New York, USA.

Baker, A.J., Loque, D.E., and Rader, J.S. (2005). *Managing pension and retirement plans: a guide for employers, administrators, and other fiduciaries*, Oxford University Press, New York, USA.

Bodie, Z., and Davis, E.P. (2000). *The foundations of pension finance,* Edward Elgar, Cheltenham, U.K.

Boulier, J.-F., Huang, S., and Taillard, G. (2001). *Optimal investment under stochastic interest rates: the case of a protected defined contribution pension fund.Insurance:* Mathematics and Economics 28, 173-189.

Boulier, J.-F., Trussant, E., and Florens, D. (1995). Proceedings of the 5th AFIR International Colloquium.

Fabozzi**,** F.J. (1997). *Pension Fund Investment Management* (2nd Edition), Associates New Hope, Pennsylvania, USA.

Haight, G.T., and Morell, S. (1997). *The Analysis of Portfolio Management Performance. An Institutional Guide to Assessing and Analyzing Pension Fund Endowment, Foundation and Trust Investment Performance*, New York McGraw-Hill, USA.

Logue, D.E., and Rader, J.S. (1998). *Managing Pension Plans: A Comprehensive Guide to Improving Plan Performance*, President and Fellows of Harvard College, USA.

Menoncin, F. (2002). *Optimal portfolio and background risk: an exact and an approximated solution*. Insurance: Mathematics and Economics 31, 249-265.

Προβόπουλος, Γ., και Καπόπουλος, Π. (2001). *Το δίλημμα των γενεών: Σχεδιάζοντας μια παραμετρική και δομική μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού,* ΙΟΒΕ, Δεκέμβριος, Αθήνα.

Reynaud, E. (1995). *"Le financement des retraites: repartition et capitalisation dans l'Union europeenne",* |RISS| 3-4/95.

Rudolf, M., and Ziemba, W.T. (2004). *Intertemporal surplus management.* Journal of Economic Dynamics and Control 28, 975-990.

Sundaresan, S., and Zapatero, F. (1997). *Valuation, optimal asset allocation and retirement incentives of pension plans.* The Review of Financial Studies 10 (3), 631-660.

Tamburi, G., and Chassard, Y. (2002). *Fonds de pension. Comment font les autres pays.* Economica, Paris, p. 168-169,170.

Weller, Christian., Καραμεσίνη, Μαρία., Ρομπολής, Σάββας., κ.α. (2002). *Μεταρρύθμιση των ευρωπαϊκών συνταξιοδοτικών συστημάτων,* εκδ. Ελληνικά Γράμματα, Αθήνα.

Διαδίκτυο

www.bankofgreece.gr

www.ggka.gr

www.iobe.gr

www.en.wikipedia.org

www.worldbank.org/pensions