



**ΑΝΟΙΚΤΟ  
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΚΥΠΡΟΥ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ  
ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
«ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ»**

## **ΔΙΑΤΡΙΒΗ ΕΠΙΠΕΔΟΥ ΜΑΣΤΕΡ**

### **ΤΙΤΛΟΣ ΔΙΑΤΡΙΒΗΣ**

**Επενδύσεις Αποθεματικών των Ασφαλιστικών Ταμείων στον  
Ελλαδικό Χώρο και Σύγκριση με το Αγγλοσαξονικό Μοντέλο  
Διαχείρισης**

**ΟΝΟΜΑ ΦΟΙΤΗΤΗ:**  
Καραμανώλη Α. Ειρήνη

**ΟΝΟΜΑ ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΑ ΚΑΘΗΓΗΤΗ:**  
Καβουσανός Εμμανουήλ

**ΛΕΥΚΩΣΙΑ, ΙΟΥΝΙΟΣ, 2012**

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

1.	ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	12
2.	ΑΡΧΕΣ ΚΑΙ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	17
2.1.	ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ .....	17
2.1.1.	ΤΟ ΔΙΑΝΕΜΗΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	18
2.1.2.	ΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	19
2.1.3.	Ο ΠΥΛΩΝΑΣ ΙΔΙΩΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ.....	19
2.2.	ΤΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ .....	20
2.3.	ΤΟ ΑΓΓΛΟΣΑΞΟΝΙΚΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....	24
3.	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ .....	26
3.1.	ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ .....	26
3.1.1.	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ .....	26
3.1.2.	ΤΟ ΙΣΧΥΟΝ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ .....	32
3.1.2.1.	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....	32
3.1.2.2.	ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ .....	33
3.1.2.3.	ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΑΚΙΝΗΤΑ .....	34
3.2.	ΈΛΕΓΧΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....	35
3.2.1.	Η ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΔΟΣΕΩΝ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ .....	35
3.2.2.	ΔΙΑΣΤΡΩΜΑΤΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΊΩΝ ΤΩΝ 5 ΜΕΓΑΛΥΤΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ ΚΎΡΙΑΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ, ΓΙΑ ΤΑ ΈΤΗ 2005 – 2009.....	40
3.3.	Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΚΑΙ ΤΟ ΑΓΓΛΟΣΑΞΟΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ .....	49
3.4.	Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΦΑΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ .....	50
4.	ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΣΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΩΝ .....	53
4.1.	ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ .....	53
4.2.	ΠΑΓΚΟΣΜΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ .....	54
4.3.	ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ.....	57

4.3.1.	ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΩΣΗ .....	58
4.3.2.	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΚΑΙ ΑΝΑΛΑΜΒΑΝΟΜΕΝΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ .....	59
4.4.	ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ ΣΤΗΝ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	61
5.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	63
6.	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	65

## ΛΙΣΤΑ ΠΙΝΑΚΩΝ

<i>Πίνακας 2.1: Οι Μεγαλύτεροι Ασφαλιστικοί οργανισμοί στην Ελλάδα</i>	22
<i>Πίνακας 3.1: Η Ετήσια Κατανομή των Επενδύσεων των Ταμείων (1996-2009)</i>	37
<i>Πίνακας 3.2: Οι Ετήσιες Αποδόσεις των Επενδύσεων των Ταμείων (1997-2009)</i>	39
<i>Πίνακας 3.3: Διάρθρωση χαρτοφυλακίου ΙΚΑ – ΕΤΑΜ, 2005-2009</i>	41
<i>Πίνακας 3.4: Διάρθρωση χαρτοφυλακίου ΟΑΕΕ, 2005-2009</i>	41
<i>Πίνακας 3.5: Διάρθρωση χαρτοφυλακίου ΟΓΑ, 2005-2009</i>	42
<i>Πίνακας 3.6: Διάρθρωση χαρτοφυλακίου ΕΤΑΑ, 2005-2009</i>	43
<i>Πίνακας 3.7: Διάρθρωση χαρτοφυλακίου ΕΤΑΠ ΜΜΕ, 2005-2009</i>	44
<i>Πίνακας 3.8: Συγκεντρωτικά στοιχεία διάρθρωσης των χαρτοφυλακίων των πέντε μεγαλύτερων ταμείων κύριας ασφάλισης</i>	46
<i>Πίνακας 3.9: Κατηγοριοποίηση Επενδύσεων των χαρτοφυλακίων των πέντε μεγαλύτερων ταμείων κύριας ασφάλισης, Βάσει Επενδυτικού Κινδύνου</i>	47
<i>Πίνακας 3.10: Περιουσία Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης</i>	49
<i>Πίνακας 5.1: Επίπτωση Χρήσης Hedge Funds</i>	58

## ΓΛΩΣΣΑΡΙΟ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΩΝ

OCP: Organisation Consulting Partnership
NAT: Ναυτικό Απομαχικό Ταμείο
ΙΚΑ-ΕΤΑΜ: Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων – Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Ιδιωτών
ΟΓΑ: Οργανισμός Γεωργικών Ασφαλίσεων
ΟΑΕΕ: Οργανισμός Ασφάλισης Ελεύθερων Επαγγελματιών
ΤΕΒΕ: Ταμείο Επαγγελματιών και Βιοτεχνών Ελλάδος
ΤΑΕ: Ταμείο Ασφάλισης Εμπόρων
ΤΣΑ: Ταμείο Συντάξεως Αυτοκινητιστών
ΕΤΑΑ: Ενιαίο Ταμείο Ανεξάρτητα Απασχολούμενων
ΤΣΜΕΔΕ: Ταμείο Συντάξεως Μηχανικών & Εργοληπτών Δημοσίων Έργων
ΤΣΑΥ: Ταμείο Συντάξεως και Ασφάλισης Υγειονομικών
ΕΤΑΠ-ΜΜΕ: Ενιαίο Ταμείο Προσωπικού Μέσων Μαζικής Επικοινωνίας
ΕΤΕΑΜ: Ενιαίο Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης
ΔΕΚΟ :Δημόσιες Επιχειρήσεις Κοινής Ωφέλειας
ΕΤΑΤ: Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης των Τραπεζών
ΤΕΑΔΥ: Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Δημοσίων Υπαλλήλων
PSI: Private Sector Involvement
ΟΤΕ: Οργανισμός Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος.
NHS: National Health Service
ΑΕΔΑΚ: Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων
ΦΚΑ: Φορείς Κοινωνικής Ασφάλισης
ΕΕΑΠ: Εταιρίες Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας
ΑΧΕΠΕΥ : Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΓΓΚΑ: Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων
ΑΕΠ: Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν
ΟΟΣΑ: Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης
ΓΣΕΕ: Γενική Συνομοσπονδία Εργατών Ελλάδας
ΙΟΒΕ: Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης των προηγμένων χωρών, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη τριών βασικών πυλώνων που καλύπτουν τη βασική κοινωνική ασφάλιση, την επαγγελματική ασφάλιση και την ανεξάρτητη ιδιωτική ασφάλιση. Οι αρνητικοί δημογραφικοί παράγοντες, ο κατακερματισμός των φορέων, η αυξημένη γραφειοκρατία, η αδυναμία επαρκούς ελέγχου, η αναποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών και η ύπαρξη θεσμικών αλλά και άλλων περιορισμών έχουν αναδείξει το «ασφαλιστικό» ως ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της Ελληνικής κοινωνίας. Οι προαναφερθείσες δυσκολίες επιχειρήθηκε να αντιμετωπιστούν μέσω πολλαπλών νομοθετικών παρεμβάσεων και μεταρρυθμιστικών προσπαθειών οι οποίες έλαβαν χώρα κυρίως μετά το 1990 και κορυφώθηκαν το 2011 λόγω των οξύτατων οικονομικών προβλημάτων της χώρας. Τα αποθεματικά των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Η ανάγκη για κεφαλαιοποίηση σε ένα φερέγγυο και αποτελεσματικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι εμφανής και επιτακτική και η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών είναι απαραίτητη για να αποφευχθεί η κατάρρευση του ασφαλιστικού συστήματος τα επόμενα χρόνια. Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων επενδύσεων του ασφαλιστικού, το 2007 νομοθετήθηκε ένα νέο σύγχρονο διαφανές και αποτελεσματικό πλαίσιο διαχείρισης επενδύσεων το οποίο εστίαζε στην επενδυτική πολιτική, τη διαχείριση περιουσιακών στοιχείων, τις επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια και ακίνητα και εν γένει τον αποτελεσματικό έλεγχο των επενδύσεων. Παρ' όλα αυτά, η πρόσφατη οικονομική κρίση διόγκωσε το «ασφαλιστικό» πρόβλημα και η περαιτέρω μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος αποτελεί πλέον ύψιστη και επιτακτική προτεραιότητα.

Το σύγχρονο, παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον παρέχει μια σειρά χρηματοοικονομικών προϊόντων και εργαλείων, η αποτελεσματική χρήση των οποίων μπορεί να αυξήσει τις αποδόσεις και να αντισταθμίσει τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Εξαιτίας κυρίως της έλλειψης τεχνογνωσίας αλλά και λόγω της πολυετούς έλλειψης σχετικού νομοθετικού πλαισίου, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα δε έχουν εντάξει στο επενδυτικό τους «μενού» τέτοιου τύπου προϊόντα τα οποία ήδη χρησιμοποιούνται ευρέως σε χώρες όπως αυτές που ανήκουν στον Αγγλοσαξονικό άξονα. Στην παρούσα μελέτη, εξετάζουμε αναλυτικά και τοποθετούμαστε κριτικά σχετικά με το αν μπορεί η υιοθέτηση του αγγλοσαξονικού μοντέλου επενδύσεων και η χρήση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων και προϊόντων να αποβεί κερδοφόρα στο πλαίσιο μιας μικρής οικονομίας όπως αυτή της Ελλάδας. Επίσης, καταθέτουμε μία σειρά προτάσεων για τη βελτίωση του Ελληνικού μοντέλου διαχείρισης των αποθεματικών, σχετικά με τη δομή και οργάνωση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αλλά και σχετικά με τους επιδιωκόμενους επενδυτικούς στόχους και τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Πεποίθησή μας είναι ότι ακόμη και στην παρούσα δυσμενή οικονομική συγκυρία, τα αποθεματικά των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων μπορούν να αποτελέσουν κινητήρια δύναμη στην προσπάθεια ανάκαμψης της Ελληνικής οικονομίας συμβάλλοντας κατ' αυτό τον τρόπο στην αντιμετώπιση της κρίσης.

## **ABSTRACT**

The social insurances systems of developed countries, including Greece, are comprised of three main pylons that cover the basic social insurance, the professional insurance and the independent private insurance. Negative demographic factors, the dispersion of organizations, the increased bureaucracy, the inability of efficient supervision, the ineffective management of treasury funds and the presence of institutional and other kind of restraints have made the "insurance issue " into one of the major problems of the Greek society. These difficulties were attempted be dealt with by means of multiple legislative interventions and reform efforts that took place mainly after 1990s and culminated in 2011 due to the immense economic problems of the country. The treasury funds of the organizations of the social insurance system consist of an integral part of the social insurance system itself. The need for capitalization in a reliable and effective social insurance system is pretty obvious, and immediate and competent management of treasury funds is essential to prevent the social insurance system from collapsing in the years to come. In 2007 was legislated a new updated clear and effective investment management framework in order to cope with the insurance investment problems, which emphasizes on investment policy, asset management, investment in mutual funds and real estate and in general, in a more successful control over investments.. However, the recent economic crisis has blown the social insurance problem out of proportion and a further reform of the insurance system, is most urgent and of highest priority.

The modern, globalized financial environment provides a range of financial products and tools, effective use of which can increase capital gains and counterbalance their risk exposure. Firstly, owing to the lack of expertise but also because of the longstanding absence of relevant legislative framework, the social insurance organizations in Greece have not included in their investment "menu" such types of products which are already widely used in countries like the ones belonging to the Anglo-Saxon axis. In this study, we analyze and resolve in a critical way on whether the adoption of the Anglo-Saxon investment model and the use of updated financial tools and products can prove to be profitable within a small economy like the one of Greece. Also, we express a number of suggestions regarding the upgrading of the model of treasury funds management, also the structure and the set up of the social insurance organizations and finally regarding the pursued investment objectives and the management risks.

It is our conviction that even under the present unfortunate economic circumstances the treasury funds of the Greek social insurance depositories can become the driving force of the recovery of the Greek economy, thus contributing in dealing with the crisis.

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

*Ευχαριστώ τον υιό μου Θοδωρή, τον σύζυγο μου Δημήτρη και την μητέρα μου Δήμητρα, που ακούραστα στηρίζουν τις επιλογές μου.*



## Εκτελεστική Σύνοψη

Τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης των προηγμένων χωρών, συμπεριλαμβανομένης και της Ελλάδας, χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη τριών βασικών πυλώνων που καλύπτουν τη βασική κοινωνική ασφάλιση, την επαγγελματική ασφάλιση και την ανεξάρτητη ιδιωτική ασφάλιση. Οι αρνητικοί δημογραφικοί παράγοντες στην χώρα μας, τα σφάλματα του παρελθόντος, ο κατακερματισμός των φορέων σε πολλά μικρά σχήματα, η ιδιαίτερα αυξημένη γραφειοκρατία, οι πολύπλοκες διαδικασίες αδυναμία επαρκούς ελέγχου σε όλα τα επίπεδα (εισφορές, παροχές, κ.λπ.), η αναποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων και η ύπαρξη θεσμικών αλλά και άλλων περιορισμών έχουν αναδείξει το «ασφαλιστικό» ως ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα της Ελληνικής κοινωνίας και σίγουρα θα είναι το «καυτό θέμα» των μελλοντικών γενεών. Οι προαναφερθείσες δυσκολίες επιχειρήθηκε να αντιμετωπιστούν μέσω πολλαπλών νομοθετικών παρεμβάσεων και μεταρρυθμιστικών προσπαθειών οι οποίες έλαβαν χώρα κυρίως μετά το 1990 και κορυφώθηκαν το 2011 λόγω των οξύτατων οικονομικών προβλημάτων της χώρας και της προσφυγής της χώρας σε δανεισμό από την Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Τα αποθεματικά των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης στο πλαίσιο του διανεμητικού συστήματος συντάξεων. Η ανάγκη για κεφαλαιοποίηση σε ένα φερέγγυο και αποτελεσματικότερο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι εμφανής και επιτακτική και η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών είναι απαραίτητη για να βοηθήσει στην αποφυγή της κατάρρευσης του ασφαλιστικού συστήματος τα επόμενα χρόνια.

Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων επενδύσεων του ασφαλιστικού συστήματος και την εκπορευόμενη από αυτά υψηλότερη γραφειοκρατία, το 2007 κρίθηκε αναγκαία η κατάργηση των υφιστάμενων νομοθετικών διατάξεων και η αντικατάστασή τους από ένα νέο σύγχρονο διαφανές και αποτελεσματικό νομοθετικό πλαίσιο. Ο σχετικός νόμος είχε σα στόχο τη δημιουργία ενός συμπαγούς και πλήρους πλαισίου αναφοράς και εστίαζε στους τομείς της επενδυτικής πολιτικής, της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων, των επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια και ακίνητα και του αποτελεσματικού ελέγχου των επενδύσεων.

Παραδοσιακά τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία διεθνώς, ακολουθούσαν συντηρητικές επενδυτικές επιλογές, ενώ ο παρεμβατισμός της πολιτική εξουσίας ήταν αυξημένος. Σταδιακά, και ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια επήλθαν σημαντικές αλλαγές στην διακυβέρνηση και την επενδυτική στρατηγική τους, οι οποίες οδήγησαν σε επαγγελματικές δομές διακυβέρνησης και ανεξαρτησία από το κράτος, εφαρμογή στρατηγικών επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων, επαγγελματική διαχείριση για την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων με ελεγχόμενο επενδυτικό κίνδυνο και αύξηση εναλλακτικών επενδύσεων με στόχο την αποτελεσματική διασπορά κινδύνων.

Μεταξύ 1997 και 2009, η μέση καθαρή ετήσια απόδοση του συνολικού χαρτοφυλακίου των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ανήλθε στο 2.9%, ποσοστό που αν και είναι σημαντικά υψηλότερο συγκρινόμενο με αποδόσεις προηγούμενων ετών, εξακολουθεί να είναι σημαντικά χαμηλότερο των μέσων ετησίων αποδόσεων ασφαλιστικών ταμείων άλλων χωρών οι οποίες διαχειρίστηκαν τις επενδύσεις τους περισσότερο αποτελεσματικά (π.χ. Μεγάλη Βρετανία με καθαρή απόδοση 5.4%).

Η πρόσφατη οικονομική κρίση διόγκωσε το πρόβλημα του ασφαλιστικού, όμως είναι επίσης βέβαιο ότι το εν λόγω πρόβλημα προϋπήρχε και το πολιτικό και ασφαλιστικό σύστημα απέτυχε να το αντιμετωπίσει τις προηγούμενες δεκαετίες. Εκ των πραγμάτων, η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος αποτελεί πλέον ύψιστη προτεραιότητα και επιτακτική ανάγκη και θα οδηγήσει τα επόμενα χρόνια σε μια σειρά ενεργειών και αποφάσεων στις οποίες αναμφίβολα περιλαμβάνεται ο περαιτέρω εξορθολογισμός των παροχών και οι ενοποιήσεις των κλάδων υγείας και των επικουρικών.

Το σύγχρονο, παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχει μια σειρά από ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά που βελτιώνουν θεαματικά τις δυνατότητες αποτελεσματικής διαχείρισης των αποθεματικών των ταμείων. Η ελλιπής αξιοποίηση των χαρακτηριστικών αυτών και η μη προσαρμογή των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στις νέες συνθήκες αποτελεί ουσιαστικά κίνδυνο και μείζον πρόβλημα με σημαντικό αντίκτυπο στην αποτελεσματικότητα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Ταυτόχρονα, η παγκοσμιοποίηση του χρηματοοικονομικού συστήματος οδήγησε στη δημιουργία νέων ή την ένταση χρήσης υφιστάμενων χρηματοοικονομικών προϊόντων και εργαλείων, η αποτελεσματική χρήση των οποίων μπορεί να αυξήσει τις

αποδόσεις και να αντισταθμίσει τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Εξαιτίας κυρίως της έλλειψης τεχνογνωσίας αλλά και λόγω της πολυετούς έλλειψης σχετικού νομοθετικού πλαισίου, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα δε έχουν εντάξει στο επενδυτικό τους «μενού» τέτοιου τύπου προϊόντα τα οποία ήδη χρησιμοποιούνται ευρέως σε άλλες χώρες όπως αυτές που ανήκουν στον Αγγλοσαξονικό άξονα. Στην παρούσα μελέτη, εξετάζουμε αναλυτικά και τοποθετούμαστε κριτικά σχετικά με το αν μπορεί η υιοθέτηση του αγγλοσαξονικού μοντέλου επενδύσεων και η χρήση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων και προϊόντων που προαναφέρθηκαν να αποβεί κερδοφόρα στο πλαίσιο μιας μικρής οικονομίας όπως αυτή της Ελλάδας. Επίσης, καταθέτουμε μία σειρά προτάσεων για τη βελτίωση του Ελληνικού μοντέλου διαχείρισης των αποθεματικών, αφενός σχετικά με τη δομή και οργάνωση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης και αφετέρου σχετικά με τους επιδιωκόμενους επενδυτικούς στόχους και τους αναλαμβανόμενους κινδύνους.

Πεποίθησή μας είναι ότι ακόμη και στην παρούσα δυσμενή οικονομική συγκυρία, τα αποθεματικά των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων μπορούν να αποτελέσουν κινητήρια δύναμη στην προσπάθεια ανασυγκρότησης της Ελληνικής οικονομίας συμβάλλοντας κατ' αυτό τον τρόπο στην αντιμετώπιση της κρίσης. Μάλιστα η παρούσα χρονική συγκυρία είναι ενδεχομένως ιδανική για να επαναπροσδιοριστεί ο ρόλος των ασφαλιστικών ταμείων στην ελληνική οικονομία αλλά και στις οικονομίες διεθνώς.

# 1. Εισαγωγή

Είναι ευρέως αποδεκτό ότι η κοινωνική ασφάλιση αποτελεί θεσμό και σύστημα που επηρεάζεται από οικονομικούς και κοινωνικούς παράγοντες καθώς επίσης και από τα δημογραφικά χαρακτηριστικά της κάθε χώρας. Η εξάρτηση αυτή δημιουργεί ανησυχίες σχετικά με την εξέλιξη των παροχών και τη μελλοντική τους εφικτότητα, δηλαδή σχετικά με το κατά πόσο το εν λόγω σύστημα θα είναι σε θέση να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει απέναντι στους ασφαλισμένους και τους συνταξιούχους, στο άμεσο αλλά και στο απώτερο μέλλον.

Τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης της Ευρώπης και του Αγγλοσαξονικού τόξου (Μ. Βρετανία, Ιρλανδία, ΗΠΑ) χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη τριών βασικών πυλώνων: (1) την ύπαρξη ενός βασικής κοινωνικής ασφάλισης που είναι υποχρεωτική και καλύπτει το σύνολο του πληθυσμού, (2) την επαγγελματική ασφάλιση και (3) ανεξάρτητη ιδιωτική ασφάλιση. Σχετικά με τον πρώτο πυλώνα, η πλειοψηφία των Αγγλοσαξονικών χωρών παρέχουν καθολική κάλυψη, ενώ στις περισσότερες χώρες προσφέρονται συνταξιοδοτικά προγράμματα ασφάλισης ανάλογα με την εργασία. Όλα αυτά είναι υποχρεωτικά για τους εργαζόμενους στον ιδιωτικό τομέα, το δημόσιο τομέα και τουλάχιστον για κάποιους αυτοαπασχολούμενους. Στην Αγγλία και την Ιρλανδία το καθεστώς χρηματοδότησης για τον ιδιωτικό τομέα και για τους αυτοαπασχολούμενους είναι παρόμοιο και πλήρως αναδιανεμητικού χαρακτήρα. Συνολικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι χώρες αυτές χαρακτηρίζονται από ένα σύστημα που είναι μερικώς αναδιανεμητικό και μερικώς κρατικά χρηματοδοτούμενο. Ο δεύτερος πυλώνας είναι συνήθως μη υποχρεωτικός και για τον ιδιωτικό και το δημόσιο τομέα. Στην Ελλάδα, ενώ η αρχική δομή του ασφαλιστικού συστήματος ήταν πολύ κοντά στο γερμανικό μοντέλο (Bismark), σταδιακά ο χαρακτήρας του συστήματος έγινε μικτός, παρουσιάζοντας και πολλά στοιχεία από το μοντέλο Beveridge (Νεκτάριος,2003; Νεκτάριος,2007).

Οι προκλήσεις που καλούνται να αντιμετωπίσουν τα συστήματα κοινωνικής ασφάλισης όλων των ώριμων οικονομιών και κατ' επέκταση και της Ελλάδας, εμπεριέχουν μεταξύ άλλων τη διαχείριση και αντιμετώπιση του δημογραφικού προβλήματος και τη βιωσιμότητα των χρηματοδοτικών πόρων σε συνδυασμό με την

παράλληλη οικονομική ανάπτυξη της κάθε χώρας. Στο πλαίσιο αντιμετώπισης των εν λόγω προκλήσεων, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει ήδη προτείνει ένα πλέγμα κατευθυντήριων γραμμών στις οποίες πρέπει να κινηθούν τα κράτη-μέλη (παροχή ασφαλούς εισοδήματος, οικονομική βιωσιμότητα, εκσυγχρονισμός)(OCP71, 2010a; OCP71, 2010b; OCP71, 2010c).

Το πρόβλημα εμφανίζεται με μεγαλύτερη οξύτητα και χρίζει άμεσης αντιμετώπισης στις χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου (μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα) όπου οι οικονομικές, πολιτικές και κοινωνικές συνθήκες όπως η πολιτική αστάθεια, ο θεμελιώδης ρόλος της οικογένειας και τα χαμηλά ποσοστά συμμετοχής των γυναικών στην αγορά εργασίας και άλλα παρόμοια, οδήγησαν στην ταχύτερη επιδείνωση του συστήματος. Ως εκ τούτου, μια σειρά μεταρρυθμιστικών προσπαθειών, με στόχο τη σταθεροποίηση και διασφάλιση της βιωσιμότητας του συστήματος, βρίσκεται ήδη σε εξέλιξη τα τελευταία χρόνια σε διάφορες χώρες μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα.

Οι βασικές αδυναμίες και προκλήσεις που το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα καλείται να αντιμετωπίσει είναι η επί σειρά ετών συσσώρευση ελλειμμάτων κυρίως λόγω κακής διαχείρισης των αποθεματικών, ο κατακερματισμός των φορέων σε πολλά μικρά σχήματα, η ιδιαίτερα αυξημένη γραφειοκρατία και οι πολύπλοκες διαδικασίες οι οποίες δημιουργούν μεγάλες καθυστερήσεις στην εξυπηρέτηση των ασφαλισμένων και τέλος η αδυναμία επαρκούς ελέγχου σε όλα τα επίπεδα (εισφορές, παροχές, κ.λπ.) η οποία καθιστά ακόμη πιο δύσκολη την οικονομική υγεία και τη βιωσιμότητα των φορέων κοινωνικής ασφάλισης.

Οι προαναφερθείσες δυσκολίες επιχειρήθηκε να αντιμετωπιστούν μέσω συνεχών νομοθετικών παρεμβάσεων και μεταρρυθμιστικών προσπαθειών οι οποίες έλαβαν χώρα κατά τα έτη 1990, 1992, 1996, 1999, 2002 (Νεκτάριος,2003; Νεκτάριος,2007)και κορυφώθηκαν το 2010-11 λόγω των οξυτάτων οικονομικών προβλημάτων της χώρας και των επιταγών του μνημονίου δανεισμού από τους εταίρους μας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο. Μια σημαντική προσπάθεια βελτίωσης της δομής του κατακερματισμένου ασφαλιστικού συστήματος έγινε το 1999 όταν με σχετικό νόμο πραγματοποιήθηκαν αλλαγές στη δομή των ασφαλιστικών οργανισμών, καταργήσεις και συγχωνεύσεις. Μετά από τις νομοθετικές παρεμβάσεις και των τελευταίων ετών (Spyropoulos, 2010), οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης ομαδοποιήθηκαν και έχουν πλέον

περιοριστεί, πέραν του Ταμείου του Δημοσίου και του ΝΑΤ, σε πέντε κύρια ταμεία. Πρόκειται για το Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων – Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Ιδιωτών (ΙΚΑ-ΕΤΑΜ), τον Οργανισμό Γεωργικών Ασφαλίσεων(ΟΓΑ), τον Οργανισμό Ασφάλισης Ελεύθερων Επαγγελματιών(ΟΑΕΕ) ο οποίος συμπεριέλαβε τα Ταμείο Επαγγελματιών και Βιοτεχνών Ελλάδος (ΤΕΒΕ), Ταμείο Ασφάλισεως Εμπόρων(ΤΑΕ) και Ταμείο Συντάξεως Αυτοκινητιστών (ΤΣΑ), το Ενιαίο Ταμείο Ανεξάρτητα Απασχολούμενων(ΕΤΑΑ)που συνένωσε τα Ταμείο Συντάξεως Μηχανικών & Εργοληπτών Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ), Ταμείο Συντάξεως και Ασφάλισεως Υγειονομικών (ΤΣΑΥ) και Ταμείο Νομικών, και τέλος το Ενιαίο Ταμείο Προσωπικού Μέσων Μαζικής Επικοινωνίας(ΕΤΑΠ-ΜΜΕ). Επίσης, μετά και από την τελευταία νομοθετική παρέμβαση, διατηρούνται 6 επικουρικά ταμεία και 2 επιπλέον ταμεία για την παροχή εφάπαξ. Πρόκειται για το Ενιαίο Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Μισθωτών (ΕΤΕΑΜ) του ΙΚΑ (στο οποίο θα ενσωματωθούν τα προβληματικά ταμεία), ένα ταμείο εργαζομένων για τα υγιή επικουρικά ταμεία, ένα ταμείο για τους απασχολούμενους στις Δημόσιες Επιχειρήσεις Κοινής Ωφέλειας (ΔΕΚΟ), ένα για τις τράπεζες (Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης των Τραπεζών - ΕΤΑΤ), ενώ παραμένουν το Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Δημοσίων Υπαλλήλων (ΤΕΑΔΥ) και ένα ταμείο για τους εργαζόμενους στα Σώματα Ασφαλείας. Για την πληρωμή εφάπαξ θα παραμείνουν δύο ταμεία πρόνοιας, ένα για τους δημόσιους υπαλλήλους και ένα για τους ιδιωτικούς. Πέραν αυτών, το 2013, τα ταμεία προβλέπεται να συγχωνευτούν περαιτέρω σε 3, αυτά των μισθωτών, των αυτοαπασχολούμενων και των αγροτών. Προβλέπεται επίσης ένταξη στον κλάδο κυρίας σύνταξης του ΙΚΑ όλων των νέων δημόσιων υπαλλήλων που θα προσληφθούν από το 2013.

Τα αποθεματικά των ταμείων αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης στο πλαίσιο του διανεμητικού συστήματος συντάξεων. Σκοπός τους είναι η χρηματοδότηση των μελλοντικών υποχρεώσεων του συστήματος όταν αυτό δε θα είναι σε ισορροπία και οι εισφορές των ασφαλισμένων δε θα επαρκούν για την πληρωμή των συντάξεων. Οι ούτως ή άλλως υψηλές ανάγκες χρηματοδότησης του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης καθιστούν επιτακτική ανάγκη την αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων και των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα. Αυτονόητα, η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών

αυτών αποτελεί προϋπόθεση και για την βιωσιμότητα, την επάρκεια και την αξιοπιστία του συστήματος. Αν μάλιστα ληφθεί υπόψη ότι οι σημαντικοί περιορισμοί που υφίσταντο σχετικά με τη διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης από τη δεκαετία του 1950 μέχρι τα μέσα του 1990 οδήγησαν σε υστέρηση των αποδόσεων των ταμείων σε σχέση με τον πληθωρισμό, τότε είναι προφανές ότι πλέον η ανάγκη για αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών είναι ακόμη πιο πιεστική (Τεσσαρομάτης,2008; Νεκτάριος,2003).

Αναμφίβολα για κάποια ταμεία, το πρόβλημα επιδεινώθηκε λόγω της πρόσφατης επισφαλούς επένδυσής τους στα γνωστά «δομημένα ομόλογα» (Τσακάλογλου, 2010), παρόλο που μέρος των ομολόγων αυτών επαναγοράσθηκε από τις ανάδοχες ή μεσολαβήσασες τράπεζες. Αν και τελικά όσο ταμεία κράτησαν τα ομόλογα αυτά μπορεί σήμερα να απολαμβάνουν καλύτερες αποδόσεις είναι βέβαιο ότι οι αδιαφανείς διαδικασίες που ακολουθήθηκαν κατά τη διάρκεια των επενδύσεων και οι υψηλότερες προμήθειες που πληρώθηκαν ζημίωσαν σημαντικά τα ασφαλιστικά ταμεία. Επιπλέον, το πρόσφατο PSI και το κούρεμα των επενδεδυμένων ποσών σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, η αξία των οποίων απομειώθηκε σημαντικά (από 22 σε 11,5 δις ευρώ περίπου), οδήγησε σε πολύ δυσμενέστερη θέση τη μεγάλη πλειοψηφία των ταμείων, ακόμη και αυτά που είχαν πετύχει καλά αποτελέσματα το προηγούμενο χρονικό διάστημα (π.χ. ΤΣΜΕΔΕ).

Εν κατακλείδι, θα μπορούσαμε να ισχυριστούμε ότι η χρηστή διακυβέρνηση, η άρτια και επαγγελματική διαχείριση και η δημιουργία κατάλληλου θεσμικού επενδυτικού πλαισίου αποτελεί μονόδρομο για τη διαφανή και αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων. Η ανάγκη για κεφαλαιοποίηση σε ένα φερέγγυο και αποτελεσματικότερο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι εμφανής και επιτακτική και η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών είναι απαραίτητη για να βοηθήσει στην αποφυγή της κατάρρευσης του ασφαλιστικού συστήματος τα επόμενα χρόνια.

Η παρούσα μελέτη πραγματεύεται το επενδυτικό μοντέλο που έχουν διαχρονικά υιοθετήσει και υλοποιήσει τα ασφαλιστικά ταμεία στην Ελλάδα. Επιπλέον, εξετάζουμε αναλυτικά και τοποθετούμαστε κριτικά σχετικά με το αν μπορεί το αγγλοσαξονικό μοντέλο επενδύσεων και η χρήση των σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων και

προϊόντων να αποβεί ενδεδειγμένη επενδυτική λύση για τους ασφαλιστικούς οργανισμούς μιας μικρής οικονομίας όπως αυτή της Ελλάδας. Επίσης, καταθέτουμε μία σειρά προτάσεων για τη βελτίωση του Ελληνικού μοντέλου διαχείρισης των αποθεματικών, αφενός σχετικά με τη δομή και οργάνωση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης και αφετέρου σχετικά με τους επιδιωκόμενους επενδυτικούς στόχους και τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Για το σκοπό αυτό επιχειρείται μία βιβλιογραφική ανασκόπηση της υπάρχουσας σχετικής ερευνητικής δραστηριότητας και αξιοποιούνται βιβλιογραφικές πηγές που έχουν διερευνήσει το θέμα και καταγράφει σχετικά αποτελέσματα (Νεκτάριος, 2003, 2007; Τεσσαρομάτης, 2008, 2011; Τσακάλογλου, 2010).

Η διάρθρωση της εργασίας κατόπιν της εισαγωγής που προηγήθηκε στον παρόν κεφάλαιο και η οποία είχε σα σκοπό να περιγράψει την παρούσα κατάσταση σχετικά με τους ασφαλιστικούς οργανισμούς στην Ελλάδα και το επενδυτικό μοντέλο που έχουν ακολουθήσει έχει ως εξής: Στο Κεφάλαιο 2 παρουσιάζουμε τις αρχές και τα χαρακτηριστικά των ασφαλιστικών συστημάτων, εξειδικεύοντας και αναλύοντας περαιτέρω το ασφαλιστικό σύστημα στην Ελλάδα και αντιδιαστέλλοντάς το με αυτά χωρών του Αγγλοσαξονικού τόξου. Στο Κεφάλαιο 3 παρουσιάζεται το μοντέλο επενδύσεων που ακολουθούν οι ασφαλιστικοί οργανισμοί στην Ελλάδα και το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο σε αντιπαραβολή με το αντίστοιχο μοντέλο του Αγγλοσαξονικού άξονα, ενώ επιχειρείται και μια καταγραφή της επίδρασης της πρόσφατης οικονομικής κρίσης στο υφιστάμενο μοντέλο κοινωνικής ασφάλισης. Στο Κεφάλαιο 4 κατατίθεται μια σειρά προτάσεων για τη βελτίωση της υφιστάμενης κατάστασης διαχείρισης των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων με τις ευχέρειες και τα εργαλεία που παρέχει το σύγχρονο, παγκόσμιο, οικονομικό περιβάλλον, καθώς επίσης και οι απόψεις μας σχετικά με το αν τα αποθεματικά των φορέων κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να συνεισφέρουν στην ανάκαμψη και ανόρθωση της πραγματικής οικονομίας. Τέλος, στο Κεφάλαιο 5 παρατίθενται να συμπεράσματα και οι τομείς στους οποίους μπορεί μελλοντικά να κινηθεί η σχετική έρευνα.



## 2. Αρχές και Χαρακτηριστικά του Ασφαλιστικού Συστήματος

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε και σχολιάζουμε τις αρχές και τα βασικά χαρακτηριστικά των ασφαλιστικών συστημάτων, εξειδικεύοντας και αναλύοντας περαιτέρω το ασφαλιστικό σύστημα στην Ελλάδα και αντιδιαστέλλοντάς το με αυτά χωρών του Αγγλοσαξονικού τόξου.

### 2.1. Χαρακτηριστικά Συστημάτων Ασφάλισης

Στις σύγχρονες κοινωνίες, μέσα στις οποίες περιλαμβάνονται και αυτές της Ευρώπης και της Ελλάδας, έχει τις τελευταίες δεκαετίες αναπτυχθεί ο θεσμός της κοινωνικής ασφάλισης για να καλύψει τις ανάγκες των εργαζόμενων μετά την αποχώρηση από την εργασία, λόγω γήρατος, ή εξαιτίας απρόβλεπτων αιτίων. Τα βασικά χαρακτηριστικά ενός καλά δομημένου ασφαλιστικού συστήματος είναι τα ακόλουθα (Ifantopoulos, 2002):

1. **Ανταποκρισιμότητα**, η οποία παραπέμπει στην ικανότητα του συστήματος να ανταποκρίνεται στις άμεσες και μελλοντικές ανάγκες των ασφαλισμένων.
2. **Προσπελασιμότητα**, που σημαίνει ότι πρέπει το σύστημα να επιτρέπει και να διευκολύνει την πρόσβαση ατόμων που χρίζουν ειδικής προστασίας.
3. **Βιωσιμότητα**, η οποία υπονοεί την ορθολογική αξιοποίηση των πόρων, ώστε το σύστημα να είναι βιώσιμο σε βάθος χρόνου και να μη θέτει σε κίνδυνο τις δικαιούμενες παροχές.

Τα ασφαλιστικά μοντέλα που με την πάροδο των ετών καθιερώθηκαν και εφαρμόζονται στις χώρες της Ευρώπης και του Αγγλοσαξονικού άξονα είναι το **διανεμητικό** σύστημα, το οποίο στηρίζεται στην αλληλεγγύη των γενεών, το **κεφαλαιοποιητικό** σύστημα που σα βάση του έχει την αξιοποίηση της περιουσίας και της επένδυσης των εσόδων των ασφαλιστικών οργανισμών και το σύστημα ασφάλισης του **ιδιωτικού τομέα**, ο οποίος καλείται να λειτουργήσει συμπληρωματικά και ενισχυτικά καλύπτοντας κενά των δύο προηγούμενων συστημάτων. Ακολούθως περιγράφουμε τα βασικά χαρακτηριστικά των τριών συστημάτων.

### 2.1.1. Το Διανεμητικό Σύστημα

Η θεμελιώδης αρχή του διανεμητικού συστήματος (pay as you go) είναι ότι η διανομή συντάξεων λαμβάνει χώρα με διάθεση των πόρων που συγκεντρώνονται από μια γενιά στην επόμενη γενιά. Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που συστήματα τέτοιου τύπου δημιουργούν είναι ότι η φιλοσοφία της διανομής χρημάτων της μιας γενιάς στην επόμενη, από τη φύση της είναι δυνατό να δημιουργήσει αδικίες και διογκώσει ενδεχόμενες κοινωνικές ανισότητες. Για την αποφυγή τέτοιων φαινομένων κοινωνικών ανισοτήτων έχει δημιουργηθεί και η παραλλαγή του διανεμητικού συστήματος που συχνά αναφέρεται ως αναδιανεμητικό (redistribution), και βασικό χαρακτηριστικό του οποίου είναι η αναδιανομή των συγκεντρωθέντων πόρων στην ίδια γενιά που τους συγκέντρωσε. Ένα διανεμητικού τύπου σύστημα μπορεί να προσομοιάσει το αναδιανεμητικό αν επιδοτεί τις χαμηλότερες συντάξεις.

Οι κύριες πηγές εσόδων των διανεμητικών και αναδιανεμητικών συστημάτων είναι οι εισφορές των εργαζόμενων, οι εισφορές των εργοδοτών και η συνεισφορά του κρατικού προϋπολογισμού. Η αναλογία συνταξιούχων προς εργαζόμενους σε συνδυασμό με τα αποθεματικά των ταμείων αποτελούν καθοριστικό παράγοντα για να λειτουργεί το εν λόγω σύστημα ομαλά και να είναι επαρκές και αποτελεσματικό. Η μεγάλη πλειοψηφία των δημόσιων ασφαλιστικών συστημάτων στην Ευρωπαϊκή Ένωση (πλην της Σουηδίας) έχουν διανεμητικό χαρακτήρα, ενώ ένα μία από τις βασικότερες προκλήσεις που ενδέχεται να αντιμετωπίσει το σύστημα αυτό, προέρχεται από ενδεχόμενη μείωση της αναλογίας ασφαλισμένων προς συνταξιούχους, λόγω της γήρανσης του πληθυσμού ή αύξηση της ανεργίας.

Τα διανεμητικά και αναδιανεμητικά συστήματα επιτυγχάνουν ευκολότερα τους στόχους τους σε περιόδους που οι ρυθμοί αύξησης των συνολικών αποδοχών υπερβαίνουν τις (risk free) αποδόσεις της αγοράς. Αντίθετα, σε περιόδους κρίσης δημιουργούνται ελλείμματα με αποτέλεσμα να περικόπτονται οι παροχές και να απαιτείται προσφυγή σε δανεισμό. Σημαντικό χαρακτηριστικό των διανεμητικών και αναδιανεμητικών συστημάτων, το οποίο ταυτόχρονα αποτελεί και παράγοντα που διευκολύνει την ομαλή λειτουργία τους, είναι ο υποχρεωτικός χαρακτήρας τους. Αντίθετα, σημαντικό μειονέκτημα των αναδιανεμητικών συστημάτων είναι ότι μπορεί να

οδηγήσουν σε μείωση του κινήτρου για εργασία, ανάλογα με το βαθμό σύνδεσης του ύψους των αποδιδόμενων εισφορών και των καταβαλλόμενων συντάξεων (βαθμός ανταποδοτικότητας).

### **2.1.2. Το Κεφαλαιοποιητικό Σύστημα**

Το κεφαλαιοποιητικό σύστημα βασίζεται στη λογική κεφαλαιοποίησης του ποσού που καταβάλει ο ασφαλισμένος καθ' όλη τη διάρκεια της ασφάλισής του και την επιστροφή του ποσού αυτού, μετά το πέρας της περιόδου ασφάλισης, προσαυξημένου κατά το ποσό απόδοσης των κεφαλαίων λόγω της επένδυσής του. Το συσσωρευθέν ποσό και οι αποδόσεις του, καταβάλλονται στο δικαιούχο είτε με τη μορφή εφάπαξ καταβολής είτε με τη μορφή περιοδικών (π.χ. μηνιαίων) καταβολών ως σύνταξη, ή με συνδυασμό των προαναφερθεισών μεθόδων. Συνοπτικά, θα μπορούσαμε να πούμε πως η κεντρική λογική του κεφαλαιοποιητικού συστήματος για να είναι βιώσιμο είναι ότι η παρούσα αξία των υποχρεώσεων του ασφαλιστικού φορέα θα πρέπει να είναι ίση με την παρούσα αξία των περιουσιακών του στοιχείων.

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα του εν λόγω συστήματος είναι ότι εξ' ορισμού αντανάκλα τις δημογραφικές μεταβολές. Από την άλλη υπάρχει πάντα ο κίνδυνος αδυναμίας κάλυψης του ασφαλισμένου όταν αυτό απαιτηθεί, αφού για να καταβληθούν οι υποχρεώσεις θα πρέπει η άντληση των τρεχόντων εσόδων από τις εισφορές των εργαζομένων να πραγματοποιείται με ομαλό τρόπο.

### **2.1.3. Ο Πυλώνας Ιδιωτικής Ασφάλισης**

Ο πυλώνας ιδιωτικής ασφάλισης χαρακτηρίζεται από την ατομική κάλυψη των κινδύνων με την πληρωμή του ανάλογου ασφαλιστρού από τον ασφαλισμένο. Για το σκοπό αυτό οι ιδιωτικοί ασφαλιστικοί οργανισμοί διενεργούν τις σχετικές αναλύσεις αναλαμβανόμενων κινδύνων και με βάση τα αποτελέσματά τους διαμορφώνουν το ανάλογο ύψος του ασφαλιστρού. Ένα από τα σημαντικά πλεονεκτήματα αυτού του

πυλώνα ασφάλισης είναι ότι κατά κανόνα επιτυγχάνει υψηλότερες αποδόσεις στα υπό διαχείριση κεφάλαια. Αυτό φυσικά σημαίνει και μεγαλύτερο αναλαμβανόμενο κίνδυνο, αφού οι τοποθετήσεις στις κεφαλαιαγορές συνεπάγονται ανάληψη μεγαλύτερου κινδύνου.

Σε σύγκριση με την κοινωνική ασφάλιση θα μπορούσε κανείς να πει ότι στην ιδιωτική ασφάλιση το ασφάλιστρο που πληρώνει ο δικαιούχος αφορά στα μελλοντικά οφέλη του, ενώ στην κοινωνική ασφάλιση οι ετήσιες εισφορές των ασφαλισμένων καθορίζονται σε τέτοιο επίπεδο ώστε να επαρκούν για την καταβολή των παροχών στους δικαιούχους της συγκεκριμένης χρονιάς.

## **2.2. Το Ασφαλιστικό Σύστημα στην Ελλάδα**

Η Κοινωνική Ασφάλιση στην Ελλάδα παρέχεται μέσω των φορέων (ή οργανισμών)κοινωνικής ασφάλισης ή «ταμείων». Οι Οργανισμοί αυτοί είναι οι βασικοί συντελεστές παροχής υπηρεσιών στο πλαίσιο του κοινωνικοασφαλιστικού συστήματος της χώρας και λειτουργούν υπό την εποπτεία του υπουργείου Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας. Είναι οι φορείς που εισπράττουν εισφορές από τους ασφαλισμένους και μεριμνούν για τη βέλτιστη κατανομή των πόρων του συστήματος σε συντάξεις, περίθαλψη, πρόνοια κλπ.

Ιστορικά, το 1861 ιδρύθηκε το ασφαλιστικό ταμείο των δημοσίων υπαλλήλων, ενώ ακολούθησαν το ΝΑΤ, το ΙΚΑ και ο ΟΓΑ. Αρχικά, οι κύριες χρηματοδοτικές πηγές των ταμείων ήταν οι εισφορές που καταβάλλονταν από εργαζόμενους και εργοδότες. Το 1980 υπήρχαν πλέον μεγάλος αριθμός ασφαλιστικών φορέων, με μεγαλύτερους το ΙΚΑ, το ΤΕΒΕ, τον ΟΓΑ, το ΤΑΕ , τα Ταμεία του ΟΤΕ και των Τραπεζών κ.λπ. Πλέον, οι συντάξεις που προσφέρονται είναι κυρίως γήρατος και αναπηρίας και το ύψος τους καθορίζεται με βάση το μισθό και τα χρόνια ασφάλισης, ενώ η χρηματοδότηση του συστήματος είναι τριμερής (εργαζόμενοι, εργοδότες και κράτος). Η επικουρική ασφάλιση πρωτοεμφανίστηκε με την ίδρυση των μετοχικών ταμείων Στρατού, Ναυτικού και Πολιτικών Υπαλλήλων. Η λογική των επικουρικών συντάξεων ήταν να καλύψει τα κενά της κύριας ασφάλισης και να προσφέρει πρόσθετες παροχές σε ελεύθερους επαγγελματίες και μισθωτούς.

Οι βασικές αδυναμίες και προκλήσεις που το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα καλείται να αντιμετωπίσει είναι η επί σειρά ετών συσσώρευση ελλειμμάτων κυρίως λόγω κακής διαχείρισης των αποθεματικών, ο κατακερματισμός των φορέων σε πολλά μικρά σχήματα, ο οποίος δεν επιτρέπει την επίτευξη οικονομίας κλίμακας και τις συνέργειες μεταξύ των ασφαλιστικών φορέων, η ιδιαίτερα αυξημένη γραφειοκρατία και οι πολύπλοκες διαδικασίες οι οποίες δημιουργούν μεγάλες καθυστερήσεις στην εξυπηρέτηση των ασφαλισμένων και η αδυναμία επαρκούς ελέγχου σε όλα τα επίπεδα (εισφορές, παροχές, κ.λπ.) η οποία καθιστούσε ακόμη πιο δύσκολη την οικονομική υγεία και τη βιωσιμότητα των ταμείων (Τεσσαρομάτης, 2011; Spyropoulos, 2010).

Οι προαναφερθείσες δυσκολίες επιχειρήθηκε να αντιμετωπιστούν μέσω συνεχών νομοθετικών παρεμβάσεων και μεταρρυθμιστικών προσπαθειών οι οποίες έλαβαν χώρα κατά τα έτη 1990, 1992, 1996, 1999, 2002 και κορυφώθηκαν το 2010-11 λόγω των οξύτατων οικονομικών προβλημάτων της χώρας και των επιταγών του μνημονίου δανεισμού από τους εταίρους μας στην Ευρωπαϊκή Ένωση και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.

Μέχρι πρόσφατα υπήρχαν στην Ελλάδα πάνω από 100 φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Μετά από τις νομοθετικές παρεμβάσεις των τελευταίων ετών (Spyropoulos, 2010), οι φορείς αυτοί ομαδοποιήθηκαν και έχουν περιοριστεί, πέραν του Ταμείου του Δημοσίου και του NAT που δεν επηρεάστηκαν, σε πέντε κύρια ταμεία: ΙΚΑ-ΕΤΑΜ, ΟΓΑ, ΟΑΕΕ (ΤΕΒΕ, ΤΑΕ, ΤΣΑ), ΕΤΑΑ (ΤΣΜΕΔΕ, ΤΣΑΥ, Ταμείο Νομικών) και ΕΤΑΠ-ΜΜΕ. Στόχος η επίτευξη οικονομιών κλίμακας και η όσο το δυνατό πληρέστερη και πιο ολοκληρωμένη αντιμετώπιση των ασφαλισμένων. Από τον Πίνακα 2.1 παρακάτω, προκύπτει ότι οι τρεις πρώτοι από τους παραπάνω οργανισμούς συγκεντρώνουν τη συντριπτική πλειοψηφία των άμεσα ή έμμεσα ασφαλισμένων (περίπου 9,5 εκ. αθροιστικά).

**Πίνακας 2.1: Οι Μεγαλύτεροι Ασφαλιστικοί οργανισμοί στην Ελλάδα**

ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΑ ΤΑΜΕΙΑ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΩΝ (ΑΜΕΣΑ ΚΑΙ ΕΜΜΕΣΑ)
ΙΚΑ-ΕΤΑΜ	5.515.000
ΟΑΕΕ	2.019.120
ΟΓΑ	2.030.000

Πηγή: Κοινωνικός Προϋπολογισμός 2007

Επίσης, μετά και από την τελευταία νομοθετική παρέμβαση το 2010, διατηρούνται 6 επικουρικά ταμεία και 2 επιπλέον ταμεία για την παροχή εφάπαξ. Νέοι, ενιαίοι φορείς επικουρικής ασφάλισης θα είναι το ΕΤΕΑΜ του ΙΚΑ (στο οποίο θα ενσωματωθούν τα προβληματικά ταμεία), ένα ταμείο εργαζομένων για τα υγιή επικουρικά ταμεία, ένα ταμείο για τους απασχολούμενους στις ΔΕΚΟ, ένα για τις τράπεζες (ΕΤΑΤ), ενώ παραμένουν το ΤΕΑΔΥ (για επικουρική ασφάλιση των δημόσιων υπαλλήλων) και ένα ταμείο για τους εργαζόμενους στα Σώματα Ασφαλείας. Για την πληρωμή εφάπαξ θα παραμείνουν δύο ταμεία πρόνοιας, ένα για τους δημόσιους υπαλλήλους και ένα για τους ιδιωτικούς. Με την ίδια νομοθετική παρέμβαση, το 2013 τα ταμεία προβλέπεται να συγχωνευτούν περαιτέρω σε 3, αυτά των μισθωτών, των αυτοαπασχολούμενων και των αγροτών. Προβλέπεται επίσης ένταξη στον κλάδο κυρίας σύνταξης του ΙΚΑ όλων των νέων δημόσιων υπαλλήλων που θα προσληφθούν από το 2013.

Αν επιχειρήσουμε να σκιαγραφήσουμε το μοντέλο στο οποίο βασίζεται το ελληνικό ασφαλιστικό σύστημα, θα διαπιστώσουμε ότι πρόκειται, κατά βάση, για δημόσιο και αναδιανεμητικό μοντέλο, όπως άλλωστε και η πλειοψηφία των αντίστοιχων Ευρωπαϊκών. Το σύστημα ως αναδιανεμητικό επιβάλλει και αναδεικνύει την αλληλεγγύη των γενεών. Κάθε γενιά αναλαμβάνει να καταβάλει τις συντάξεις της προηγούμενης. Το βασικό ερώτημα που τίθεται συχνά είναι εάν το συνταξιοδοτικό σύστημα της Ελλάδας μπορεί σήμερα να ανταποκριθεί, και σε ποίο βαθμό, στο ρόλο που καλείται να παίξει, δεδομένου ότι εμφανίζει μια σειρά σημαντικών προβλημάτων (Μέργος, 2008), όπως:

1. Εγγενής Ανισότητα και Νομοθετική Πολυπλοκότητα: Είναι αξιοσημείωτο ότι, εργαζόμενοι με τις ίδιες εισφορές, τα ίδια έτη υπηρεσίας και τους ίδιους μισθούς,

λαμβάνουν πολλές φορές διαφορετικές συντάξεις. Η υπάρχουσα πολυνομία και η άνιση αντιμετώπιση όμοιων περιπτώσεων αποδυναμώνουν την κοινωνική αποδοχή του συστήματος, ενώ ταυτόχρονα οδηγούν σε αύξηση του κόστους λειτουργίας των Ταμείων και στρεβλώνουν και την αγορά εργασίας.

2. Έλλειψη Ανταποδοτικότητας: Οι εισφορές δεν συσχετίζονται άμεσα και αποτελεσματικά με τις παροχές. Επιπλέον, οι κλάδοι υγείας συχνά ενισχύονται από τα αποθεματικά των συντάξεων, οπότε χάνεται ακόμα περισσότερο η έννοια της ανταποδοτικότητας.
3. Έλλειμματικότητα Εισφορών - Εισφοροδιαφυγή: Το κράτος αδυνατεί να ελέγξει την εισφοροδιαφυγή. Πολλοί εργοδότες και επιχειρήσεις εισφοροδιαφεύγουν και αποφεύγουν συστηματικά τις υποχρεώσεις τους προς την κοινωνική ασφάλιση. Η έλλειμματικότητα των εισφορών που παρουσιάζεται στα ασφαλιστικά ταμεία έχει συγκεκριμένα αίτια. Χαρακτηριστικά μπορούμε να αναφέρουμε:
  - Η ανασφάλιστη εργασία, η οποία εκτιμάται ότι ξεπερνάει το ένα εκατομμύριο εργαζόμενους. Ένας στους τέσσερις μισθωτούς και μία στις επτά επιχειρήσεις «δεν υπάρχουν» για το ΙΚΑ.
  - Η τεράστια έκταση της ασφάλισης (δήλωση μικρότερων αμοιβών από τις πραγματικές) σε πολλές κατηγορίες εργαζομένων. Για παράδειγμα το 2005 το 44.4% των ασφαλισμένων του ΙΚΑ είχε μέσες μηνιαίες αποδοχές κάτω από 500 ευρώ, ποσό που όπως εύκολα γίνεται αντιληπτό απέχει πολύ από την πραγματικότητα. Μάλιστα, η υπασφάλιση είναι ιδιαίτερα έντονη σε συγκεκριμένες κατηγορίες εργαζομένων, όπως για παράδειγμα οι εργαζόμενοι στον κατασκευαστικό κλάδο..
  - Το δημόσιο δεν καταβάλλει το σύνολο της επιχορήγησης που το ίδιο έχει θεσπίσει. Οι σημερινές οφειλές του δημοσίου προς τα ασφαλιστικά ταμεία ανέρχονται σε αρκετά δις ευρώ.

Ως προς τον εύρυθμο τρόπο λειτουργίας, τη στελέχωση και τη διαδικασία λήψης αποφάσεων, στην πλειοψηφία των ασφαλιστικών ταμείων συναντάται ένας αριθμός νομικών και πολιτικών περιορισμών και δυσλειτουργιών. Καταρχάς, το ύψος των εισφορών και οι παροχές αποφασίζονται από όργανα που κατά κανόνα δε σχετίζονται με το ταμείο. Επιπλέον, παρατηρείται έλλειψη επαρκώς εξειδικευμένου διοικητικού

προσωπικού με γνώσεις και δεξιότητες επενδυτικής και χρηματοοικονομικής κατεύθυνσης. Στο πεδίο λήψης επενδυτικών αποφάσεων, μια σειρά από περιορισμούς που επιβάλλει η κείμενη νομοθεσία και οι οποίοι θα παρουσιαστούν αναλυτικά στο επόμενο κεφάλαιο, λειτουργούν τελικά εις βάρος της χρηματοοικονομικής θέσης των ασφαλιστικών ταμείων. Πρόκειται για περιορισμούς στους τύπους επένδυσης, στο ποσοστό επί του συνόλου των αποθεματικών και στη χώρα προέλευσης των επενδύσεων που μπορεί να πραγματοποιήσει ένα ταμείο. Κανένας από τους περιορισμούς αυτούς δεν έχει επιστημονική υπόβαθρο. Οι κανόνες αυτοί έχουν θεσμοθετηθεί ως ασφαλιστικές δικλείδες για να προστατεύσουν τα ταμεία από πιθανή κακοδιαχείριση. Έχει όμως τεκμηριωθεί σε διεθνές επίπεδο ότι καμία ασφαλιστική δικλείδα δε μπορεί από μόνη της να αποτρέψει φαινόμενα κακοδιαχείρισης. Αυτό που σίγουρα θα μπορούσε να προστατέψει τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης από τέτοια φαινόμενα είναι η διαφάνεια στις επενδυτικές αποφάσεις που λαμβάνονται και η λογοδοσία του διαχειριστή επενδύσεων σε τακτική βάση. Πρέπει σε κάθε περίπτωση να καταστεί σαφές ότι η άρτια και επαγγελματική διαχείριση των αποθεματικών των ταμείων, χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα χρηματοοικονομικά και επενδυτικά εργαλεία έχει πλέον γίνει επιτακτική ανάγκη.

### **2.3. Το Αγγλοσαξονικό Ασφαλιστικό Σύστημα**

Η πλειοψηφία των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης της Ευρώπης και των χωρών του Αγγλοσαξονικού άξονα, χαρακτηρίζονται από την ύπαρξη τριών βασικών πυλώνων:(1) την ύπαρξη ενός βασικής κοινωνικής ασφάλισης που είναι υποχρεωτική και καλύπτει το σύνολο του πληθυσμού, (2) την επαγγελματική ασφάλιση που συναρτάται άμεσα από την εργασία του ασφαλισμένου και (3)την ανεξάρτητη ιδιωτική ασφάλιση η οποία μπορεί να λειτουργήσει ανεξάρτητα ή συμπληρωματικά με τους δύο πρώτους πυλώνες (Νεκτάριος,2007).

Σχετικά με τον πρώτο πυλώνα, οι Αγγλοσαξονικές χώρες παρέχουν καθολική κάλυψη, υποχρεωτικά για τους εργαζόμενους στον ιδιωτικό τομέα, το δημόσιο τομέα και τουλάχιστον για κάποιους αυτοαπασχολούμενους. Στην Αγγλία και την Ιρλανδία το



καθεστώς χρηματοδότησης για τον ιδιωτικό τομέα και για τους αυτοαπασχολούμενους είναι παρόμοιο και πλήρως αναδιανεμητικού χαρακτήρα. Συνολικά, θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι χώρες αυτές χαρακτηρίζονται από ένα σύστημα που είναι μερικώς αναδιανεμητικό και μερικώς κρατικά χρηματοδοτούμενο. Ο δεύτερος πυλώνας είναι συνήθως μη υποχρεωτικός και για τον ιδιωτικό και για τον δημόσιο τομέα.

Θεωρώντας το μοντέλο της Μεγάλης Βρετανίας αντιπροσωπευτικό του ασφαλιστικού συστήματος των χωρών του Αγγλοσαξονικού άξονα, παραθέτουμε μια σειρά αναλυτικότερων στοιχείων για να γίνει αντιληπτός ο τρόπος που λειτουργεί το σύστημα στις χώρες αυτές. Ειδικότερα, το ασφαλιστικό σύστημα στη Μεγάλη Βρετανία, συνίσταται σε δημόσιες και ιδιωτικές παροχές και παρέχει την κρατική (ανάλογη του εισοδήματος) σύνταξη. Το σύστημα παρέχει βασική κρατική σύνταξη η οποία είναι υποχρεωτική, ανταποδοτική και ενιαία, επικουρική σύνταξη, κρατική ανάλογη του εισοδήματος, η οποία επίσης είναι υποχρεωτική και ανταποδοτική και επαγγελματικές συντάξεις οι οποίες είναι προαιρετικές και προσφέρονται από τους εργοδότες ή και με προσωπικά προγράμματα συνταξιοδότησης. Η πλήρης βασική κρατική σύνταξη είναι της τάξεως των 650 ευρώ το μήνα, ενώ το ύψος της επικουρικής κρατικής σύνταξης εξαρτάται αποκλειστικά από το εισόδημα του κάθε ασφαλισμένου και το χρόνο πληρωμής των εισφορών. Επίσης, τα προσωπικά προγράμματα συνταξιοδότησης προσφέρουν στους εργαζόμενους και τους αυτοαπασχολούμενους τη δυνατότητα διασφάλισης παράλληλης πρόσθετης σύνταξης (Νεκτάριος,2007).

Στον οργανωτικό και εποπτικό τομέα, η Μεγάλη Βρετανία διαθέτει σημαντικό αριθμό θεσμοθετημένων αρχών παρακολούθησης, ελέγχου και ρύθμισης του ασφαλιστικού συστήματος, όπως είναι η Εθνική Αναλογιστική Αρχή, η Ρυθμιστική Αρχή Επαγγελματικών Συντάξεων, ο Διαμεσολαβητής των συντάξεων (αναλαμβάνει περιπτώσεις κακοδιαχείρισης επαγγελματικών συστημάτων) και η Συμβουλευτική Υπηρεσία Συντάξεων. Τέλος, το σύστημα υγείας της Μεγάλης Βρετανίας (NHS) αποτελεί κλασσικό παράδειγμα εφαρμογής του μοντέλου Beveridge. Η χρηματοδότηση του προέρχεται κατά κύριο λόγο από τη γενική φορολογία και συμπληρώνεται από την κοινωνική ασφάλιση και από ιδιωτικές πληρωμές.

### **3. Επενδύσεις Ασφαλιστικών Οργανισμών**

Στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάζουμε αναλυτικά το μοντέλο επενδύσεων που ακολουθούν οι ασφαλιστικοί οργανισμοί στην Ελλάδα, το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο, τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι επενδύσεις των ταμείων στην Ελλάδα και τα αποτελέσματα που έχουν επιτευχθεί στο πρόσφατο παρελθόν. Ακόμη πραγματοποιείται κριτική αντιπαραβολή με το αντίστοιχο μοντέλο του Αγγλοσαξονικού άξονα, ενώ επιχειρείται και μια καταγραφή της επίδρασης της πρόσφατης οικονομικής κρίσης στο υφιστάμενο μοντέλο κοινωνικής ασφάλισης.

#### **3.1. Το Ελληνικό Μοντέλο Επενδύσεων**

Στην ενότητα αυτή παρουσιάζουμε το πλέγμα αρχών που διέπει το μοντέλο επενδύσεων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα, όπως αυτό έχει διαμορφωθεί μέσα από τις διαδοχικές νομοθετικές παρεμβάσεις των τελευταίων δεκαετιών.

##### **3.1.1. Ιστορική Αναδρομή**

Οι ούτως ή άλλως υψηλές ανάγκες χρηματοδότησης του Ελληνικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, καθιστούν επιτακτική ανάγκη την αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων και των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα. Αυτονόητα, η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών αυτών αποτελεί προϋπόθεση και για την βιωσιμότητα, την επάρκεια και την αξιοπιστία του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Αν μάλιστα ληφθεί υπόψη ότι οι σημαντικοί περιορισμοί που υφίσταντο σχετικά με τη διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης από τη δεκαετία του 1950 μέχρι τα μέσα του 1990 οδήγησαν σε υστέρηση των αποδόσεων των ταμείων σε σχέση με τον πληθωρισμό, τότε είναι

προφανές ότι πλέον η ανάγκη για αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών είναι πλέον ακόμη επιτακτικότερη.

Αναμφίβολα για κάποια ταμεία, το πρόβλημα επιδεινώθηκε λόγω της πρόσφατης επισφαλούς επένδυσής τους στα γνωστά «δομημένα ομόλογα» (Τσακάλογλου, 2010), Επιπλέον, το πρόσφατο PSI και το «κούρεμα» των επενδεδυμένων ποσών σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, η αξία των οποίων απομειώθηκε σημαντικά, οδήγησε σε πολύ δυσμενέστερη θέση τη μεγάλη πλειοψηφία των ταμείων, ακόμη και αυτά που είχαν πετύχει καλά αποτελέσματα το προηγούμενο χρονικό διάστημα (π.χ. ΤΣΜΕΔΕ).

Οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης, είναι κατά κανόνα αυτοτελείς και αυτόνομοι οργανισμοί και διαθέτουν σημαντική κινητή και ακίνητη περιουσία την οποία καλούνται να διαχειριστούν ακολουθώντας τις επιταγές του εκάστοτε ισχύοντος θεσμικού πλαισίου. Η αποτελεσματική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τη διασφάλιση της βιωσιμότητας των ταμείων και κατά συνέπεια των μελλοντικών παροχών των ασφαλισμένων. Εκτός αυτού, οι όγκοι των συσσωρευμένων αποθεματικών είναι πλέον τόσο υψηλοί που επηρεάζουν καθοριστικά τη λειτουργία της τοπικής χρηματοοικονομικής αγοράς αλλά και του ευρύτερου παγκόσμιου οικονομικού συστήματος. Συνοψίζοντας τα προαναφερθέντα, θα μπορούσαμε να πούμε ότι δύο βασικά χαρακτηριστικά των ταμείων όσο ν' αφορά την επενδυτική τους διάσταση είναι ότι (1) λειτουργούν βάσει θεσμικού πλαισίου που οριοθετεί τις επενδυτικές δυνατότητες και επιλογές τους και προσδιορίζει μηχανισμούς διαφάνειας και ελέγχου των επενδύσεων, (2) ανήκουν στους λεγόμενους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές, αφού διαθέτουν προς επένδυση σημαντικά περιουσιακά στοιχεία και (3) επενδύουν προσβλέποντας σε αποδόσεις μεσοπρόθεσμοι και μακροπρόθεσμοι ορίζοντα αναλαμβάνοντας μικρότερους κινδύνους από άλλα επενδυτικά σχήματα.

Η μη ενδεδειγμένη διαχείριση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, συνδυαζόμενη με την αύξηση του προσδόκιμου ζωής και την ταυτόχρονη μείωση του ποσοστού γεννήσεων, είναι προφανές ότι οδηγούν σε σημαντική απώλεια εσόδων για τα ταμεία. Η κατάσταση αυτή θα επιδεινώσει σημαντικά στο μέλλον την ήδη δυσμενή οικονομική θέση των ταμείων και θα οδηγήσει στην αύξηση των απαιτούμενων πόρων. Επομένως, η ορθολογική διαχείριση των αποθεματικών και η προσεκτική και αποδοτική

επένδυση των περιουσιακών τους στοιχείων, αποτελεί αναγκαιότητα για την επιβίωση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Τα περιουσιακά στοιχεία των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα είναι ιδιαίτερα υψηλής αξίας. Σύμφωνα με το (Τεσσαρομάτης, 2011), η αξία της κινητής και ακίνητης περιουσίας των ταμείων ανέρχονταν το 2009 σε περίπου 29.2 δις ευρώ αποτελούμενη κυρίως από καταθέσεις και χρεόγραφα (περίπου 28.3 δις ευρώ ή 96.75%) και από ακίνητη περιουσία (0.95 δις ευρώ ή 3.75%).

Ως γνωστόν, το σημαντικότερο κριτήριο για την πραγματοποίηση επενδύσεων σε κινητές αξίες είναι η απόδοσή τους, πάντα σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Γενικά, η απόδοση των κεφαλαίων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα έχει κινηθεί σε πολύ χαμηλά επίπεδα, συγκριτικά με αντίστοιχες επενδύσεις σε άλλες χώρες. Ανάλογα με τις εκάστοτε τάσεις της αγοράς, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης ακολουθούσαν διαφορετικές πολιτικές επένδυσης. Για παράδειγμα, στον τομέα των επενδύσεων σε ακίνητα, τις δεκαετίες του 70 και 80 επικρατούσε η αγορά ξενοδοχειακών μονάδων, ενώ τη δεκαετία του 90, οι επενδύσεις στρέφονταν κατά κύριο λόγο στην αγορά κτιρίων για ίδια χρήση και στέγαση των υπηρεσιών τους.

Η εκτεταμένη έλλειψη ελεγκτικών μηχανισμών οδήγησε πολλά από τα ταμεία σε επενδύσεις που δε συμμορφώνονταν με τα προβλεπόμενα από τις σχετικές νομοθετικές διατάξεις, όπως για παράδειγμα σε υπέρβαση του ποσοστού 23% του συνόλου της περιουσίας κάθε ταμείου, ποσοστό το οποίο ήταν το άνω όριο των επιτρεπόμενων επενδύσεων σε χρεόγραφα.

Το κανονιστικό πλαίσιο που επιβάλλει κανόνες στην επενδυτική συμπεριφορά των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ήταν ιστορικά σύνθετο, πολύπλοκο και γενικά δυσλειτουργικό. Η υποχρέωση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης να διατηρούν «ειδικό λογαριασμό διαθεσίμων κεφαλαίων» στην Τράπεζα της Ελλάδος είχε προβλεφθεί από τον Ν.1611/1950 (ο οποίος ίσχυσε μέχρι το τέλος της δεκαετίας του 80)([www.et.gr](http://www.et.gr)) και το Ν.Δ.2999/1954 ([www.et.gr](http://www.et.gr)). Τα διαθέσιμα που διατηρούνταν στο λογαριασμό αυτό τοκίζονταν με ειδικό επιτόκιο που οριζόμενο από τη Νομισματική Επιτροπή. Το ειδικό αυτό επιτόκιο ήταν χαμηλότερο από τα ισχύοντα επιτόκια καταθέσεων των εμπορικών τραπεζών για πολλά χρόνια. Η Τράπεζα της Ελλάδος, στη διαδικασία αυτή, έπαιζε το ρόλο του διαχειριστή και επένδυε τα αποθεματικά σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

Επιπλέον, τα ταμεία είχαν τη δυνατότητα να διατηρούν άτοκες καταθέσεις μικρής χρονικής διάρκειας στις εμπορικές τράπεζες, τμήμα των οποίων δύνατο να αποτελέσει αντικείμενο επένδυσης. Με την ίδια νομοθετική διάταξη, δόθηκε στα ταμεία η δυνατότητα να χορηγούν δάνεια (προσωπικά, στεγαστικά, επαγγελματικά) σε ασφαλισμένους και συνταξιούχους τους.

Δυστυχώς, οι πρακτικές που ακολουθήθηκαν τις τελευταίες δεκαετίες του προηγούμενου αιώνα ήταν τα αποθεματικά αυτά να κατευθύνονται στη χρηματοδότηση ασθενών κλάδων της γεωργίας, της βιομηχανίας και του εμπορίου, επιλύοντας κατ' ουσίαν δημοσιονομικά προβλήματα του κράτους και επιβαρύνοντας τελικά μ' αυτό τον τρόπο σημαντικά την κοινωνική ασφάλιση στην Ελλάδα. Οι επενδύσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ανέρχονταν μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 80 στο 10% των αποθεματικών τους. Αυτό άλλαξε το 1975, οπότε και το ποσοστό διπλασιάστηκε λόγω αγοράς Έντοκων Γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου.

Μία από τις σημαντικότερες μεταρρυθμιστικές προσπάθειες στον τομέα των επενδύσεων των ταμείων ήταν η εκχώρηση δυνατότητας επένδυσης σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών με το Ν. 876/1979 ([www.et.gr](http://www.et.gr)), μέχρι του ποσού του 1,5 δις δραχμών. Όμως, κατά κοινή ομολογία, μέχρι το 1990 το νομοθετικό πλαίσιο για τις επενδύσεις των ταμείων ήταν ελλιπέστατο και ανεπαρκές και οι αποσπασματικές, μικρής κλίμακας, νομοθετικές παρεμβάσεις κάθε άλλο παρά συνέβαλλαν προς μία ορθολογικότερη και αποτελεσματικότερη διαχείριση των αποθεματικών τους.

Μία σημαντική τομή στις ευχέρειες επενδυτικών επιλογών από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης έλαβε χώρα με την εφαρμογή του Ν. 1902/1990 ([www.et.gr](http://www.et.gr)) και στη συνέχεια των Ν. 2042/1992 ([www.et.gr](http://www.et.gr)) και Ν.2076/1992 ([www.et.gr](http://www.et.gr)). Οι σημαντικότερη αλλαγή που προέκυψε από την εφαρμογή των προαναφερθέντων νόμων ήταν η κατάργηση του ειδικού επιτοκίου της Τραπέζης της Ελλάδος και αντικατάστασή του από το τρέχον επιτόκιο καταθέσεων της επιλεγθείσας χρονικής περιόδου. Εκτός αυτού, το μέγιστο επιτρεπόμενο ποσοστό του αποθεματικού που μπορούσε να διατεθεί προς επένδυση (20%), θα έπρεπε να επιμεριστεί περαιτέρω σε ένα ποσοστό για επενδύσεις σε ακίνητα (40%) και σε ένα ποσοστό για επενδύσεις σε χρεόγραφα του Ελληνικού Δημοσίου, μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια (60%).

Τα ασφαλιστικά ταμεία που λειτουργούσαν υπό την αιγίδα του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων είχαν τη δυνατότητα με αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων τους να επενδύουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου (πρωτογενούς ή δευτερογενούς αγοράς) αλλά και σε ομόλογα Τραπεζών που λειτουργούσαν νόμιμα στην Ελλάδα. Εξακολουθούσε βέβαια, βάσει αποφάσεων των Νομισματικών Αρχών της Τράπεζας της Ελλάδος, να ισχύει απαγόρευση της δυνατότητας επένδυσης σε προθεσμιακές καταθέσεις με διαπραγματεύσιμο επιτόκιο, σε Repos και άλλα αντίστοιχα προϊόντα.

Συνοπτικά, οι διάφορες νομοθετικές παρεμβάσεις που έλαβαν χώρα μεταξύ 1990 και 2000, παρείχαν στους ασφαλιστικούς οργανισμούς μια σειρά νέων δυνατοτήτων όπως (1) δυνατότητα σύστασης Ανώνυμης Εταιρίας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) Ασφαλιστικών Ταμείων είτε από ομάδες ταμείων ή από το σύνολό τους καθώς επίσης και δυνατότητα σύστασης αμοιβαίων κεφαλαίων σε υφιστάμενες ΑΕΔΑΚ, στις οποίες συμμετείχε Τράπεζα με έδρα την Ελλάδα (Ν. 2076/1992 ([www.et.gr](http://www.et.gr))), (2) δυνατότητα πρόσληψης εξωτερικών συμβούλων επενδύσεων (Ν. 2469/1997 ([www.et.gr](http://www.et.gr))) και (3) αύξηση του ποσοστού των διαθέσιμων από 20% σε 23% μετά από σχετική έγκριση των Διοικητών των ταμείων και τού Κράτους (Ν. 2676/1999 ([www.et.gr](http://www.et.gr))). Με νομοθετική παρέμβαση του 1999 (Ν. 2679/1999 ([www.et.gr](http://www.et.gr))), ο έλεγχος των επενδύσεων των ταμείων ανατέθηκε στην Ειδική Επιτροπή Ελέγχου και Εποπτείας της Διαχείρισης της Περιουσίας των Ασφαλιστικών Φορέων.

Θα μπορούσε κανείς εύλογα να παρατηρήσει ότι η εφαρμοζόμενη πολιτική μέχρι το τέλος του 20<sup>ου</sup> αιώνα εστίαζε στη δημιουργία αποθεματικών και σχεδόν αγνοούσε την ορθολογική διαχείρισή τους. Η πρώτη φορά που δόθηκε σημαντική έμφαση στη διαχείριση ήταν το 2002 με την υπουργική απόφαση ΥΑ155492/Β.638/2002 ([www.et.gr](http://www.et.gr)) με θέμα «Καθορισμός Κανόνων Επενδυτικής Συμπεριφοράς για την Αξιοποίηση της Κινητής Περιουσίας των Ασφαλιστικών Οργανισμών». Η εν λόγω υπουργική απόφαση αποτέλεσε τη βάση για τη θέσπιση κανόνων και την καθιέρωση των βασικών αξόνων επενδυτικής συμπεριφοράς και πλαισιώθηκε από συμπληρωματικές διατάξεις που τέθηκαν σε εφαρμογή με τις Υ.Α. 208371/Β2011/2002, 1836/Β25/2004 και Β/7/οικοθ.8416/1672/2005 ([www.et.gr](http://www.et.gr)). Οι εν λόγω βασικοί άξονες ήταν, η ορθολογική διαχείριση των διαθέσιμων κεφαλαίων, η παρότρυνση διενέργειας μακροπρόθεσμου

χαρακτήρα επενδύσεων, η θέσπιση κριτηρίων επενδυτικών επιλογών και η μείωση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της ενδεδειγμένης διασποράς των τοποθετήσεων.

Μία ακόμη σημαντικότερη εξέλιξη έλαβε χώρα το 2002, οπότε και με το Ν. 3029/2002(www.et.gr) θεσμοθετήθηκε στην Ελλάδα η επαγγελματική ασφάλιση και καθιερώθηκε μ' αυτό τον τρόπο το κεφαλαιοποιητικό σύστημα ως συμπληρωματικό του αναδιανεμητικού το οποίο υφίστατο μέχρι τότε. Ο εν λόγω νόμος παρείχε στους κοινωνικούς εταίρους τη δυνατότητα σύστασης Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΤΑΕ), βασική υποχρέωση των οποίων ήταν η δημιουργία αποθεματικών τα οποία κατ' ελάχιστον να καλύπτουν τις υποχρεώσεις οι οποίες αναλαμβάνονται έναντι των ασφαλισμένων και των δικαιούχων παροχών. Ο νόμος επέτρεψε την αξιοποίηση των αποθεματικών μέσω επενδύσεων, θέτοντας όμως συγκεκριμένους όρους και προϋποθέσεις που ήταν οι ακόλουθοι:

1. Ποσοστό έως 10% των τεχνικών αποθεματικών (ποσά που αποθεματοποιεί το ασφαλιστικό ταμείο και αποτελούν περιουσιακά στοιχεία για τους ασφαλισμένους και υποχρεώσεις για τους ασφαλιστικούς οργανισμούς) δύνατο να επενδυθεί σε ακίνητα.
2. Ποσοστό έως 70% των τεχνικών αποθεματικών δύνατο να επενδυθεί σε μετοχές και ομολογίες εταιρειών.
3. Ποσοστό έως 20% των τεχνικών αποθεματικών δύνατο να επενδυθεί σε έντοκα γραμμάτια και τραπεζικές καταθέσεις.
4. Ποσοστό έως 5% των τεχνικών αποθεματικών του ταμείου, δύνατο να επενδυθεί σε χρηματοοικονομικά μέσα που εκδίδει η ίδια η επιχείρηση που έχει συστήσει το ταμείο(όπως είναι για παράδειγμα τα Αμοιβαία Κεφάλαια εταιριών ΑΕΔΑΚ που έχουν ιδρυθεί από ασφαλιστικά ταμεία)..

Επιπλέον, τα διαθέσιμα των ασφαλιστικών οργανισμών που λειτουργούσαν ως Νομικά Πρόσωπα Ιδιωτικού Δικαίου, δύνατο να επενδυθούν ελεύθερα, χωρίς εγκρίσεις και χωρίς να υπόκεινται στους περιορισμούς του Ν.2042/92 (www.et.gr), σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου και ομολογίες Τραπεζών που λειτουργούσαν νόμιμα στην Ελλάδα.

### **3.1.2. Το Ισχύον Θεσμικό Πλαίσιο**

Για την αντιμετώπιση των προβλημάτων επενδύσεων του ασφαλιστικού συστήματος και την εκπορευόμενη από αυτά υψηλότατη γραφειοκρατία, το 2007 κρίθηκε αναγκαία η κατάργηση των υφιστάμενων νομοθετικών διατάξεων και η αντικατάστασή τους από ένα νέο σύγχρονο διαφανές και αποτελεσματικό νομοθετικό πλαίσιο. ΟΝ. 3586/2007 ([www.et.gr](http://www.et.gr)) έφερε τον τίτλο «Θεσμικό πλαίσιο επενδύσεων και αξιοποίησης της περιουσίας των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης» και είχε σα στόχο τη δημιουργία ενός συμπαγούς και πλήρους πλαισίου αναφοράς διαχείρισης επενδύσεων από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Οι βασικοί τομείς στους οποίους εστιάζει το εν λόγω πλαίσιο είναι η επενδυτική πολιτική, η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων, οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια και ακίνητα και ο αποτελεσματικός έλεγχος των επενδύσεων. Στις επόμενες ενότητες παρουσιάζουμε τις προβλέψεις του εν λόγω νόμου στους παραπάνω τομείς.

#### **3.1.2.1. Επενδυτική πολιτική**

Σύμφωνα με το Ν. 3586/2007 ([www.et.gr](http://www.et.gr)), η διαχείριση και αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης και η επενδυτική πολιτική που ακολουθούν αποτελούν αποκλειστική αρμοδιότητα των Διοικητικών Συμβουλίων τους. Ωστόσο ο νόμος θέτει το ευρύτερο πλαίσιο που πρέπει να διέπει τις αποφάσεις των ταμείων μέσω ενός αριθμού χαρακτηριστικών που πρέπει να πληρούν οι δυνητικές επενδύσεις. Τα χαρακτηριστικά αυτά είναι τα εξής:

- να έχουν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα
- να στοχεύουν στην επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης των κεφαλαίων
- να ελαχιστοποιούν τον επενδυτικό κίνδυνο χρησιμοποιώντας τα κατάλληλα εργαλεία για τη μέτρηση, ερμηνεία και αξιολόγηση των αναμενόμενων επιπέδων απόδοσης σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο



- να χαράσσουν επενδυτική πολιτική ερμηνεύοντας ορθολογικά το υφιστάμενο πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί το ασφαλιστικό σύστημα
- να εφαρμόζουν τις απαραίτητες διαδικασίες διαχείρισης επενδυτικού κινδύνου (risk management)
- να λειτουργούν με τρόπο που διασφαλίζει τη διαφάνεια.

Εκτός των παραπάνω, ο νόμος καθιέρωσε τη λειτουργία ενός οργάνου γνωμοδοτικού χαρακτήρα, το οποίο συμμετέχει συμβουλευτικά στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Πρόκειται για την Επιτροπή Επενδυτικής Πολιτικής Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, οι κύριες αρμοδιότητες της οποίας είναι η υποβολή εισηγήσεων προς το Διοικητικό Συμβούλιο, ο καθορισμός του πλαισίου επενδυτικής δεοντολογίας, η υιοθέτηση αντικειμενικών μεθόδων μέτρησης των αποδόσεων και του αναλαμβανόμενου κινδύνου και η επιλογή εργαλείων αξιολόγησης των επενδύσεων.

### **3.1.2.2. Διαχείριση Περιουσιακών Στοιχείων**

Όπως προαναφέρθηκε τα Διοικητικά Συμβούλια των φορέων κοινωνικής ασφάλισης έχουν την αποκλειστική αρμοδιότητα για τη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων τους και την επιλογή των όποιων επενδυτικών κινήσεων. Σύμφωνα όμως με το άρθρο 19 του Ν. 3586/2007 ([www.et.gr](http://www.et.gr)), οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης έχουν τη δυνατότητα να αποφασίσουν την ανάθεση της διαχείρισης τμήματος ή του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων τους και των αποθεματικών τους σε εξειδικευμένες εταιρίες-διαχειριστές οι οποίες διαθέτουν την κατάλληλη διοικητική και τεχνικοοικονομική οργάνωση και τους απαιτούμενους μηχανισμούς ελέγχου. Εκτός της ανωτέρω διάταξης, το άρθρο 18 του νόμου προβλέπει το θεσμό των συμβούλων επενδύσεων, οι οποίοι όμως αποτελούν μόνο γνωμοδοτικά όργανα και τις τελικές αποφάσεις εξακολουθούν να τις λαμβάνουν τα Διοικητικά Συμβούλια.

### 3.1.2.3. Αμοιβαία Κεφάλαια και Ακίνητα

Οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια αποτελούν ενδεδειγμένη επενδυτική επιλογή για τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης αφού παρέχουν τη δυνατότητα άμεσης και δυναμικής διαχείρισης και ταυτόχρονα ελαχιστοποιούν τις γραφειοκρατικές διαδικασίες. Επιπλέον, οι επενδύσεις σε Αμοιβαία Κεφάλαια μπορούν να αντανακλούν την επενδυτική στρατηγική που επιλέγει να ακολουθήσει το κάθε ταμείο, παρέχουν τη δυνατότητα άμεσης εποπτείας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ([www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)) και ελαχιστοποιούν το διαχειριστικό κόστος.

Ο Ν. 3586/2007 ([www.et.gr](http://www.et.gr)), επιβεβαιώνοντας διάταξη του Ν. 1902/1990 ([www.et.gr](http://www.et.gr)), παρέχει στα ταμεία τη δυνατότητα να συγκροτούν ατομικά ή ομαδικά Αμοιβαία Κεφάλαια σύμφωνα με προδιαγραφές και επενδυτικούς στόχους που συνάδουν με τις δικές τους ανάγκες. Ειδικότερα τα ταμεία μπορούν να δημιουργούν τρεις τύπους Αμοιβαίων Κεφαλαίων: (1) αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, (2) αμοιβαία κεφάλαια σταθερού εισοδήματος και (3) μικτά αμοιβαία κεφάλαια. Η διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων ανατίθεται σε επιλεγμένες ΑΕΔΑΚ οι οποίες πρέπει να πληρούν συγκεκριμένα κριτήρια σχετικά με την οργάνωση και λειτουργία τους, τις υποδομές και την τεχνογνωσία τους. Ακόμη, ο νόμος παρέχει τη δυνατότητα στα ταμεία να ιδρύουν δικές τους ΑΕΔΑΚ για τη διαχείριση των αμοιβαίων κεφαλαίων τους. Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων εταιριών είναι αυτές που ιδρύθηκαν από το ΙΚΑ και τον ΟΤΕ και οι οποίες στο τέλος του 2006 διαχειρίζονταν αντίστοιχα κεφάλαια ύψους 913 εκ. και 755 εκ. ευρώ (Τεσσαρομάτης, 2011).

Σε σχέση με τις ευχέρειες επένδυσης σε ακίνητη περιουσία που παρείχε ο εν λόγω νόμος, ιδιαίτερα σημαντική ήταν η πρόβλεψη για σύσταση Εταιριών Επένδυσης Ακίνητης Περιουσίας (ΕΕΑΠ), στις οποίες οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να συνεισφέρουν τα ακίνητα και τα δικαιώματα επί αυτών. Οι ΕΕΑΠ αναλαμβάνουν την εκμετάλλευση και διαχείριση των εν λόγω τίτλων και τα παραγόμενα έσοδα (εισοδήματα, κινητές αξίες, μετρητά) επενδύονται έως ποσοστό 80% σε ακίνητες αξίες, έως ποσοστό 10% σε κινητές αξίες και έως ποσοστού 10% σε κινητές ή ακίνητες αξίες οι οποίες εξυπηρετούν τις λειτουργικές ανάγκες της εταιρίας.

## **3.2. Έλεγχος Επενδύσεων**

Ο νόμος προέβλεψε τη σύσταση Ειδικής Επιτροπής Ελέγχου Επενδύσεων, η οποία αντικατέστησε την Ειδική Επιτροπή Ελέγχου και Εποπτείας της Διαχείρισης της Περιουσίας που είχε προβλεφθεί από προηγούμενο νόμο. Κύριο αντικείμενο της επιτροπής αυτής είναι η άσκηση ελέγχου νομιμότητας των επενδυτικών επιλογών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Στο έργο της εν λόγω επιτροπής μπορεί κατά περίπτωση να ζητείται η συνδρομή των σχετικών υπηρεσιών και φορέων όπως είναι η Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων ([www.ggka.gr](http://www.ggka.gr)), η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ([www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)), οι Τράπεζες και οι Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΧΕΠΕΥ). Εκτός της παραπάνω επιτροπής, ο νόμος προβλέπει διενέργεια επιπλέον ελέγχων από σχετικές διευθύνσεις και τμήματα της Γενικής Γραμματείας Κοινωνικών Ασφαλίσεων αν αυτό κριθεί απαραίτητο.

### **3.2.1. Η Αξιολόγηση των Επιδόσεων του Ελληνικού Ασφαλιστικού Συστήματος**

Το πρώτο σημαντικό ζήτημα που ανακύπτει όταν κάποιος επιχειρήσει να αξιολογήσει τις επενδυτικές επιδόσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα, είναι η δυσκολία εξεύρεσης έγκυρων και διασταυρωμένων στοιχείων σχετικά με την διαχείριση της περιουσίας τους. Η δυσκολία αυτή θέτει σε κίνδυνο οποιαδήποτε ανάλυση, αφού μπορεί να οδηγήσει σε ανακριβή και ατεκμηρίωτα συμπεράσματα σχετικά με τις επενδυτικές επιδόσεις τους.

Βάσει της ισχύουσας νομοθεσίας και των σημαντικών περιορισμών που υπήρχαν σχετικά με την επένδυση των αποθεματικών των ταμείων πριν το 1973, όπως η υποχρεωτική κατάθεση των αποθεματικών στην Τράπεζα της Ελλάδος με το ειδικό επιτόκιο 4%, οι επενδύσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης οδήγησαν σε αποδόσεις σημαντικά χαμηλότερες αυτών που θα επιτυγχάνονταν αν επιτρέπονταν τοποθετήσεις σε λογαριασμούς καταθέσεων των οποίων οι επιδόσεις κυμάνθηκαν από 4% έως 8%. Η κατάσταση αυτή συνεχίστηκε και μετά την πετρελαϊκή κρίση (1973) η οποία οδήγησε σε μεγάλη αύξηση του πληθωρισμού. Το ειδικό επιτόκιο της Τραπεζικής της Ελλάδος

αυξήθηκε, οι αποδόσεις όμως παρέμειναν υποδεέστερες των τρεχόντων επιτοκίων καταθέσεων. Υπό αυτό το πρίσμα, η μείωση της αξίας της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης μεταξύ των ετών 1973 και 1994, όταν ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός ήταν περίπου 17%(σε καθαρή αξία)ήταν σημαντική.

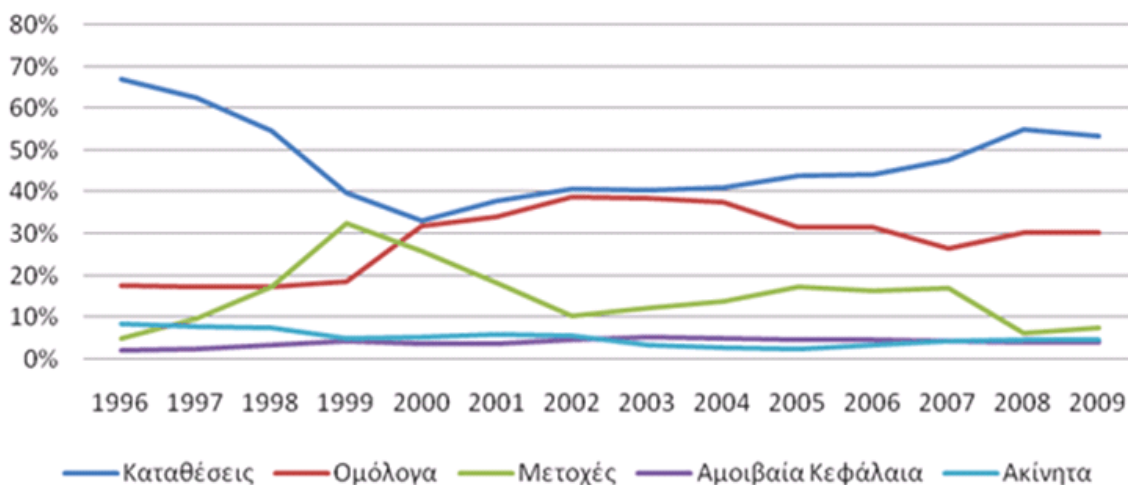
Το κανονιστικό πλαίσιο διαχείρισης επενδύσεων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα ήταν ένα από τα πλέον περιοριστικά στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Ένα από τα βασικότερα χαρακτηριστικά του μέχρι πρόσφατα ήταν το χαμηλό ποσοστό επενδύσεων «υψηλού κινδύνου», αλλά και η απαγόρευση επενδύσεων σε χρεόγραφα που διαπραγματεύονται σε αγορές εκτός Ελλάδας. Η δυνατότητα επενδύσεων σε χώρες μέλη της ευρωζώνης δόθηκε για πρώτη φορά από το Νόμο 3586/2007. Πέραν του νομοθετικού πλαισίου, είναι περισσότερο από προφανές ότι από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα απουσίαζαν σε μεγάλο βαθμό οι επενδυτικές υποδομές (οργάνωση, τεχνογνωσία, κ.α.) με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται σημαντικές επενδυτικές κινήσεις. Η έλλειψη επενδυτικής στρατηγικής, οδήγησε τις διοικήσεις των ταμείων σε αποσπασματικές κινήσεις και όχι σε συστηματικές και στρατηγικά στοχευμένες επενδυτικές αποφάσεις.

Η χρονική περίοδος για την οποία υπάρχουν ασφαλή διαθέσιμα στοιχεία και μπορούν να εκτιμηθούν με σχετική ακρίβεια οι αποδόσεις των επενδυτικών επιλογών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης είναι τα τελευταία 10-15 έτη. Μεταξύ 1997 και 2009, η μέση ετήσια απόδοση του συνολικού χαρτοφυλακίου των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ήταν 6.5% (Τσακάλογλου, 2010), ενώ την ίδια χρονική περίοδο η μέση απόδοση των καταθέσεων ήταν 5.7% και των κρατικών ομολογιών 6.9%. Παρά τη σημαντική πτώση της αξίας των μετοχών κατά την 3ετία 2000-2002 λόγω της κρίσης του χρηματιστηρίου, αλλά και λόγω της παγκόσμιας χρηματοοικονομικής κρίσης του 2008, εάν τα αποθεματικά των ταμείων είχαν επενδυθεί στο μετοχικό χαρτοφυλάκιο των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, η μέση ετήσια απόδοση θα ήταν 12.5% (Τσακάλογλου, 2010). Αξίζει να αναφερθεί ότι την ίδια χρονική περίοδο (1997-2009) ο μέσος πληθωρισμός ανήλθε στο 3.6%, πράγμα που σημαίνει ότι η καθαρή μέση ετήσια απόδοση των επενδύσεων των ταμείων ανήλθε στο 2.9%. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι το ποσοστό αυτό είναι μεν σημαντικά υψηλότερο συγκρινόμενο με αποδόσεις προηγούμενων ετών (οι οποίες πολλές φορές ήταν αρνητικές), παρ' όλα αυτά όμως είναι

σημαντικά χαμηλότερο των μέσων ετησίων αποδόσεων ασφαλιστικών ταμείων άλλων χωρών οι οποίες διαχειρίστηκαν τις επενδύσεις τους περισσότερο αποτελεσματικά. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν χώρες του Αγγλοσαξονικού άξονα όπως η Μεγάλη Βρετανία όπου η καθαρή απόδοση ανήλθε σε 5.4% και οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής όπου η απόδοση ήταν της τάξεως του 4.7% (Τσακάλογλου, 2010). Η μεγάλη θέση του χαρτοφυλακίου των φορέων κοινωνικής ασφάλισης σε καταθέσεις, έντοκα γραμμάτια και ομόλογα, λειτούργησε μεν προστατευτικά κατά την μεγάλη κρίση του 2008, οδήγησε όμως σε σχετικά χαμηλές αποδόσεις το 2009, ενώ δημιούργησε τεράστιο πρόβλημα το 2012 λόγω της απομείωσης της αξίας των ομολόγων του ελληνικού δημοσίου (γνωστής και ως «κούρεμα») στο πλαίσιο PSI.

Ακολουθώς, παραθέτουμε αναλυτικότερα στοιχεία για την αξία της περιουσίας των ταμείων, σύμφωνα με το (Τεσσαρομάτης, 2011), το οποίο άντλησε τα στοιχεία για την περιουσία των ταμείων από τα ετήσια τεύχη του Κοινωνικού Προϋπολογισμού του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικής Προστασίας και χρησιμοποίησε μια σειρά αντικειμενικών πηγών, βάσεων δεδομένων και υποθέσεων για να εκτιμήσει την αξία των επιμέρους τίτλων και χρεογράφων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης.

**Πίνακας 3.1: Η Ετήσια Κατανομή των Επενδύσεων των Ταμείων (1996-2009)**



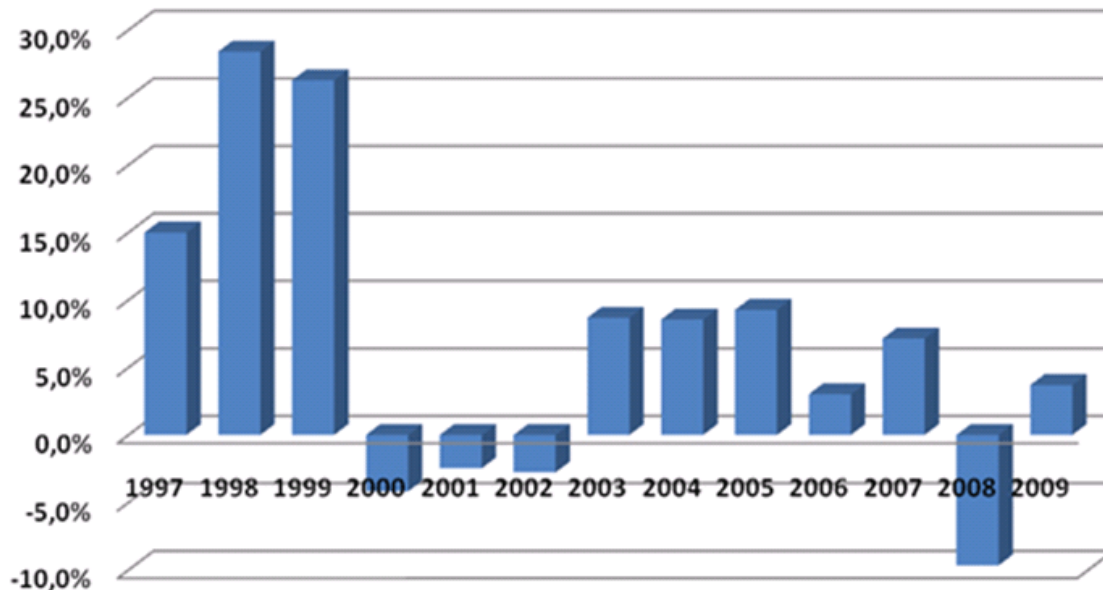
Πηγή: Τεσσαρομάτης (2011)

Στον Πίνακα 3.1, το οποίο παρουσιάζει την κατανομή επενδύσεων των ταμείων (ανά τύπο επένδυσης), για τη χρονική περίοδο από το τέλος του 1996 μέχρι το 2009. Το

Δεκέμβριο του 1996, τα ταμεία είχαν επενδύσει σε καταθέσεις και έντοκα γραμμάτια περίπου το 67% των αποθεματικών τους και σε ομόλογα το 18% περίπου. Στο τέλος του 2009 τα αντίστοιχα ποσοστά ήταν 54% και 30%. Η μέση ετήσια επένδυση σε προϊόντα «χαμηλού επενδυτικού κινδύνου», όπως χαρακτηρίζονταν τότε τα ομόλογα και οι καταθέσεις, ήταν 76%. Το μέσο ποσοστό επένδυσης σε μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια κατ' έτος ήταν της τάξεως του 20%. Αξίζει να αναφερθεί ο σχεδόν διπλασιασμός του ποσοστού αυτού το 1999, λόγω της έκρηξης αποδόσεων που σημειώθηκε στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε αντίθεση με ότι συνέβη το 2009, όταν παρατηρήθηκε το χαμηλότερο επίπεδο επενδύσεων αυτού του τύπου (12%) εντός της εξεταζόμενης περιόδου, λόγω της καθίζησης της χρηματιστηριακής αγοράς μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008. Τέλος μπορούμε εύκολα να παρατηρήσουμε ότι το ποσοστό επένδυσης σε ακίνητα, κατά την υπό εξέταση χρονική περίοδο, κινήθηκε μεταξύ 3% και 8%.

Στον Πίνακα 3.2 παρουσιάζονται οι αποδόσεις του συνόλου της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης κατά τη χρονική περίοδο 1997-2009 με βάση τα στοιχεία και τις υποθέσεις που χρησιμοποιούνται στο (Τεσσαρομάτης, 2011). Η εικόνα είναι αντιφατική, με σημαντικές διαφοροποιήσεις από έτος σε έτος. Είναι καταρχάς εμφανείς οι εντυπωσιακές επιδόσεις κατά την τριετία 1997-1999, κυρίως λόγω την έκρηξης αποδόσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, όπως και οι αρνητικές αποδόσεις μεταξύ 2000 και 2002 αλλά και το 2008 λόγω των σημαντικών κρίσεων αντίστοιχα της Ελληνικής και των διεθνών χρηματαγορών.

**Πίνακας 3.2: Οι Ετήσιες Αποδόσεις των Επενδύσεων των Ταμείων (1997-2009)**



Πηγή: Τεσσαρομάτης (2011)

Σύμφωνα με την Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων (ΓΓΚΑ, 2006), στα τέλη του 2009, η περιουσία των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ανέρχονταν πλέον σε περίπου 31 δις ευρώ (Τεσσαρομάτης, 2011), ποσό που αντιστοιχούσε στο 12% του Ακαθάριστου Εθνικού Προϊόντος (ΑΕΠ) της χώρας. Το ποσοστό αυτό ήταν υψηλότερο από αντίστοιχα ποσοστά της πλειοψηφίας των χωρών της Ευρωπαϊκής Ένωσης με διανεμητικά συνταξιοδοτικά συστήματα (OCP71, 2010b). Από το εν λόγω ποσό, το 53% ήταν επενδεδυμένο σε καταθέσεις (κατά κύριο λόγο στην Τράπεζα της Ελλάδος), το 30% ήταν τοποθετημένο σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, το 8% σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών, το 4% σε αμοιβαία και το 5% σε ακίνητα (Τεσσαρομάτης, 2011).

Παρακάτω εμβαθύνουμε διαστρωματικά και διαχρονικά την ανάλυση μας για τα πέντε μεγαλύτερα ταμεία κοινωνικής ασφάλισης.

### **3.2.2. Διαστρωματική και διαχρονική ανάλυση των Χαρτοφυλακίων των πέντε μεγαλύτερων Ταμείων Κύριας Ασφάλισης, για τα Έτη 2005 – 2009.**

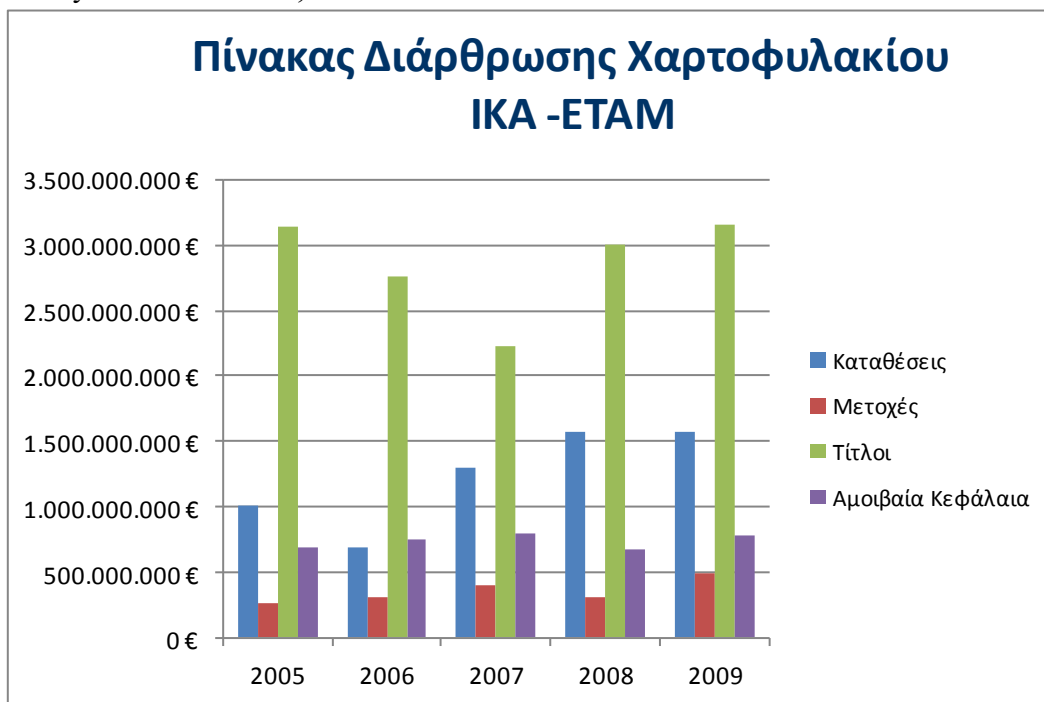
Στους παρακάτω πίνακες παρουσιάζονται τα δεδομένα που συλλέξαμε από τις ετήσιες εκδόσεις «Κινητής και Ακίνητης Περιουσίας των Φ.Κ.Α.» για τα έτη 2005 έως 2009. Τα δεδομένα αυτά αφορούν την διάρθρωση των χαρτοφυλακίων των 5 μεγαλύτερων ταμείων κύριας ασφάλισης, και πιο συγκεκριμένα των ΙΚΑ – ΕΤΑΜ, ΟΑΕΕ, ΟΓΑ, ΕΤΑΑ και ΕΤΑΠ – ΜΜΕ. Αναλύεται η σύνθεση των χαρτοφυλακίων τους σε καταθέσεις και χρεόγραφα (μετοχές, τίτλοι, αμοιβαία κεφάλαια) και στην συνέχεια γίνεται διαχρονική και διαστρωματική ανάλυση των δεδομένων με σκοπό να εξεταστεί η επενδυτική πολιτική που ακολουθεί κάθε ταμείο.

Οι καταθέσεις αναφέρονται στα υπόλοιπα των λογαριασμών ταμειακής διαχείρισης, διαθεσίμων κεφαλαίων, προθεσμιακών καταθέσεων και λοιπών λογαριασμών που τηρούνται στις εμπορικές τράπεζες ή άλλους πιστωτικούς οργανισμούς και στην Τράπεζα της Ελλάδος. Τα χρεόγραφα αναφέρονται στις μετοχές (εισηγμένες ή μη) στα μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, στους τίτλους ελληνικού δημοσίου (Ο.Ε.Δ. και Ε.Γ.Δ. σταθερού ή κυμαινόμενου επιτοκίου πλην των δομημένων ομολόγων και τίτλους με την μορφή της αγοράς με σύμφωνο επαναπώλησης– πράξεις REPOS) και λοιπούς τίτλους.

Σχολιάζοντας τα στοιχεία που παρατίθενται θα μπορούσαμε καταρχάς να πούμε για το ΙΚΑ-ΕΤΑΜ ότι, όπως φαίνεται στον Πίνακα 3.3, εντός της εξεταζόμενης 5ετίας είχε πάντα ως κύριο επενδυτικό εργαλείο τίτλους του Ελληνικού δημοσίου (περίπου 60% του χαρτοφυλακίου επενδύσεων το 2009), κάτι που άλλωστε κόστισε στο ταμείο και λόγω της πρόσφατης απομείωσης της αξίας των εν λόγω τίτλων στο πλαίσιο του πρόσφατου PSI για το Ελληνικό Δημόσιο χρέος. Πέραν των τίτλων, παρατηρούμε ότι οι καταθέσεις απορροφούν διαχρονικά σημαντικό τμήμα των κεφαλαίων του ταμείου, έχοντας μάλιστα αυξηθεί κατά περίπου 50% εντός της 5ετίας, ενώ τα αμοιβαία κεφάλαια και οι μετοχές καταλαμβάνουν διαχρονικά την τρίτη και τέταρτη αντίστοιχα θέση στις επενδυτικές επιλογές του ταμείου.

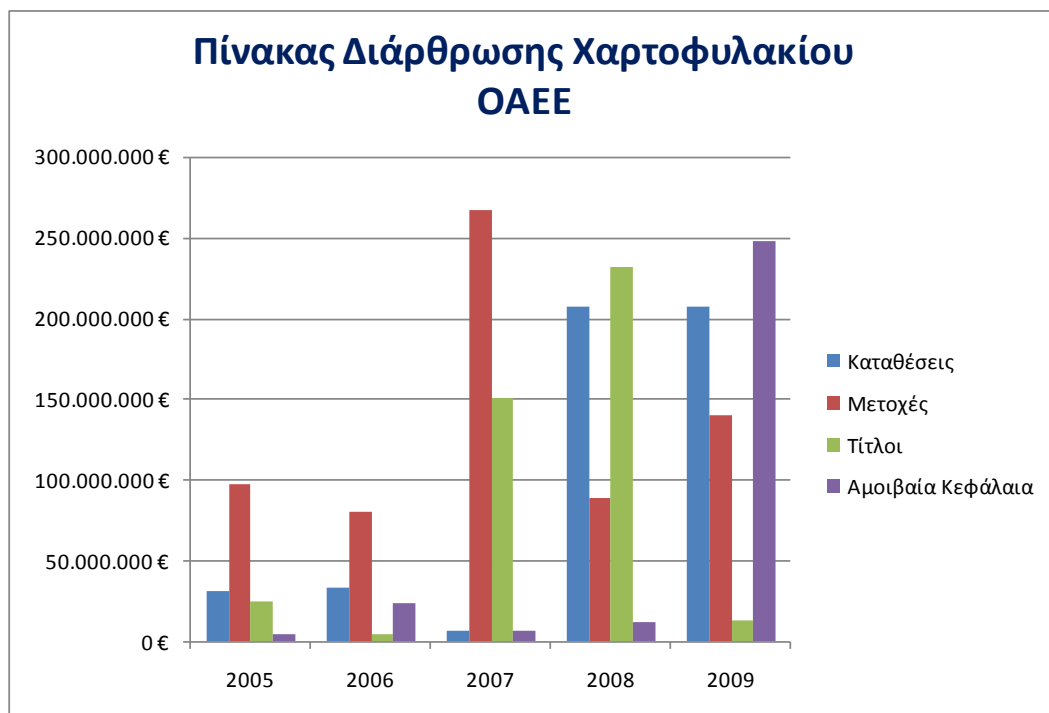


**Πίνακας 3.3: ΙΚΑ – ΕΤΑΜ, 2005-2009**



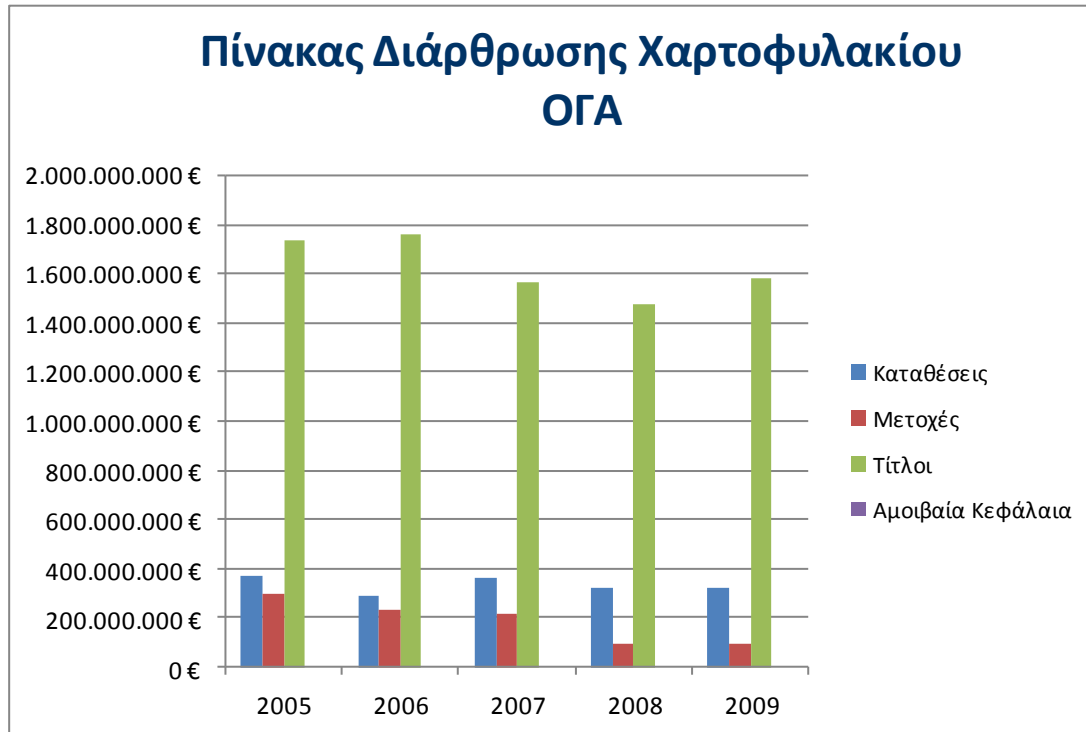
Πηγή: [www.periousia.gr](http://www.periousia.gr)

**Πίνακας 3.4: ΟΑΕΕ, 2005-2009**



Πηγή: [www.periousia.gr](http://www.periousia.gr)

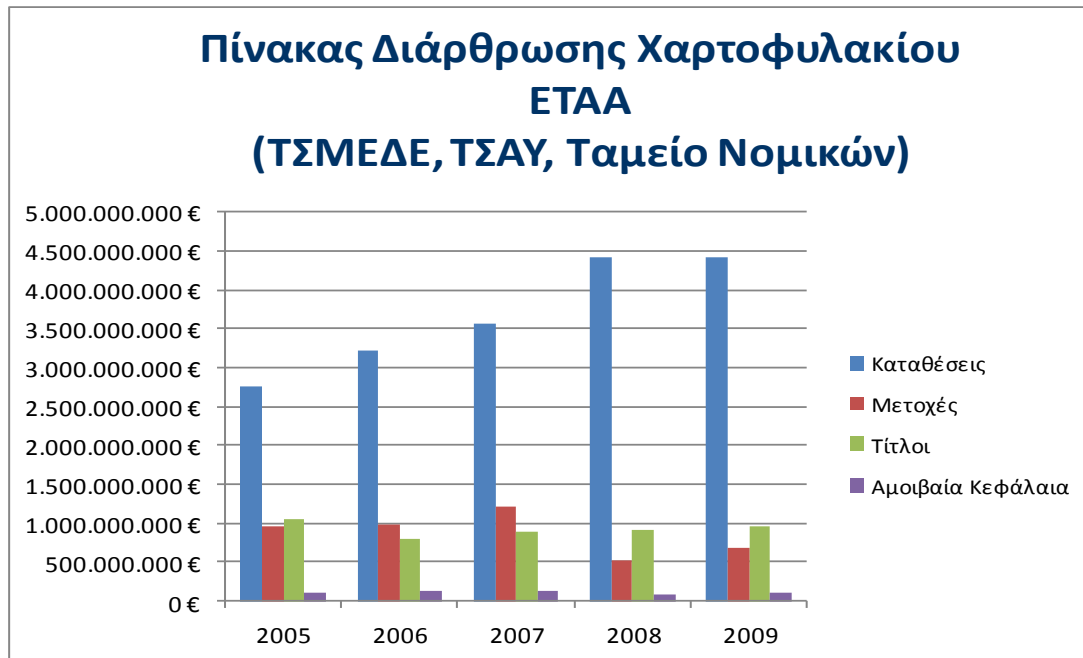
Πίνακας 3.5: ΟΓΑ, 2005-2009



Πηγή: [www.periousia.gr](http://www.periousia.gr)

Όπως φαίνεται στον Πίνακα 3.5 η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του ΟΓΑ εντός της εξεταζόμενης 5ετίας είχε πάντα ως κυρίαρχο επενδυτικό εργαλείο τους τίτλους του Ελληνικού δημοσίου σε ποσοστά μάλιστα υψηλότερα από αυτά του ΙΚΑ (πάνω από 80% του χαρτοφυλακίου επενδύσεων το 2009). Αξίζει ακόμη να σχολιαστεί ότι το εν λόγω ταμείο δεν έχει επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια, ενώ οι καταθέσεις και οι μετοχές καταλαμβάνουν διαχρονικά τη δεύτερη και τρίτη αντίστοιχα θέση στις επενδυτικές επιλογές του ταμείου με πολύ μικρά ποσοστά.

Πίνακας 3.6: ΕΤΑΑ, 2005-2009



Πηγή: [www.periousia.gr](http://www.periousia.gr)

Ο Πίνακας 3.6 δείχνει μια εντελώς διαφορετική εικόνα για το ΕΤΑΑ, το οποίο εντός της εξεταζόμενης 5ετίας είχε πάντα το μεγαλύτερο ποσό των αποθεματικών του σε καταθέσεις και μάλιστα με ιδιαίτερα αυξημένα ποσοστά τα τελευταία 2 έτη (2008-2009). Τίτλοι και μετοχές εναλλάσσονται στη δεύτερη και τρίτη θέση εντός της 5ετίας, ενώ η επένδυση σε Αμοιβαία Κεφάλαια είναι σχεδόν μηδενική. Θα πρέπει ωστόσο να σημειωθεί ότι το ΕΤΑΑ και κυρίως το ΤΣΜΕΔΕ μετέβαλλε σημαντικά την επενδυτική στρατηγική του μετά το 2010 και πραγματοποίησε σημαντικές επενδύσεις σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, στην προσπάθειά του να στηρίξει την οικονομία της χώρας, στρατηγική που τελικά οδήγησε σε σημαντικές απώλειες λόγω του PSI.

Πίνακας 3.7: ΕΤΑΠ ΜΜΕ, 2005-2009



Πηγή: [www.periousia.gr](http://www.periousia.gr)

\*Για τα έτη 2005-2007, περιλαμβάνει τα παρακάτω ταμεία:

Ταμείο Ασφάλισης Ιδιοκτητών, Συντακτών και Υπαλλήλων Τύπου

Ταμείο Ασφάλισης Τεχνικών Τύπου Αθηνών

Ταμείο Συντάξεων Εφημεριδοπωλών και Υπαλλήλων Πρακτορείων Αθηνών

Ταμείο Συντάξεων Εφημεριδοπωλών και Υπαλλήλων Πρακτορείων Θεσσαλονίκης

Ταμείο Συντάξεως Προσωπικού Εφημερίδων Αθηνών – Θεσσαλονίκης

Τέλος, το ΕΤΑΠ ΜΜΕ ότι, όπως φαίνεται στον Πίνακα 3.7, εντός της εξεταζόμενης 5ετίας, παρουσιάζει αντίστοιχη εικόνα με αυτή του ΕΤΑΑ, έχοντας πάντα ως κύριο επενδυτικό εργαλείο την εν λόγω 5ετία τις καταθέσεις, σε ποσοστά μάλιστα άνω του 90%. Πέραν των καταθέσεων, το ταμείο επένδυε πολύ μικρό μέρος των αποθεματικών του σε τίτλους, ενώ η επενδύσεις σε μετοχές και αμοιβαία κεφάλαια ήταν διαχρονικά σχεδόν μηδενικές και μηδενικές αντίστοιχα.

Στην συνέχεια ακολουθούν δύο αναλυτικοί πίνακες που συγκεντρώνουν τα παραπάνω αποτελέσματα. Στον πρώτο πίνακα παρουσιάζονται διαχρονικά και διαστρωματικά στοιχεία που αφορούν την χάραξη της επενδυτικής πολιτικής, την

αποτίμηση αξιών και την εξέλιξη της κινητής περιουσίας για τα έτη 2005 – 2009. Στον δεύτερο πίνακα, ειδικά, έχει γίνει κατηγοριοποίηση των επενδύσεων σε μεσαίου – υψηλού και χαμηλού ρίσκου των ταμείων, από μπορούμε να εξάγουμε κάποια συμπεράσματα για την διαχρονική επενδυτική στρατηγική των ταμείων.

Πίνακας 3.8: Συγκεντρωτικά Στοιχεία

ΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ: 2005 - 2009																
Ταμείο	Καταθέσεις		Μετοχές				Χρεόγραφα				Χρεόγραφα Σύνολο		Σύνολο			
	Ποσό	Ποσοστό	Ποσό	Ποσοστό	Τάση	Τύποι	Ποσό	Ποσοστό	Τάση	Ποσό	Ποσοστό	Τάση	Ποσό	Ποσοστό	Τάση	
<b>ΙΚΑ</b>																
2005	1015973605	19,86%	266228919,4	5,20%		3143969069	61,45%		690145231	13,49%		4100343220	80,14%		5116316825	
2006	683389556,3	15,30%	312160618,5	6,94%	↑	2753991264	61,23%	↓	743549695	16,53%	↑	3809701577	84,70%	↑	4498091135	
2007	1298123868	27,52%	398854663,4	8,46%	↑	2230847190	47,30%	↓	788995352,7	16,73%	↑	3418697206	72,48%	↓	4716821074	
2008	1574782687	28,28%	314147032,5	5,64%	↓	3003109181	53,93%	↑	676765044,9	12,15%	↓	3994021258	71,72%	↓	5568803945	
2009	1574782687	26,18%	489747541	8,14%	↑	3162176104	52,58%	↓	787744568,2	13,10%	↓	4439668213	73,82%	↓	60144450900	
<b>ΟΑΕΕ</b>																
2005	31288733,99	19,89%	96802611,42	61,55%		25081698,6	15,95%		4096823,11	2,60%		125981133,1	80,11%		157269867,1	
2006	33312629,26	23,42%	80565592,87	56,63%	↓	4519699,6	3,18%	↓	23861721,8	16,77%	↑	108947014,3	76,58%	↓	142259643,5	
2007	5919978,04	1,38%	267260212,5	62,10%	↑	150368995,5	34,94%	↑	6826812,85	1,59%	↓	424456020,9	98,62%	↑	430375998,9	
2008	206910304,9	38,37%	88975097,53	16,50%	↓	231533822,3	42,94%	↑	11830974,14	2,19%	↑	332339894	61,63%	↓	539250198,8	
2009	206910304,9	34,08%	139836091,3	23,03%	↑	13244655,07	2,18%	↓	247172346,8	40,71%	↑	400253093,1	65,92%	↑	607163398	
<b>ΟΓΑ</b>																
2005	373610498,8	15,54%	298155024,1	12,40%		1732035273	72,05%		0	0,00%		2030190297	84,46%		2403800795	
2006	289433165,6	12,69%	231933978,3	10,17%	↓	1759617405	77,14%	↑	0	0,00%	↓	1991551383	87,31%	↓	2280984549	
2007	363308711,6	17,04%	217242061,6	10,13%	↓	1561371012	72,83%	↓	0	0,00%	↓	1778613073	82,96%	↓	2143921785	
2008	318024791,3	16,85%	92420644,1	4,90%	↓	1477132044	78,26%	↑	0	0,00%	↓	1569552688	83,15%	↓	1887577479	
2009	318024791,3	15,96%	91832870,77	4,61%	↓	1583172457	79,44%	↑	0	0,00%	↓	1675005328	84,04%	↓	1993030119	
<b>ΕΤΑΑ</b>																
2005	1368442578	39,32%	952459992,9	27,37%		1044909021	30,02%		114339270,7	3,29%		2111708284	60,68%		3480150862	
2006	1586539408	45,24%	993126249,3	28,32%	↑	805988998,4	22,98%	↓	121612461,6	3,47%	↓	1920727709	54,76%	↓	3507267118	
2007	1586539408	41,57%	1215373845	31,85%	↑	892325439,5	23,38%	↓	122075795,6	3,20%	↓	2229775080	58,43%	↓	3816314488	
2008	4408985093	74,32%	512878506,9	8,65%	↓	917207013,6	15,46%	↓	93251999,54	1,57%	↓	1523337520	25,68%	↓	5932322613	
2009	4408985093	71,64%	677288061,5	11,00%	↓	962191175,4	15,63%	↓	106106169,7	1,72%	↓	1745585407	28,36%	↑	6154570500	
<b>ΕΤΑΠ ΜΜΕ</b>																
2005	1000783625	81,17%	41505776,28	3,37%		162146582,4	13,15%		28494802,96	2,31%		232147161,6	18,83%		1232930786	
2006	1051029099	77,21%	38561368,22	2,83%	↓	271713345,4	19,96%	↑	0	0,00%	↓	310274713,6	22,79%	↑	1361303812	
2007	1368442578	88,28%	44496533,78	2,87%	↓	137174988,2	8,85%	↓	0	0,00%	↓	181671522	11,72%	↓	1550114100	
2008	1586539408	93,07%	16964477,34	1,00%	↓	101196188,2	5,94%	↓	0	0,00%	↓	118160665,5	6,93%	↓	1704700074	
2009	1586539408	92,65%	20487786,64	1,20%	↓	105424934,6	6,16%	↓	0	0,00%	↓	125912721,2	7,35%	↓	1712452129	
<b>Σύνολα</b>	28253622014	40,98%	7899305567	11,46%		28232447564	40,94%		4566869071	6,62%		40698622182	59,02%		68952244195	

Πίνακας 3.9: Κατηγοριοποίηση Επενδύσεων, Βάσει Επενδυτικού Κινδύνου

ΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ: 2005 - 2009							
Ταμείο	Επενδύσης Χαμηλού Ρίσκου (Καταθέσεις - Τίτλοι)			Υψηλού Ρίσκου (Μετοχές - Αμοιβαία Κεφάλαια)			Σύνολο
	Ποσό	Ποσοστό	Τάση	Ποσό	Ποσοστό	Τάση	
<b>ΙΚΑ</b>							
	2005	4159942674	81,31%		956374150,4	18,69%	
	2006	3442380822	76,53%	↓	1055710314	23,47%	■
	2007	3528971058	74,82%	■	1187850016	25,18%	■
	2008	4577891868	82,21%	↑	990912077,4	17,79%	↓
	2009	4736958791	78,76%	↓	1277492109	21,24%	↑
<b>ΟΑΕΕ</b>							
	2005	56370432,59	35,84%		100899434,5	64,16%	
	2006	37832328,86	26,59%	↓	104427314,7	73,41%	↑
	2007	156288973,5	36,31%	■	274087025,4	63,69%	■
	2008	438444127,2	81,31%	↑	100806071,7	18,69%	↓
	2009	220154959,9	36,26%	↓	387008438	63,74%	↑
<b>ΟΓΑ</b>							
	2005	2105645771	87,60%		298155024,1	12,40%	
	2006	2049050571	89,83%	■	231933978,3	10,17%	■
	2007	1926679723	89,87%	■	217242061,6	10,13%	■
	2008	1795156835	95,10%	■	92420644,1	4,90%	↓
	2009	1901197248	95,39%	■	91832870,77	4,61%	■
<b>ΕΤΑΑ</b>							
	2005	2413351599	69,35%		1066799264	30,65%	
	2006	2392528407	68,22%	■	1114738711	31,78%	■
	2007	2478864848	64,95%	■	1337449641	35,05%	■
	2008	5326192107	89,78%	↑	606130506,4	10,22%	↓
	2009	5371176269	87,27%	■	783394231,2	12,73%	↑
<b>ΕΤΑΠ ΜΜΕ</b>							
	2005	1162930207	94,32%		70000579,24	5,68%	
	2006	1322742444	97,17%	■	38561368,22	2,83%	↓
	2007	1505617566	97,13%	■	44496533,78	2,87%	■
	2008	1687735597	99,00%	■	16964477,34	1,00%	↓
	2009	1691964343	98,80%	■	20487786,64	1,20%	■
<b>Σύνολα</b>		56486069568	81,92%		12466174628	18,08%	

Πηγή: [www.periousia.gr](http://www.periousia.gr)

Προσπαθώντας να αποτιμήσουμε διαχρονικά τις εφαρμοζόμενες επενδυτικές στρατηγικές των ταμείων και να συγκρίνουμε τις πολιτικές αυτές μεταξύ τους θα μπορούσαμε να πούμε ότι το ΙΚΑ-ΕΤΑΜ ακολουθεί διαχρονικά μια συντηρητική πολιτική, όπου προσεγγιστικά το ποσοστό των επενδύσεων χαμηλού ρίσκου κυμαίνεται από 74% έως 82%. Σε ποσοστό 20% έως 25% επί του συνόλου του χαρτοφυλακίου του είναι οι επενδύσεις μεσαίου – υψηλού ρίσκου, από το οποίο μόνο ένα ποσοστό της τάξης του 7% αφορά σε μετοχές (επένδυση υψηλού ρίσκου).

Αντίθετα, ο ΟΑΕΕ φαίνεται να αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο επενδύοντας διαχρονικά σε μετοχές – ποσοστό 50% - 60% - και ένα κυμαινόμενο ποσοστό σε αμοιβαία κεφάλαια. Τα 2/3 του συνολικού χαρτοφυλακίου επενδύονται σε υψηλού ρίσκου στοιχεία, ενώ το υπόλοιπο 1/3 σε χαμηλού, το οποίο μπορεί να εξηγηθεί αν λάβουμε υπόψη την επένδυση μεγάλων κεφαλαίων σε μετοχές επιχειρήσεων. Αξιοσημείωτο είναι ότι το έτος 2008 αυξήθηκε πολύ το ποσοστό των επενδύσεων σε μετοχές, κάτι που οφείλεται στην ανοδική τάση του χρηματιστηρίου την συγκεκριμένη χρονιά.

Το ταμείο των αγροτών (ΟΓΑ) ακολουθεί διαχρονικά μια συντηρητική πολιτική, επενδύοντας τις χρονιές 2005-2007 το 90% και τις χρονιές 2008 – 2009 το 95% της κινητής του περιουσίας σε καταθέσεις και τίτλους.

Ομοίως, το ΕΤΑΠ – ΜΜΕ ακολουθεί χωρίς διακυμάνσεις διαχρονικά μια συντηρητική πολιτική, επενδύοντας σχεδόν το 100% των κεφαλαίων του σε ασφαλείς επενδύσεις.

Τέλος, το ΕΤΑΑ φαίνεται να αλλάζει την επενδυτική πολιτική του σε πιο συντηρητική, μετά την ενοποίηση σε αυτό των ΤΣΜΕΔΕ, ΤΣΑΥ και Ταμείου Νομικών. Η αρχική ισορροπία 2/3 σε ασφαλείς επενδύσεις και 1/3 σε επενδύσεις υψηλού ρίσκου, μεταβάλλεται μετά το 2007 σε 90% και 10% αντίστοιχα.

Συμπερασματικά, όλα τα ταμεία φαίνεται να ακολουθούν σταθερή επενδυτική πολιτική η οποία φάνηκε να επηρεάζεται μόνο από συγχωνεύσεις που έγιναν από το 2007 και μετά. Εξάιρεση αποτελεί η επενδυτική πολιτική του ΟΑΕΕ η οποία παρουσιάζει και τις μεγαλύτερες διακυμάνσεις, κάτι που μπορεί να γίνει αντιληπτό λόγω της ιδιαίτερης σχέσης του ταμείου με την πραγματική οικονομία.



### 3.3. Η Διεθνής Εμπειρία και το Αγγλοσαξονικό Μοντέλο Επενδύσεων

Σύμφωνα με στοιχεία του ΟΟΣΑ, όπως φαίνεται στον Πίνακα 3.10 το ύψος των αποθεματικών που διαχειρίζονταν τα ταμεία κοινωνικής ασφάλισης και εθνικής σύνταξης το 2009 υπερέβαιναν τα 4 τρις ευρώ (Τεσσαρομάτης, 2011). Όπως είναι φυσικό, το ποσό των αποθεματικών μεταβάλλεται ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες που επικρατούν στις αγορές, η τρέχουσα εικόνα όμως παραμένει αντίστοιχη, με εξαίρεση ίσως της περίπτωσης της Ελλάδας όπου πρόσφατα έλαβε χώρα η απομείωση των Ελληνικών ομολόγων λόγω του PSI.

**Πίνακας 3.10: Περιουσία Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης**

Χώρα	Όνομα Ταμείου ή Οργανισμού	Περιουσία	
		\$ δις	% του ΑΕΠ
<b>Ελλάδα</b>		<b>38.4</b>	<b>12.3</b>
Καναδάς	Canadian Pension Plan	102.0	6.8
Ιαπωνία	Government Pension Investment Fund	1,159.6	23.6
Κορέα	National Pension Fund	216.0	23.2
Μεξικό	IMSS Reserve	10.1	0.9
Ισπανία	Fondo de Reserva de la Seguridad Social	83.7	5.2
ΗΠΑ	Social Security Trust Fund	2,418.7	17.0
Αυστραλία	Future Fund	49.8	4.8
Γαλλία	Fond de Reserve des Retraites	40.4	1.4
Ιρλανδία	National Pensions Reserve Fund	23.6	8.7
Νέα Ζηλανδία	New-Zealand Superannuation Fund	8.5	6.6
Νορβηγία	Government Pension Fund - Norway	15.9	3.5
Πολωνία	Demographic Reserve Fund	1.8	0.3
Πορτογαλία	Social Security Financial Stabilisation Fund	12.2	5.0
Σουηδία	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	112.4	23.5
<b>Σύνολο χωρών του ΟΟΣΑ</b>		<b>4,293.0</b>	

Πηγή: ΟΑΣΑ

Στην πλειοψηφία των χωρών, δεδομένου ότι υπάρχει ένα μόνο ταμείο δημόσιων συντάξεων, υπάρχει ένας μόνο φορέας διαχείρισης των αποθεματικών του. Τα αποθεματικά είναι, κατά συνέπεια, υπό τον άμεσο έλεγχο του κράτους ή του ίδιου του φορέα κοινωνικής ασφάλισης. Σε κάποιες χώρες του ευρύτερου Αγγλοσαξονικού τόξου όπως ο Καναδάς, η Ιρλανδία και η Νέα Ζηλανδία, η διαχείριση των αποθεματικών του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης πραγματοποιείται από ανεξάρτητες εταιρίες

διαχείρισης επενδύσεων που τελούν υπό τον έλεγχο του δημοσίου, ενώ υπάρχει και η περίπτωση της Σουηδίας όπου το δημόσιο σύστημα συντάξεων έχει πέντε ανεξάρτητες δημόσιες εταιρίες διαχείρισης των αποθεματικών ώστε να διασφαλίσει την καλύτερη διασπορά κινδύνων και να καταστήσει το σύστημα περισσότερο ανταγωνιστικό.

Παραδοσιακά, τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία διεθνώς, ακολουθούσαν συντηρητικές επενδυτικές επιλογές, ενώ ο παρεμβατισμός της πολιτικής εξουσίας ήταν αυξημένος. Σταδιακά, και ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια επήλθαν σημαντικές αλλαγές στην διακυβέρνηση και την επενδυτική στρατηγική τους. Οι αλλαγές αυτές εφαρμοζόμενες σε πολλές χώρες, μεταξύ των οποίων και αυτές του Αγγλοσαξονικού τόξου, οδήγησαν σε επαγγελματικές δομές διακυβέρνησης και ανεξαρτησία από το κράτος, εφαρμογή στρατηγικών επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων και όχι στρατηγικών χρηματοδότησης κρατικών ελλειμμάτων, επαγγελματική διαχείριση για την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων με ελεγχόμενο επενδυτικό κίνδυνο και μείωση των επενδύσεων σε ομόλογα και αύξηση εναλλακτικών επενδύσεων με στόχο την αποτελεσματική διασπορά κινδύνων.

Όπως ήδη προαναφέρθηκε, τα ασφαλιστικά συστήματα Αγγλοσαξονικών χωρών, στηριζόμενα στο καλύτερο θεσμικό και νομοθετικό πλαίσιο και στην επαγγελματική διαχείριση των επενδύσεων των αποθεματικών τους, έχουν πετύχει διαχρονικά καθαρές αποδόσεις σημαντικά υψηλότερες από αυτές των Ελληνικών φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελούν η Μεγάλη Βρετανία όπου η καθαρή απόδοση μεταξύ 1996 και 2009 ανήλθε σε 5.4% και οι Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής όπου η απόδοση ήταν της τάξεως του 4.7% (Τσακάλογλου, 2010).

### **3.4. Η Επίδραση της Πρόσφατης Οικονομικής Κρίσης**

Η πρόσφατη οικονομική κρίση που έπληξε και εξακολουθεί να πλήττει με σφοδρότητα την Ελλάδα, έχει φέρει στην επιφάνεια όλα τα συσσωρευμένα επί σειρά ετών οικονομικά προβλήματα των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Τα αναδεικνύει μάλιστα με τρόπο πρωτοφανή και επώδυνο, έχοντας άμεσο αντίκτυπο στις παροχές που αυτά παρέχουν και στην κάλυψη των υποχρεώσεών τους απέναντι στους δικαιούχους

συντάξεων και εν γένει παροχών. Η άμεση εξάρτηση της «υγείας» της οικονομικής κατάστασης των φορέων κοινωνικής ασφάλισης από την υγεία της Ελληνικής οικονομίας και κοινωνίας είναι προφανής. Οι ανάγκες δανειοδότησης της χώρας και η διαδοχική υπογραφή των δύο μνημονίων με τους εταίρους μας στην Ευρώπη και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, οδήγησε τα ασφαλιστικά ταμεία στην άμεση λήψη επώδυνων μέτρων για τους ασφαλισμένους και κυρίως για τους συνταξιούχους. Εκτός αυτού, η συνεχής αύξηση της ανεργίας οδηγεί στη δραματική μείωση των ασφαλιστικών εισφορών, ενώ το πρόβλημα διευρύνθηκε περαιτέρω με το PSI και το κούρεμα του Ελληνικού χρέους, αφού ένα μεγάλο μέρος των αποθεματικών τους ήταν τοποθετημένα σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου τα οποία απομειώθηκαν σε ποσοστό μεγαλύτερο του 50%.

Οι μεγάλες δυσκολίες και προκλήσεις που καλείται να αντιμετωπίσει βραχυπρόθεσμα αλλά και μακροπρόθεσμα το Ελληνικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι βέβαιο ότι θα οδηγήσουν νομοτελειακά στην ανάγκη εξεύρεσης νέων πόρων για την ενίσχυση των αποθεματικών τους ώστε να είναι εφικτή η χρηματοδότηση των μελλοντικών υποχρεώσεών τους. Επιπλέον, η έλλειψη πόρων και πηγών χρηματοδότησης φέρνει και πάλι στο προσκήνιο και καθιστά επιτακτική την άμεση αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Είναι προφανέστερο από κάθε άλλη φορά ότι η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για τη βιωσιμότητα, την επάρκεια και την αξιοπιστία του εθνικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Αναμφίβολα, ένα τμήμα της μεγάλης κρίσης που σήμερα διέρχεται το ασφαλιστικό σύστημα οφείλεται στην υποαπόδοση των αποθεματικών την περίοδο 1950-1994. Και αν οι αυστηροί περιορισμοί στο νομοθετικό πλαίσιο διαχείρισης των αποθεματικών μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990 στέρησαν σημαντικούς πόρους από τα ταμεία, την ίδια χρονική περίοδο οι σταδιακές αυξήσεις μισθών και συντάξεων οδήγησαν σε σημαντική αύξηση των μελλοντικών υποχρεώσεων του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, μετατρέποντας τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος σε περισσότερο πολύπλοκο και δυσεπίλυτο πρόβλημα.

Το συνολικό κόστος της κρίσης για τα ασφαλιστικά ταμεία εκτιμάται σε 9 δισ. ευρώ λόγω της παρατεταμένης ύφεσης, ενώ οι επιπτώσεις από την απομείωση των

ελληνικών ομολόγων που έλαβε χώρα πρόσφατα, ανέρχονται σε περίπου 11.5 δις ευρώ, δεδομένου ότι οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης κατείχαν ομόλογα αξίας περίπου 22 δις ευρώ. Κατά συνέπεια, σημαντική θα είναι η μείωση των τοκομεριδίων που εισρέουν ετησίως ή μηνιαίως στα ταμεία τα επόμενα χρόνια. Τα ταμεία που υπέστησαν τις μεγαλύτερες απώλειες λόγω της κατοχής περισσότερων ομολόγων είναι το ταμείο των επιστημόνων (5 δις ευρώ), το ΙΚΑ (2.2 δις ευρώ), ο ΟΓΑ (1.12 δις ευρώ) και το TEADY (1.23 δις ευρώ). Πέραν της αρχικής απομείωσης που προαναφέρθηκε, τα εναπομείναντα αποθεματικά σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, όπως αυτά διαμορφώθηκαν μετά την απομείωση, δεν είναι πρακτικά δυνατό να ρευστοποιηθούν, αφού κάτι τέτοιο θα συνεπάγονταν εκ νέου «κούρεμα» των νέων τίτλων που αποκτήθηκαν κατά 45%. Επιπλέον, σύμφωνα με παλαιότερες εκτιμήσεις του Ινστιτούτου Εργασίας της ΓΣΕΕ, η εκρηκτική αύξηση της ανεργίας αποστερεί από το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης πόρους της τάξεως των 7 δις. ευρώ ετησίως, ενώ οι απώλειες των ταμείων από τις διαδοχικές μειώσεις μισθών είναι της τάξεως του 1 δις. Ευρώ ετησίως.

Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να παραθέσουμε και την άλλη όψη του νομίσματος, όπως καταρχάς είναι η μείωση των κινδύνων που είχαν αναλάβει οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης και η, τουλάχιστον προσωρινή, αναχαίτιση του ενδεχομένου αντιμετώπισης ανεξέλεγκτων και ανυπέρβλητων προβλημάτων στο εγγύς τουλάχιστον μέλλον. Κάτι τέτοιο προκύπτει, ως αποτέλεσμα της εγγύησης της καταβολής των συντάξεων από το κράτος αλλά και της κρατικής συμμετοχής στη χρηματοδότηση του ασφαλιστικού συστήματος, σε βαθμό μάλιστα πολλαπλάσιο των απωλειών αυτού λόγω του PSI. Επιπλέον, τίθεται πάντα το ερώτημα, ποιες ήταν οι εναλλακτικές λύσεις και τι θα συνέβαινε σε περίπτωση χρεοκοπίας της χώρας.

Εν κατακλείδι, είναι απολύτως βέβαιο ότι η πρόσφατη οικονομική κρίση διόγκωσε το πρόβλημα του ασφαλιστικού, όμως είναι επίσης βέβαιο ότι το εν λόγω πρόβλημα προϋπήρχε και το πολιτικό και ασφαλιστικό σύστημα απέτυχε να το αντιμετωπίσει τις προηγούμενες δεκαετίες. Εκ των πραγμάτων, η περαιτέρω μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος αποτελεί πλέον ύψιστη προτεραιότητα και επιτακτική ανάγκη και θα οδηγήσει τα επόμενα χρόνια σε μια σειρά ενεργειών και αποφάσεων στις οποίες αναμφίβολα περιλαμβάνεται ο περαιτέρω εξορθολογισμός των παροχών και οι ενοποιήσεις των κλάδων υγείας και των επικουρικών.

## **4. Προτάσεις Βελτίωσης του Ελληνικού Μοντέλου στο Σύγχρονο Περιβάλλον των Χρηματαγορών**

Στο Κεφάλαιο αυτό κατατίθεται μια σειρά προτάσεων οι οποίες δύνανται να βελτιώσουν την υφιστάμενη κατάσταση στη διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, μέσα στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον και με τις ευχέρειες και τα εργαλεία που αυτό μπορεί να παράσχει. Παρουσιάζονται επίσης οι απόψεις μας σχετικά με το αν τα αποθεματικά των φορέων κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να λειτουργήσουν στην παρούσα δύσκολη οικονομική συγκυρία ως μηχανισμοί ανάκαμψης και ανόρθωσης της πραγματικής οικονομίας,

### **4.1. Το Σύγχρονο Χρηματοοικονομικό Περιβάλλον**

Το σύγχρονο, παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον περιλαμβάνει μια σειρά ποιοτικών και ποσοτικών χαρακτηριστικών που διαφέρουν ριζικά σε σχέση με τα αντίστοιχα των προηγούμενων δεκαετιών και τα οποία δημιουργούν νέα δεδομένα, βελτιώνοντας θεαματικά τις δυνατότητες αποτελεσματικής διαχείρισης των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Η μερική ή ελλιπής αξιοποίηση των αυτών των χαρακτηριστικών και η μη προσαρμογή των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στις νέες συνθήκες, αποτελεί ουσιαστικά κίνδυνο και μείζον πρόβλημα με σημαντικό αντίκτυπο στην αποτελεσματικότητα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Λόγω της ένταξης στην παγκόσμια οικονομία πολλών νέων ανερχόμενων οικονομικών δυνάμεων (Κίνα, Ινδία, Ρωσία), έχουν πλέον εισρεύσει στο οικονομικό σύστημα πολλά νέα κεφάλαια δημιουργώντας υπερβάλλουσα ρευστότητα. Αυτό δυσχεραίνει την επίτευξη αποδόσεων, δεδομένου ότι μεγάλοι όγκοι κεφαλαίων ανταγωνίζονται για ικανοποιητικές αποδόσεις μέσα από εξειδικευμένες εταιρίες και επαγγελματίες διαχειριστές που διερευνούν και αναλύουν κάθε σχετική πληροφορία που θα μπορούσε να αποδειχθεί χρήσιμη για τη βελτίωση των επενδυτικών τους επιλογών.

Φυσικά, οι υψηλότερες αποδόσεις οι οποίες ενίοτε επιτυγχάνονται, συναρτώνται άμεσα με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Στις ενότητες αυτού του κεφαλαίου παρουσιάζουμε τις επιμέρους πτυχές της προαναφερθείσας διαδικασίας, τον τρόπο λειτουργίας της παγκόσμιας αγοράς, τα υφιστάμενα χρηματοοικονομικά εργαλεία και προϊόντα και πώς αυτά μπορούν να αποτελέσουν όχημα για την αποτελεσματικότερη διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης.

## **4.2. Παγκοσμιοποίηση Αγορών και Σύγχρονα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα**

Ως γνωστόν, τα τελευταία χρόνια έχουν γίνει πολλά και σημαντικά βήματα στην κατεύθυνση κατάργησης περιορισμών διεθνούς μεταφοράς κεφαλαίων, δημιουργώντας από τη μία ένα πιο πολύπλοκο περιβάλλον διακίνησης κεφαλαίων και από την άλλη σημαντικές ευκαιρίες για την καλύτερη και αποτελεσματικότερη διαχείριση των κινδύνων που αναλαμβάνουν οι ανά τον κόσμο επενδυτές και κατά συνέπεια και οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Οι δυνατότητες βελτιωμένης διαχείρισης, είναι προφανές ότι βασίζονται στη λογική της καλύτερης διασποράς των κινδύνων, σε πολλές και διαφορετικές επιμέρους τοποθετήσεις, διαφορετικές χώρες και αγορές. Θα πρέπει εδώ να σημειωθεί ότι, ακόμη και τα προβλήματα νομικής και φορολογικής υφής που υφίστανται λόγω της ύπαρξης στο σύστημα πολλών και διαφορετικών αγορών και χωρών, έχουν σημαντικά αντιμετωπιστεί διευκολύνοντας την παγκόσμια επενδυτική διαδικασία.

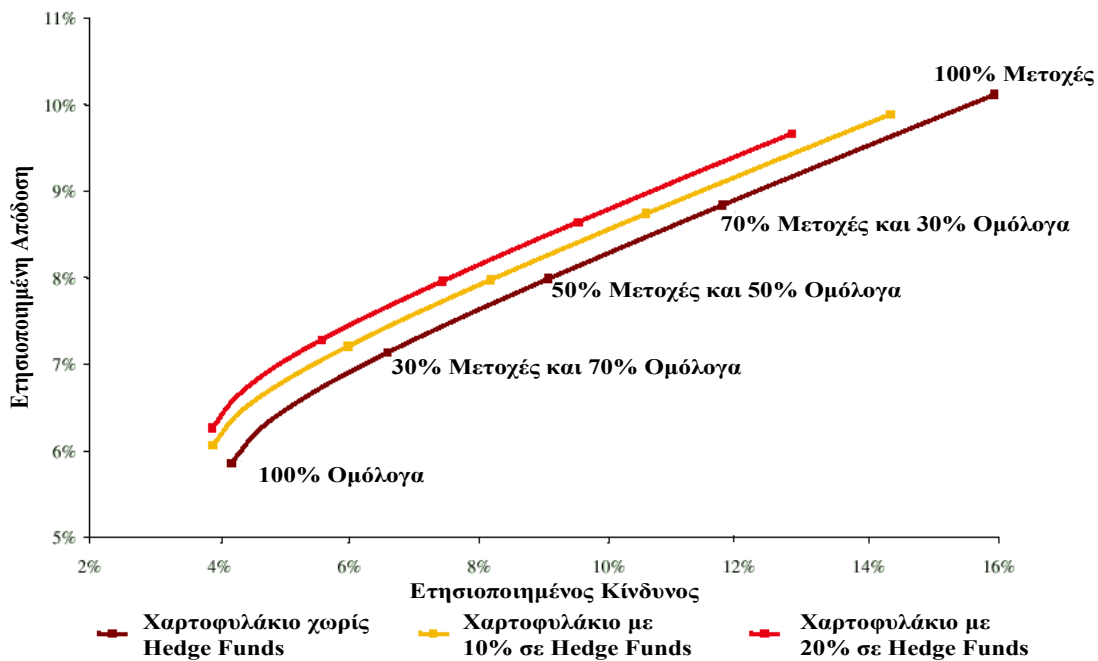
Ταυτόχρονα, η παγκοσμιοποίηση του χρηματοοικονομικού συστήματος οδήγησε και στη δημιουργία νέων, ή την ένταση χρήσης υφιστάμενων, χρηματοοικονομικών προϊόντων και εργαλείων. Η ορθολογική και αποτελεσματική χρήση των εν λόγω προϊόντων και εργαλείων, μπορεί να αυξήσει τις αποδόσεις και να αντισταθμίσει τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Εξαιτίας κυρίως της έλλειψης τεχνογνωσίας αλλά και λόγω της πολυετούς έλλειψης σχετικού νομοθετικού πλαισίου, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα δεν έχουν εντάξει στο επενδυτικό τους «μενού» τέτοιου τύπου

προϊόντα. Ακολούθως αναφέρουμε ορισμένες από τις βασικότερες κατηγορίες τέτοιων χρηματοοικονομικών προϊόντων και εργαλείων:

1. **Swaps:** Τα προϊόντα αυτά αφορούν ανταλλαγές χρηματικών ροών μεταξύ δύο αντισυμβαλλόμενων μερών. Αυτό για ένα φορέα κοινωνικής ασφάλισης θα μπορούσε πρακτικά να μεταφραστεί σε ανταλλαγή τμήματος των εισφορών που εισπράττει με προγραμματισμένες πληρωμές προκαθορισμένων ποσών οι οποίες προγραμματίζονται με τέτοιο τρόπο ώστε να εξυπηρετούν καλύτερα τις ανάγκες ρευστότητας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης (π.χ. κάλυψη αναγκών καταβολής μηνιαίων συντάξεων, ή του εφάπαξ των ασφαλισμένων που συνταξιοδοτούνται).
2. **Προϊόντα εγγυημένου κεφαλαίου και παράγωγα (options).** Πρόκειται για επενδύσεις με τις οποίες ένας φορέας κοινωνικής ασφάλισης θα μπορούσε να προστατευτεί από κινδύνους απότομων μεταβολών και έντονων διακυμάνσεων των αγορών ή επιμέρους τμημάτων τους, συγκεκριμένων τίτλων και χρεογράφων, κ.λπ.
3. **Exchange traded funds.** Τα συγκεκριμένα προϊόντα , θα μπορούσε κανείς να πει ότι αποτελούν μια εξελιγμένη μορφή αμοιβαίων κεφαλαίων, των οποίων η αξία διαπραγματεύεται στη χρηματιστηριακή αγορά. Η χρήση των εν λόγω προϊόντων, μπορεί να προσδώσει σε ένα φορέα κοινωνικής ασφάλισης τη δυνατότητα να αποκτήσει πρόσβαση σε εξειδικευμένες αγορές ανάλογα με τις εκάστοτε ανάγκες και την εφαρμοζόμενη στρατηγική του.
4. **Άλλα σύνθετα προϊόντα.** Πλήθος άλλων σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων, που κατακλύζουν τις χρηματοοικονομικές αγορές θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης για να περιορίσουν τους αναλαμβανόμενους κινδύνους και να αυξήσουν τις αποδόσεις των επενδεδυμένων αποθεματικών. Ως παράδειγμα τέτοιων προϊόντων, μπορούμε να αναφέρουμε ομολογίες που είναι συνδεδεμένες με τον πληθωρισμό, με την επίδοση συγκεκριμένων δεικτών, εμπορευμάτων, κ.λπ.
5. **Hedge Funds.** Αποτελούν «οχήματα» επενδυτικής συνεργασίας και σύμπραξης ιδιωτικών κεφαλαίων τα οποία τίθενται υπό τη διαχείριση εξειδικευμένων εταιριών. Τα hedge funds, πέραν των κλασσικών επενδύσεων, αξιοποιούν και τις

επενδυτικές τεχνικές της μόχλευσης, του short selling και της χρήσης παραγώγων, επιτυγχάνοντας έτσι αντιστάθμιση των επενδυτικών κινδύνων και καθιστώντας τα περισσότερο ανθεκτικά σε διακυμάνσεις της αγοράς. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι η συντριπτική πλειοψηφία των hedge funds εφαρμόζουν αντισταθμιστικές στρατηγικές και δε λειτουργούν κερδοσκοπικά. Όπως περιγράφεται στον Πίνακα 5.1 αποτυπώνει τις επιπτώσεις που έχει στην απόδοση σε σχέση και με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο, η ενσωμάτωση της εν λόγω επενδυτικής επιλογής σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.

**Πίνακας 5.1: Επίπτωση Χρήσης Hedge Funds**



Πηγή: Κωστάκης, Φίλιππος (2008)

Θα πρέπει στο σημείο αυτό να τονιστεί, ότι οι εταιρίες διαχείρισης αποθεματικών των ταμείων του Αγγλοσαξονικού άξονα χρησιμοποιούν κατά κόρο επενδυτικά εργαλεία και προϊόντα όπως αυτά που περιγράφηκαν παραπάνω με πολύ θετικά κατά κανόνα αποτελέσματα στις επιδόσεις των επενδύσεων.

Αναλύοντας περαιτέρω την εν λόγω διαδικασία επενδύσεων, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι οι βασικές θεωρίες που επικράτησαν στη διαχείριση επενδύσεων στο



σύγχρονο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον και οι οποίες έχουν εφαρμοστεί και στην πράξη από επενδύσεις των ασφαλιστικών ταμείων των Αγγλοσαξονικών χωρών είναι δύο. Σύμφωνα με την πρώτη θεωρία, η οποία έκανε την εμφάνισή της τη δεκαετία του 1950, ο επιδιωκόμενος στόχος είναι η επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης με την ανάληψη του χαμηλότερου δυνατού κινδύνου (γνωστή και ως στατική διαχείριση). Η εφαρμογή της εν λόγω θεωρίας έδωσε σημαντική ώθηση στη χρήση αμοιβαίων κεφαλαίων ως επενδυτικές επιλογές των ασφαλιστικών οργανισμών. Με την πάροδο των ετών, ήταν κοινή διαπίστωση ότι το συγκεκριμένο επενδυτικό μοντέλο δε μπορούσε πάντα να καλύψει τις ανάγκες, προτιμήσεις και στόχους όλων των επενδυτών. Ακριβώς αυτή η ανάγκη οδήγησε σε ένα νέο μοντέλο που λαμβάνει υπόψη και συνεκτιμά και το χρονικό ορίζοντα της επένδυσης. Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, για ένα ασφαλιστικό ταμείο λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι είναι κατ' εξοχήν μακροπρόθεσμος επενδύτης καθώς επίσης και οι επιπλέον προτιμήσεις, ανάγκες και υποχρεώσεις αλλά και η διάθεση ανάληψης κινδύνων (risk appetite) που η εκάστοτε στρατηγική υπαγορεύει. Αυτές οι στρατηγικές διαφοροποιούνται από ταμείο σε ταμείο και αυτό που επιτυγχάνει το νέο μοντέλο διαχείρισης επενδύσεων είναι ότι λαμβάνει υπόψη την ανάγκη για διαφοροποίηση και εξατομίκευση.

### **4.3. Προτάσεις Βελτίωσης του Ελληνικού Μοντέλου Διαχείρισης Αποθεματικών**

Η χρηστή διακυβέρνηση, η άρτια και επαγγελματική διαχείριση και η δημιουργία κατάλληλου θεσμικού επενδυτικού πλαισίου αποτελούν μονόδρομο για τη διαφανή και αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων. Η ανάγκη για κεφαλαιοποίηση σε ένα φερέγγυο και αποτελεσματικότερο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης είναι εμφανής και επιτακτική και η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών είναι απαραίτητη για να βοηθήσει στην αποφυγή της κατάρρευσης του ασφαλιστικού συστήματος τα επόμενα χρόνια.

Στην ενότητα αυτή εξετάζουμε αναλυτικά και τοποθετούμαστε κριτικά σχετικά με το αν μπορεί η υιοθέτηση του Αγγλοσαξονικού μοντέλου επενδύσεων και η χρήση των

σύγχρονων χρηματοοικονομικών εργαλείων και προϊόντων που προαναφέρθηκαν να αποβεί κερδοφόρα στο πλαίσιο μιας μικρής οικονομίας όπως αυτή της Ελλάδας. Επίσης, καταθέτουμε μία σειρά προτάσεων για τη βελτίωση του Ελληνικού μοντέλου διαχείρισης των αποθεματικών, αφενός σχετικά με τη δομή και οργάνωση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης και αφετέρου σχετικά με τους επιδιωκόμενους επενδυτικούς στόχους και τους αναλαμβανόμενους κινδύνους.

### **4.3.1. Δομή και Οργάνωση**

Στην ενότητα αυτή εξετάζουμε τρόπους και παραθέτουμε μια σειρά προτάσεων για τη βελτίωση του Ελληνικού μοντέλου αξιοποίησης αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Οι βασικές αρχές στις οποίες εστιάζουν οι εν λόγω προτάσεις διαχείρισης των αποθεμάτων των ασφαλιστικών ταμείων είναι η ύπαρξη ευέλικτου θεσμικού πλαισίου, καθώς επίσης και η διαφάνεια και λογοδοσία των διαχειριστών επενδύσεων. Οι προτάσεις συνοψίζονται ως εξής:

1. *Ουσιαστική μείωση του αριθμού των φορέων διαχείρισης των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων.* Σύμφωνα με το ισχύον μοντέλο σε πολλές Ευρωπαϊκές χώρες, και δει σε χώρες του Αγγλοσαξονικού άξονα, θα μπορούσε ιδανικά να υπάρχει μόνο μία εταιρία διαχείρισης του συνόλου των αποθεματικών του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης. Την εποπτεία της εν λόγω εταιρίας θα μπορούσε να έχει η επιτροπή κεφαλαιαγοράς ([www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)), ενώ κύριοι μέτοχοί της θα ήταν προφανώς το κράτος και οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Επιπλέον, τα Υπουργεία Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης και Οικονομικών θα μπορούσαν να παρακολουθούν και να ελέγχουν τις επιδόσεις της σε περιοδική βάση. Επίσης, η εν λόγω εταιρία διαχείρισης θα μπορούσε να παρέχει στα διάφορα ταμεία-μετόχους, συμβουλευτικές υπηρεσίες για να καθορίζουν την επενδυτική τους στρατηγική, να επεξεργάζεται και να αναλύει σχετικές αναλογιστικές μελέτες που εκπονούνται από την Εθνική Αναλογιστική Αρχή, να αξιολογεί τις επιδόσεις που επιτυγχάνει σε σύγκριση με τις αποδόσεις της αγοράς (π.χ. αντιπροσωπευτικούς δείκτες) και να αναπροσαρμόζει ανάλογα τις εφαρμοζόμενες πολιτικές της.

2. *Τα Διοικητικά Συμβούλια των φορέων κοινωνικής ασφάλισης να περιλαμβάνουν αντιπροσώπους των ασφαλισμένων, των εργοδοτών και του κράτους και να ασκούν επιτελικό και όχι διαχειριστικό έργο. Μ' άλλα λόγια να καθορίζουν, ελέγχουν, υλοποιούν και αποτιμούν την επενδυτική στρατηγική του ταμείου και να μην εμπλέκονται στη διαχείριση των αποθεματικών.*
3. *Οι ποσοτώσεις των επιμέρους τοποθετήσεων κάθε φορέα κοινωνικής ασφάλισης θα αποφασίζονται μετά από σχετική διαβούλευση με όλους τους εμπλεκόμενους. Το αποτέλεσμα της διαβούλευσης αυτής θα μπορούσε να είναι η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων και τα ανώτερα όρια ή ποσοστά που το κάθε ταμείο μπορεί να επενδύει σε μετοχές, ομολογίες, ακίνητα, δομημένα προϊόντα, κ.λπ.*

#### **4.3.2. Επενδυτικοί Στόχοι και Αναλαμβανόμενοι Κίνδυνοι**

Από τις αναλύσεις που προηγήθηκαν, γίνεται σαφές και κατανοητό πως οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης πρέπει να δώσουν έμφαση και να εστιάσουν στον τομέα καθορισμού επενδυτικής στρατηγικής και στόχων, εξετάζοντας σε κάθε επένδυση που επιθυμούν να πραγματοποιήσουν τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Η χρηματοοικονομική διαχείριση κάθε φορέα κοινωνικής ασφάλισης είναι πλέον περισσότερο από αναγκαία ώστε να είναι σε θέση να προσδιορίσει τις μελλοντικές εισροές και εκροές του, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα. Η ανάλυση των κεφαλαίων που θα εισρέουν και θα εκρέουν ανά πάσα στιγμή, ενσωματώνοντας και το στοιχείο της αβεβαιότητας και των υφιστάμενων κινδύνων είναι προϋπόθεση για μια ολοκληρωμένη επενδυτική στρατηγική. Αναπόσπαστο τμήμα κάθε επενδυτικής στρατηγικής είναι ακόμη ο καθορισμός των επενδυτικών στόχων του εκάστοτε φορέα κοινωνικής ασφάλισης. Το νομοθετικό πλαίσιο έχει πλέον εκσυγχρονιστεί σημαντικά και με την εφαρμογή των πρόσφατων νομοθετικών διατάξεων (Ν. 3586/2007 ([www.et.gr](http://www.et.gr))) και οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης έχουν τη δυνατότητα να θέσουν και να επιτύχουν σημαντικούς επενδυτικούς στόχους πραγματοποιώντας έτσι ένα σημαντικό βήμα στην κατεύθυνση διασφάλισης της βιωσιμότητάς τους.

Εκτός από τους επενδυτικούς στόχους, ο ασφαλιστικός φορέας θα πρέπει να επιλέξει και να αποφασίσει τα επίπεδα κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει, συνεκτιμώντας το χρονικό ορίζοντα των στοχευμένων επενδύσεων και τις ανάγκες ρευστότητας που έχει. Ακόμη, η Διοίκηση του φορέα κοινωνικής ασφάλισης θα πρέπει να έχει τη δυνατότητα να επιβάλλει «ποιοτικούς» περιορισμούς ως προς την επιλογή των τίτλων στους οποίους επενδύει, για παράδειγμα εξαιρώντας από το χαρτοφυλάκιο επενδύσεων χρεόγραφα εταιρειών των οποίων οι δραστηριότητες δε συνάδουν με το ηθικό, κοινωνικό, πολιτικό ή θρησκευτικό προφίλ των ασφαλισμένων.

Ένα ιδιαίτερα σημαντικό στάδιο της διαδικασίας προσδιορισμού και ανάλυσης των κινδύνων που αναλαμβάνει ένα ασφαλιστικό ταμείο είναι ο εντοπισμός των υποκείμενων κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι ασφαλισμένοι του ταμείου. Για παράδειγμα το ταμείο των μηχανικών είναι άμεσα εκτεθειμένο στον κίνδυνο ύφεσης του κατασκευαστικού κλάδου, ή στον κίνδυνο ανατίμησης των υλικών και εξοπλισμού κατασκευών. Ο εντοπισμός και η αναγνώριση όλων των κινδύνων είναι σημαντικός και ουσιώδης γιατί μπορεί να οδηγήσει στην επιλογή των κατάλληλων χρηματοοικονομικών εργαλείων (που αναλύθηκαν στην προηγούμενη ενότητα) για περιορισμό και αντιστάθμισή τους.

Ένας ακόμη καθοριστικός παράγοντας που μπορεί να συμβάλλει στη βελτίωση της αποδοτικότητας των επενδύσεων των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης είναι η κατανομή των αποθεματικών με τέτοιο τρόπο ώστε να μπορεί το κάθε ταμείο να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις καταβολής συντάξεων και παροχών χωρίς να αντιμετωπίζει προβλήματα έλλειψης ρευστότητας. Για αυτό το λόγο, είναι χρήσιμο ένα σημαντικό τμήμα των αποθεματικών να είναι τοποθετημένο σε άμεσα ρευστοποιήσιμες μορφές επένδυσης (π.χ. αμοιβαία κεφάλαια, ή εν γένει τίτλους που διαπραγματεύονται στις αγορές). Η σημερινή διάρθρωση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα δεν επιτυγχάνει αυτό το στόχο αφού, για παράδειγμα, η κατοχή μεγάλης ακίνητης περιουσίας που δεν είναι άμεσα ρευστοποιήσιμη έχει σα συνέπεια, εκτός των προβλημάτων ρευστότητας και την αδυναμία από πλευράς των ταμείων να καρπωθούν ενδεχόμενες υπεραξίες. Εναλλακτικές προτάσεις επενδύσεων για τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα θα μπορούσαν να αποτελέσουν τα προϊόντα σταθερού/ εγγυημένου εισοδήματος και τα swaps. Για τον περιορισμό και την αντιστάθμιση των αναλαμβανόμενων κινδύνων, θα μπορούσαν να χρησιμοποιηθούν

παράγωγα προϊόντα (π.χ. options). Εν κατακλείδι, θα μπορούσαμε να πούμε πως η επένδυση του συνόλου των αποθεματικών σε αμοιβαία κεφαλαία είναι αναποτελεσματική, εκθέτει το ασφαλιστικό ταμείο σε κίνδυνο πρόωρων ρευστοποιήσεων για την κάλυψη προσωρινών αναγκών, χωρίς να αντισταθμίζει όλους τους υποκείμενους κινδύνους και χωρίς να λαμβάνει υπόψη το χρονικό ορίζοντα των επενδυτικών στόχων.

Θα πρέπει τέλος να σημειώσουμε ότι, οι παραπάνω πρακτικές έχουν επί σειρά ετών εφαρμοστεί στις επενδύσεις των ασφαλιστικών οργανισμών του Αγγλοσαξονικού άξονα με ιδιαίτερη επιτυχία. Το σύγχρονο παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον και ο πρόσφατος εκσυγχρονισμός της Ελληνικής νομοθεσίας, έχουν άρει πολλά από τα εμπόδια του παρελθόντος για την εφαρμογή των πρακτικών αυτών και για τα Ελληνικούς φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Ακόμη κι αν κανείς ανατρέξει στο πρόσφατο PSI και τις απώλειες που είχαν τα ταμεία εξαιτίας της απομείωσης του χρέους του Ελληνικού Δημοσίου, θα καταλήξει αβίαστα στο συμπέρασμα πως, αν υπήρχε μία περισσότερο προσεκτική, ορθολογική και δομημένη διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης με επενδυτικές τοποθετήσεις όπως αυτές που προαναφέρθηκαν, οι απώλειες θα ήταν σημαντικά μικρότερες.

#### **4.4. Συμβολή των Ταμείων στην Αντιμετώπιση της Οικονομικής Κρίσης**

Πεποίθησή μας είναι ότι ακόμη και στην παρούσα δυσμενή οικονομική συγκυρία, τα αποθεματικά των ελληνικών ασφαλιστικών ταμείων μπορούν να αποτελέσουν κινητήρια δύναμη για την ανάκαμψη της Ελληνικής οικονομίας συμβάλλοντας μ' αυτό τον τρόπο κατά ένα ποσοστό στην αντιμετώπιση της κρίσης. Μάλιστα η παρούσα χρονική συγκυρία είναι ενδεχομένως ιδανική για να επαναπροσδιοριστεί ο ρόλος των ασφαλιστικών ταμείων στην ελληνική οικονομία αλλά και στις οικονομίες διεθνώς.

Ως χαρακτηριστικό παράδειγμα θα μπορούσαμε να αναφέρουμε τη δυνατότητα πραγματοποίησης άμεσων ή έμμεσων επενδύσεων των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης σε τομείς που μπορούν να συμβάλλουν στην αναπτυξιακή πορεία

της χώρας όπως είναι τα μεγάλα κατασκευαστικά έργα υποδομής (π.χ. οδικοί άξονες), η «πράσινη» ενέργεια, κ.λπ.

Ακόμη, θα πρέπει εδώ να τονιστεί ότι η εντονότερη ενεργοποίηση του 2<sup>ου</sup> πυλώνα ασφάλισης μπορεί να συμβάλλει στη μείωση των ελλειμμάτων και να τονώσει τον οικονομικό τομέα γενικότερα, αφού σύμφωνα με τον IOBE αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση της τάσης για ιδιωτική αποταμίευση διευκολύνοντας έτσι την επενδυτική δραστηριότητα και τη συσσώρευση κεφαλαίου. Η εκτίμηση αυτή προκύπτει από σχετικές μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί σε προηγμένες χώρες του ευρύτερου Αγγλοσαξονικού τόξου, όπως οι ΗΠΑ και η Αυστραλία.

## 5. Συμπεράσματα

Είναι περισσότερο από εμφανές ότι η ορθολογική και αποτελεσματική αξιοποίηση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί σημαντική πρόκληση ιδιαίτερα στην παρούσα οικονομική συγκυρία. Αν μάλιστα λάβει κανείς υπόψη του τα τεράστια κεφάλαια που διαχειρίζονται τα ασφαλιστικά ταμεία για τα δεδομένα της οικονομίας, τότε μπορεί εύκολα να κατανοήσει ότι η βελτίωση της αποτελεσματικότητας των επενδύσεών τους και η ορθολογική αξιοποίηση της περιουσίας τους, μπορεί να δώσει ικανοποιητικές λύσεις στο μείζον πρόβλημα που αντιμετωπίζει σήμερα το ασφαλιστικό σύστημα και που έχει να κάνει με τη δυσκολία εξεύρεσης πόρων για την κάλυψη των αναλαμβανόμενων ασφαλιστικών κινδύνων.

Οι αποτελεσματικότερες επενδύσεις είναι αναμφισβήτητα αναγκαία συνθήκη και μπορεί να συμβάλλει στο να καταστεί βιώσιμο το ασφαλιστικό σύστημα. Εξειδικεύοντας περαιτέρω, θα ήταν καταρχάς χρήσιμο και σημαντικό για τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης να εκμεταλλευτούν επενδυτικές ευκαιρίες σε διεθνείς αγορές, επιτυγχάνοντας μεγαλύτερη διασπορά των κινδύνων και αυξάνοντας τις αποδόσεις των επενδύσεων. Εκτός αυτού, οι επενδύσεις που πραγματοποιούν τα ασφαλιστικά ταμεία θα πρέπει να αντιμετωπίζονται περισσότερο επαγγελματικά, αξιοποιώντας τη σχετική εμπειρία και την εξειδίκευση επενδυτικών συμβούλων.

Ένας σημαντικός ανασταλτικός παράγοντας που δυσχεραίνει τις προσπάθειες για αποτελεσματική επένδυση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων είναι τα διάφορα ανώτατα όρια που θέτει το υφιστάμενο νομοθετικό πλαίσιο στο σύνολο των επενδεδυμένων αποθεματικών αλλά και στους επιμέρους τύπους επένδυσης. Το παγκοσμιοποιημένο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, παρέχει σημαντικές δυνατότητες και ευκαιρίες για τη διασφάλιση ενός υψηλότερου επιπέδου επενδυτικών αποδόσεων. Τα σύγχρονα επενδυτικά προϊόντα και εργαλεία αποτελούν χρήσιμους βοηθούς προς την κατεύθυνση αυτή, ενώ ταυτόχρονα, ο περαιτέρω εκσυγχρονισμός του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου αποτελεί σημαντική προϋπόθεση για την αποδοτική διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης.

Άλλα σημαντικά βήματα που πρέπει να πραγματοποιήσουν οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης ταμεία είναι η εγκατάσταση και αξιοποίηση σύγχρονων πληροφοριακών συστημάτων διαχείρισης χαρτοφυλακίων, η ενίσχυση του στελεχιακού δυναμικού τους και η περαιτέρω κατάρτιση των στελεχών τους που ασχολούνται με τη διαχείριση επενδύσεων. Επίσης, η ανάπτυξη διαφανών διαδικασιών για τη διενέργεια επενδύσεων και την πληροφόρηση των εποπτικών αρχών, των ασφαλισμένων και των φορολογούμενων, ώστε να επιτυγχάνεται ο αποτελεσματικός έλεγχος των επενδυτικών επιλογών των ασφαλιστικών ταμείων είναι απαραίτητη σε ένα πλαίσιο διαφάνειας και καλής εποπτείας.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να πούμε ότι το σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, χαρακτηρίζεται από υπερπληροφόρηση και σημαντική ακαδημαϊκή δραστηριότητα καθώς και από μία πληθώρα χρηματοοικονομικών προϊόντων και εργαλείων που μπορούν να συμβάλλουν σημαντικά στην επίτευξη των επενδυτικών στόχων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης και να δημιουργήσουν τις κατάλληλες προϋποθέσεις για αποδοτική και αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων.



## 6. Βιβλιογραφία

ΓΓΚΑ (2006). Κινητή και Ακίνητη Περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης Έτους 2006 – Ακίνητα, Καταθέσεις, Χρεόγραφα, Δάνεια.

ΓΓΚΑ (2007). Κινητή και Ακίνητη Περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης Έτους 2007 – Ακίνητα, Καταθέσεις, Χρεόγραφα, Δάνεια.

ΓΓΚΑ (2008). Κινητή και Ακίνητη Περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης Έτους 2008 – Ακίνητα, Καταθέσεις, Χρεόγραφα, Δάνεια.

Κωστάκης, Α., Φίλιππας, Ν. (2007). Ασφαλιστικά ταμεία: Επαγγελματική διαχείριση στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, Τεχνική Αναφορά.

Μέργος, Γ. (2008). Η Θέση του ΙΚΑ στο Ελληνικό Ασφαλιστικό Σύστημα. Ειδική Έκδοση «ΤΑΣΕΙΣ 2008».

Νεκτάριος, Μ. (2003). Διαχείριση Αποθεματικών Ασφαλιστικών Ταμείων στην Ελλάδα, Επιθεώρησης Δικαίου Κοινωνικής Ασφάλισης, Τεύχος 11/539, Αθήνα, Νοέμβριος 2003.

Νεκτάριος, Μ. (2007). Επενδύσεις Αποθεματικών Ασφαλιστικών Ταμείων στα πλαίσια της Παγκοσμιοποίησης, Σπουδαί, Τεύχος 1, Τόμος 57, σελ. 80-97, Πανεπιστήμιο Πειραιά.

Τεσσαρομάτης, Ν. (2008). Διαχείριση Περιουσίας των Ταμείων: Πόσο διαφέρει η Ελληνική από τη Διεθνή Πρακτική;, Περιοδικό Τάσεις, 2008, σελ. 120-129.

Τεσσαρομάτης, Ν. (2011). Διαχείριση και Αποδόσεις της Περιουσίας των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης στην Ελλάδα, <http://www.edekt.gr/link1.html>

Τσακάλογλου, Π. (2010). Διαχείριση της Περιουσίας των Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, Μελέτη, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, Ιανουάριος 2010. <http://www.yrakp.gr/uploads/docs/3606.pdf>.

Ifantopoulos, J. (2002). Greece and the European inSocial Model, Greece in the European Union. : The new role and the new agenda, Ministry of Press and Mass Media, pp.167- 184.

OCP71 (2010a). Annexes to the Joint Report on Pensions, Progress and key challenges in the delivery of adequate and sustainable pensions in Europe, European Commission.

OCP71 (2010b). Joint Report on Pensions, Progress and key challenges in the delivery of adequate and sustainable pensions in Europe, Country profiles, European Commission.

OCP71 (2010c). Joint Report on Pensions, Progress and key challenges in the delivery of adequate and sustainable pensions in Europe, European Commission.

Spyropoulos, R. (2010). ). Social Security Institutions in Greece, New legislation, new prospects, Problems and debts. Social security reform in Greece: will it work? The Second Social Security Conference, December 2010, Greece, Economist Conferences.

### **Διαδικτυακές Πηγές**

[www.et.gr](http://www.et.gr)

[www.ggka.gr](http://www.ggka.gr)

[www.periousia.gr](http://www.periousia.gr)

[www.hcmc.gr](http://www.hcmc.gr)