

# ΕΠΙΘΕΩΡΗΣΙΣ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΕΩΣ

ΜΗΝΙΑΙΑ ΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΘΕΩΡΗΣΙΣ

Ιδρυτής: ΑΝΤΩΝΙΟΣ. Ι. ΠΕΤΡΟΓΛΟΥ

Διευθυντής: ΑΘΗΝΑ ΑΝΤ. ΠΕΤΡΟΓΛΟΥ, Δικηγόρος

ΕΤΟΣ ΝΒ' Αριθμ. τευχ. 6/617  
τηλ. 210-3635651

ΣΥΝΤΑΣΣΕΤΑΙ ΑΠΟ ΕΠΙΤΡΟΠΗ  
fax: 210-3628828

Αθήνα, Ιούνιος 2010  
e-mail: edka@petrogloulaw.gr

## Η ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΛΥΣΗ ΣΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ;

### Αντί Προλόγου

Η Ένωση για την Προάσπιση των Κοινωνικών Δικαιωμάτων (Ε.Π.Κ.Ο.Δ.Ι.)<sup>1</sup>, υπό την Προεδρία της κας Άρτεμης Αναγνώστου - Δεδούλη, Δρ Νομικής, Γεν. Διευθύντριας Υπ. Εργασίας και Κοινων. Ασφάλισης, διοργάνωσε στις 9 Μαρτίου 2010 ημερίδα με θέμα: Η Αξιοποίηση της Περιουσίας των Ασφαλιστικών Οργανισμών. Λύση στο Πρόβλημα;

Η ημερίδα διοργανώθηκε την περίοδο που διεξάγεται ο κοινωνικός διάλογος και προετοιμάζεται η νομοθετική μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος της χώρας, προκειμένου να διασφαλιστεί η βιωσιμότητα του.

Διερευνήθηκε αν η Αξιοποίηση της Περιουσίας των Ασφαλιστικών Οργανισμών αποτελεί λύση ή έστω μέρος της λύσης στο πρόβλημα αντιμετώπισης του ελλείμματος και διασφάλισης της βιωσιμότητας του κοινωνικοασφαλιστικού συστήματος της χώρας μας.

Τα ακόλουθα ερωτήματα τέθηκαν:

– Ποιός είναι ο ρόλος και η σημασία των αποθεματικών στο ελληνικό διανεμητικό σύστημα κοινωνικής ασφάλισης;

– Ποιος είναι ο ρόλος του κράτους στη διαχείριση και αξιοποίηση τους;

– Ποιες είναι οι ευθύνες του κράτους, των διοικήσεων και των εκπροσώπων των εργαζομένων όσον αφορά στη διαχείριση της περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων;

Τα ζητήματα αυτά διαφωτίζει η Ημερίδα με τεκμηριωμένες θέσεις νομικών, οικονομολόγων, ορκωτών εκτιμητών, καθηγητών χρηματοοικονομικής που διοργάνωσε η Ε.Π.Κ.Ο.Δ.Ι.

1. Η Ένωση για την Προάσπιση των Κοινωνικών Δικαιωμάτων (Ε.Π.Κ.Ο.Δ.Ι.) δημιουργήθηκε από μια ομάδα από εξειδικευμένους επιστήμονες (οικονομολόγους, νομικούς, αναλογιστές, κοινωνιολόγους) προκειμένου να ενημερώνει τους πολίτες για τα σύνθετα και συχνά με τεχνικό χαρακτήρα θέματα που αφορούν στην εργασία, την κοινωνική ασφάλιση, την υγεία και την πρόνοια, να διατυπώνει προτάσεις, προβληματισμούς, θέσεις και απόψεις για επίκαιρα θέματα και να προσεγγίζει με κριτικό πνεύμα τη νομοθεσία, τα σχέδια νόμων και τα μείζονα θέματα της επικαιρότητας. Η προσφορά της στο τομέα της κοινωνικής ασφάλισης μέσω των ημερίδων που διοργανώνει και του site: <http://www.epkodi.gr> είναι ιδιαίτερα σημαντική. Εδρεύει στην Αθήνα, οδός Πατριάρχου Ιωακείμ 30-32, τηλ. 210 72 22 007, e-mail: info@epkodi.gr.

Από τις εργασίες της Ημερίδας προέκυψαν τα εξής σημαντικά συμπεράσματα:

– Η αξιοποίηση των αποθεματικών των ασφαλ. οργανισμών δεν μπορεί να αποτελέσει την απάντηση στο τεράστιο χρηματοδοτικό έλλειμμα των ασφαλιστικών ταμείων. Η αποτελεσματική όμως διαχείριση των αποθεματικών μπορεί να επιφέρει με βεβαιότητα πρόσθετα σημαντικά έσοδα

– Η σώρευση των κεφαλαίων των Ταμείων στην Τράπεζα Ελλάδος στερεί από τα Ταμεία τη δυνατότητα καλύτερης αξιοποίησής τους.

– Το ισχύον θεσμικό πλαίσιο επενδύσεων δεν είναι συμβατό με το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης

– Οι ευθύνες των οργάνων αξιοποίησης των αποθεματικών των Ταμείων διαχέονται. Οι ευθύνες Υπουργών δεν ποινικοποιούνται και κυρώσεις σπάνια επιβάλλονται

– Όσον αφορά στην κινητή περιουσία είναι αναγκαίο είτε να συγκεντρωθούν τα αποθεματικά σε ένα κεντρικό φορέα που θα εφαρμόζει επαγγελματική διαχείριση, είτε να δημιουργηθεί μικρός αριθμός ανεξάρτητων δημόσιων εταιρειών διαχείρισης των αποθεματικών, που θα παρέχουν συμβουλευτικές και διαχειριστικές υπηρεσίες στα Ταμεία.

– Όσον αφορά στην ακίνητη περιουσία, είναι αναγκαίο να δημιουργηθεί μια ανώνυμη εταιρεία επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία με στόχο τη βέλτιστη εκμετάλλευση των ακινήτων

Η σημασία των εργασιών της Ημερίδας προκύπτει από τον απόηχο που είχαν στον Έλληνα νομοθέτη. Στο Σχέδιο Νόμου «Νέο Ασφαλιστικό Σύστημα», που δόθηκε στη δημοσιότητα τον Ιούνιο 2010, καθιερώνεται ένα νέο θεσμικό πλαίσιο για τις επενδύσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης σε κινητές αξίες και ακίνητα, ώστε να επιτυγχάνονται υψηλές αποδόσεις με τρόπο διαφανή και μετρήσιμο.

Συγκεκριμένα, προβλέπεται ότι:

– Οι επενδύσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης σε αμοιβαία κεφάλαια διενεργούνται υποχρεωτικά μέσω της Α.Ε.Δ.Α.Κ.-Α.Ο. και των Α.Ε.Δ.Α.Κ.-Φ.Κ.Α. που δύνανται να συσταθούν για το σκοπό αυτό.

– Η διαχείριση των κινητών αξιών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ανατίθεται στην Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. Α.Ε.Π.Ε.Υ.

– Η αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ανατίθεται σε εταιρίες διαχείρισης και αξιοποίησης ακινήτων.

Ακόμα και αν είναι αλήθεια ότι η αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης δεν αποτελεί τη λύση στο πρόβλημα διασφάλισης της βιωσιμότητάς τους, εντούτοις η σχετική συζήτηση είναι, κατά τη γνώμη μας, σήμερα, όσο ποτέ, αναγκαία.

– Κατ' αρχήν, διότι ο ρόλος του κράτους στη διαχείριση και αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί σημείο αιχμής και σύγκρουσης κράτους και κοινωνικών εταίρων και τροχοπέδη σε κάθε προσπάθεια μεταρρύθμισης.

– Επιπλέον, διότι η χρηστή εκμετάλλευση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης είναι, σε κάθε περίπτωση ένα σημαντικό ζήτημα. Αφενός διότι αποτελεί παράγοντα σταθερότητας στη λειτουργία των αγορών. Αφετέρου, διότι διευρύνει τις επιλογές μιας κοινωνικοασφαλιστικής μεταρρύθμισης. Τέλος, διότι το επιβάλλει η αλληλεγγύη των γενεών: Μια ενεργότερη διαχείριση της σχολάζουσας περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, ελαφρύνει το δημόσιο χρέος και αποτρέπει τη λήψη άλλων μέτρων κατά πολύ επαχθέστερων στην πραγματική οικονομία και την κοινωνία<sup>2</sup>.

Για τους λόγους αυτούς η Ε.Δ.Κ.Α. αφιερώνει το παρόν τεύχος στην Αξιοποίηση της Περιουσίας των Ασφαλιστικών Οργανισμών. Δημοσιεύονται οι Εισηγήσεις της Ημερίδας με θέμα: «Η Αξιοποίηση της Περιουσίας των Ασφαλιστικών Οργανισμών. Λύση στο Πρόβλημα;» που διοργάνωσε η Ένωση για την Προάσπιση των Κοινωνικών Δικαιωμάτων στην Αθήνα στις 9.3.2010. Προτάσσονται δύο ακόμα άρθρα: του Πλάτωνα Τήνιου και του Ανδρέα Κιντή.

**Αθηνά Πετρόγλου,  
Δικηγόρος, Διευθύντρια Ε.Δ.Κ.Α.**

2. Πλάτων Τήνιος: Περιουσία ταμείων και κοινωνική ασφάλιση: Μια διαχρονική παρανόηση και οι επιπτώσεις της, Ε.Δ.Κ.Α. 2010, σελ. 420 επ.

**Η ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ**  
**ΛΥΣΗ ΣΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ;**  
**ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

	σελ.
– Πλάτωνα Τήνιου, Οικονομολόγου, Επικ. Καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιά: Περιουσία Ταμείων και Κοινωνική Ασφάλιση: Μια διαχρονική παρανόηση και οι επιπτώσεις της.....	420-426
– Ανδρέα Κιντή, Καθηγητή, Πρόεδρου του Τ.Ε.Α.Δ.Υ.: Η συμβολή της σωστής διαχείρισης της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στη βιωσιμότητα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης .....	427-432
– Θεόδωρου Ρούττα, Δρ. Οικονομικών, Επιστημονικού Συνεργάτη Πανεπιστημίου Πατρών, Αν. Υπαλλήλου Ι.Κ.Α. - Ε.Τ.Α.Μ.: Ιστορική Αποτίμηση και ο Ρόλος των Αποθεματικών στο Ελληνικό Ασφαλιστικό Σύστημα .....	433-456
– Σπήλιου Μούζουλα, Δ.Ν. Δικηγόρου: Επενδύσεις των διαθεσίμων των συνταξιοδοτικών οργανισμών. Κοινωνική Προστασία και Χρηματοοικονομική Κερδοσκοπία.....	457-465
– Νικολάου Μυλωνά, Καθηγητή Χρηματοοικονομικής, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, Ε.Κ.Π.Α: Η σημασία και η εποπτεία των αποθεματικών των ταμείων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου .....	466-469
– Παναγιώτη Βασιλακόπουλου, Δ.Ν. Δικηγόρου: Ευθύνες όσων διαχειρίζονται τα αποθεματικά των φορέων κοινωνικής ασφάλισης και των ελεγκτικών οργάνων .....	470-474
– Νίκου Πρωτονοτάριου, Ορκωτού Εκτιμητή του Σ.Ο.Ε., Πολιτικού Μηχανικού Ε.Μ.Π., Msc ENPC, Paris Διαχείριση και Αξιοποίηση Ακίνητης Περιουσίας Ασφαλιστικών Οργανισμών.....	475-479
– Νικολάου Τεσσαρομάτη, Γεν. Διευθυντή της Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. Α.Ε.Π.Ε.Υ., Αναπλ. Καθηγήτη Χρηματοοικονομικής στο Alba Graduate Business School Διαχείριση της Περιουσίας Δημόσιων Ταμείων: Εμπειρία από την Ελλάδα και τον κόσμο .....	480-485
– Δανιήλ Γιαμουρίδη, Επ. Καθηγητή Χρηματοοικονομικής, Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών Στρατηγική Κατανομή Περιουσίας Δημόσιων Ταμείων: Το σύγχρονο πρότυπο.....	486-491
Συμπεράσματα: Άρτεμης Αναγνώστου - Δεδούλη, Δρ.Ν, Πρόεδρος Ε.Π.Κ.Ο.Δ.Ι., Γεν. Διευθύντρια Υπ. Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης.....	492-496

## ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ ΤΑΜΕΙΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΗ: ΜΙΑ ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΠΑΡΑΝΟΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ

ΠΛΑΤΩΝΑ ΤΗΝΙΟΥ

Οικονομολόγου, Επικ. Καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιά

### Εισαγωγή: Η φύση του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης

Το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα χρηματοδοτείται με το διανεμητικό σύστημα χρηματοδότησης (pay-as-you-go στα Αγγλικά, Système de repartition στα Γαλλικά). Στο σύστημα αυτό οι σημερινές εισφορές πληρώνουν για τις σημερινές συντάξεις, χωρίς να σχηματίζεται κεφάλαιο. Το τελευταίο, η προϋπόθεση ύπαρξης κεφαλαίου για την πληρωμή παροχών, χαρακτηρίζει το κεφαλαιοποιητικό σύστημα (funded ή pre-funded σύστημα στα Αγγλικά). Παρά ταύτα, ο σχολιασμός θεμάτων που άπτονται της περιουσίας των ταμείων συχνά αντιμετωπίζει το σύστημά μας ως να ήταν κεφαλαιοποιητικό.

Προλογίζοντας σειρά αξιολογών κειμένων ακριβώς για το επίμαχο θέμα της περιουσίας των ταμείων, το άρθρο που ακολουθεί αναζητά τις αρνητικές επιπτώσεις αυτής της συστηματικής παρανόησης και αναζητεί λόγους για τους οποίους η χρηστή εκμετάλλευση της περιουσίας των ταμείων παραμένει ένα σημαντικό ζήτημα.

Η ιστορική αφετηρία της παρανόησης εκτίθεται σε ένα εξαιρετικό κείμενο γραμμένο πριν το 1967 (Βασιλικό Ίδρυμα 1970, σελ. 61<sup>1</sup>):

*«Είς την Ελλάδα οι πλείστοι ασφαλιστικοί φορείς ήρχισαν λειτουργούντες προπολεμικώς, βάσει συστημάτων κεφαλαιοποιήσεως. Δια το Ι.Κ.Α. ο αρχικός νόμος καθώριζε για τον κλάδον συντάξεως χαμηλόν ασφαλιστρον αναπροσαρμοζόμενον προς τα άνω κατά τακτά πενταετή διαστήματα. Τα συστήματα αυτά ανετράπησαν με τον Πόλεμον, την Κατοχήν, και τον επακολουθήσαντα πληθωρισμόν... Ολίγοι ασφαλιστικοί φορείς κατώρθωσαν μεταπολεμικώς να δημιουργήσουν σημαντικά αποθεματικά. Ούτω, σήμερον, το πλείστον των ασφαλιστικών φορέων λειτουργεί εις την ουσίαν δια του διανεμητικού συστήματος, με ασφαλιστικά ισοζύγια κυμαινόμενα μεταξύ 5 και 10 ετών και με αποθεματικά τα οποία, βάσει αυστηρών κριτηρίων, θα εκρίνοντο ανεπαρκή και ως αποθεματικά ασφαλείας».*

Το 1964 η αξία των αποθεματικών αρκούσε για ενός έτους δαπάνες (12 δισεκ. δρχ.).

Το 2006 η συνολική δαπάνη για συντάξεις ήταν της τάξης των 25,4 δις ευρώ, ενώ το σύνολο δαπανών κοινωνικής προστασίας της τάξης των 40 δις ευρώ. Η περιουσία των Ταμείων υπολογίστηκε για τον Δεκέμβριο 2005 σε 29,2 δισεκ. Η περιουσία αυτή αρκούσε για έξοδα 8,5 μηνών. Το 2008 αυτό τα ποσά είχαν αυξηθεί σε 31 δις ευρώ συντάξεις και 49 δις ευρώ για κοινωνική προστασία. Με κάποια πιθανά σενάρια εξέλιξης της αξίας της περιουσίας, σήμερα η αντιστοιχία σε μήνες περιορίζεται στο αντίστοιχο λιγότερων από 6 μήνες δαπάνες<sup>2</sup>. Σε κάθε περίπτωση, και όποια να είναι η ακριβής αποτίμηση, η περιουσία είναι απειροελάχιστη αν συγκριθεί ακόμη και με τις τρέχουσες υποχρεώσεις των ταμείων.

Τέλος, η κατανομή των αποθεματικών σήμερα είναι αντιστρόφως ανάλογη με τις ανάγκες χρηματοδότησης: η περιουσία ταμείων είναι μεγάλη σε ταμεία που βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε έσοδα που δεν σχετίζονται άμεσα με την προσωπική εργασία των ασφαλιζόμενων – δηλαδή ως επί το πλε-

1. Το βιβλίο αυτό εισήγαγε για πρώτη φορά την έννοια 'κοινωνική προστασία' στην Ελλάδα. Είχε την κακοτυχία να βρίσκεται στον τυπογραφείο τον Απρίλιο του 1967. Εκδόθηκε τελικά το 1970, χωρίς τα ονόματα των συγγραφέων Π. Τσουκάτου και Ε. Παπαντωνίου.

2. Το στοιχείο της περιουσίας –29,2 δισεκ. ευρώ– το 2006 ήταν προϊόν απογραφής. Το ποσό που αναφέρει η ιστοσελίδα της Γ.Γ.Κ.Α. για το 2009 είναι υψηλότερο – 30,5 δισεκ. Ευρώ. Τα Ταμεία δηλαδή φαίνονται αλώβητα από την κοινωνική κρίση. Είτε οι τοποθετήσεις των ασφαλιστικών φορέων είναι οι πιο επιτυχημένες παγκοσμίως, ή τα στοιχεία έχουν απλώς πληθωριστεί με δείκτη τιμών. Η εκτίμηση είναι ότι μάλλον ισχύει το δεύτερο.

ίστον σε κοινωνικές εισφορές και φόρους υπέρ τρίτων<sup>3</sup>. Η περιουσία, είναι δηλαδή, σε αρκετές περιπτώσεις, απλώς ένα είδος απολιθώματος συσσωρευμένων προνομίων.

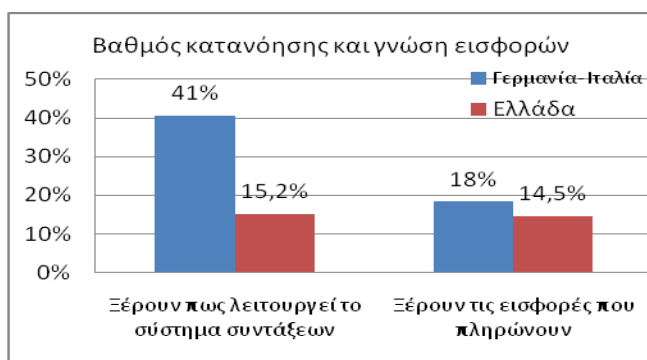
### Η παρανόηση του χαρακτήρα της ασφάλισης αποπροσανατολίζει

Ένας από τους πλέον διαδεδομένους ισχυρισμούς για την κοινωνική ασφάλιση είναι ότι οι συντάξεις αποτελούν «δικά μας λεφτά», με την έννοια ότι αποτελούν την απόδοση των συσσωρευμένων ατομικών εισφορών του παρελθόντος. Δηλαδή αντιμετωπίζουν την συμμετοχή στην κοινωνική ασφάλιση ως να ήταν αυτή σε σύστημα κεφαλαιοποίησης. Η θέση αυτή, στην ακραία εκδοχή της, αρνείται ότι στην πραγματικότητα στο σημερινό σύστημα οι συντάξεις χρηματοδοτούνται από τις σημερινές εισφορές. Αρνείται επίσης ότι η δυνατότητα πληρωμής των συντάξεων των σημερινών εργαζομένων εξαρτάται από τις συνεισφορές της επόμενης γενεάς, η οποία θα έχει την ηθική υποχρέωση να ανταποδώσει<sup>4</sup>.

Βεβαίως, υπό μια λιγότερο στενή έννοια οι συντάξεις όντως αποτελούν ένα είδος ανταπόδοσης της πληρωμής εισφορών – πράγμα που διαφοροποιεί την πληρωμή εισφορών από ένα άδικο και αναποτελεσματικό φόρο στην εργασία<sup>5</sup>. Όμως, ακόμη και αν κάποιος βλέπει την συμμετοχή στην κοινωνική ασφάλιση ως κοινωνικό συμβόλαιο στο οποίο οι εισφορές κατοχυρώνουν μεταγενέστερες παροχές, αυτό δεν είναι σαφές ότι θα περιελάμβανε και την συσσώρευση περιουσίας.

Το πόσο διαδεδομένη είναι αυτή η παρανόηση για την λειτουργία του συστήματος και τα αποτελέσματα της παρανόησης για τις στάσεις απέναντι σε πιθανές αλλαγές αποπειράθηκαν να μετρήσουν με έρευνα γνώμης οι Boeri, Börsch-Supan και Tabelini (2005) σε ευρωπαϊκές χώρες. Το ίδιο ερωτηματολόγιο προσαρμόστηκε για την Ελλάδα και τα αποτελέσματα παρουσιάζονται στο Τήνιος 2010<sup>6</sup>. Από την επεξεργασία προκύπτουν δύο κεντρικές διαπιστώσεις:

Πρώτον, το κοινό ερωτηματολόγιο μετρά κατά πόσον είναι αντιληπτό ότι οι σημερινές εισφορές πληρώνουν τις σημερινές συντάξεις. Δευτερευόντως και με το πρακτικό ζήτημα του αν είναι γνωστό –έστω και ως τάξη μεγέθους– το ποσοστό εισφοράς για συντάξεις.



Πηγή: Τήνιος 2010

3. Η παρατήρηση αυτή για τον τρόπο συσσώρευσης της περιουσίας εγείρει ερωτήματα για το κατά πόσον η περιουσία αυτή μπορεί να θεωρηθεί ως αποταμίευση των ασφαλιζομένων προσώπων.

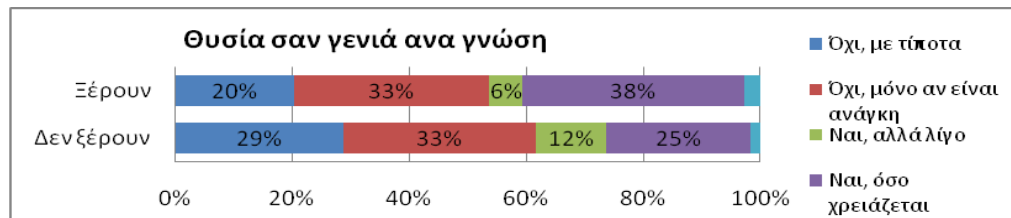
4. Το κλασικό άρθρο για τα οικονομικά του διανεμητικού συστήματος είναι Samuelson 1958. οι Hausman and MacPherson 2006 συζητούν την ηθική διάσταση του κοινωνικού συμβολαίου και σχολιάζουν την ερμηνεία του άρθρου του Samuelson. Πάντως οι μακροοικονομικές διαφορές των δύο συστημάτων χρηματοδότησης δεν πρέπει να υπερτονίζονται - Σπράος και Τήνιος 1998, Barr 2001.

5. Που θα ήταν αν τον βλέπαμε αποκομμένο από τις παροχές - βλ. Musgrave and Musgrave 1973.

6. Η δειγματοληψία έγινε από τον φοιτητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς Σταύρο Πουπάκη σε δείγμα 1000 από μων Πανελλαδικά τον Μάιο του 2009 – δηλαδή μια εποχή χωρίς έξαρση του ασφαλιστικού.

Η παρανόηση είναι ο κανόνας παντού, αλλά ιδίως στην Ελλάδα. Ακόμη χειρότερο, όμως, είναι το υψηλό ποσοστό στην Ελλάδα που νομίζει ότι γνωρίζει με ποιον τρόπο λειτουργεί το σύστημα, αλλά κάνει λάθος (64%).

Δεύτερον, το ερωτηματολόγιο προσπάθησε να εκτιμήσει σε ποιόν βαθμό υπάρχει δυνητικό «ευήκοον ούς» για πιθανές τροποποιήσεις<sup>7</sup>. Συνολικά οι απαντήσεις –ακόμη και με ήπια διατύπωση– ήταν απορριπτικές: 62% απάντησαν ότι δεν είναι διατεθειμένοι να θυσιάσουν ως γενιά τίποτε. Όμως, υπάρχει μια αχτίδα φωτός – Αν απομονώσουμε αυτούς που έχουν κατανόηση του πώς λειτουργεί το σύστημα η απόρριψη, αν και ακόμη υπαρκτή και πλειοψηφούσα, μειώνεται κατά πολύ. Το ποσοστό των «Ναι, όσο χρειάζεται» ανεβαίνει κατά το ήμισυ –από το 25% στο 38%– και με μεγαλύτερη πεποίθηση (μείωση της αβέβαιης κατηγορίας «ναι, αλλά λίγο»). Αντίστοιχα οι τελείως απορριπτικοί μειώνονται από 29% σε 20%.



Πηγή: Τήνιος 2010

Αυτοί που αντιλαμβάνονται ότι τις δικές τους συντάξεις θα χρηματοδοτήσει η επόμενη γενιά, είναι περισσότερο διατεθειμένοι να συζητήσουν αν οι ίδιοι μπορούν να συμβάλουν στην προσπάθεια αυτή.

Στην ίδια κατεύθυνση –αντίστασης σε προσαρμογές στο ασφαλιστικό– κινείται και η φιλολογία ότι για τα προβλήματα του ασφαλιστικού ευθύνεται η «καταλήστευση» των αποθεματικών<sup>8</sup>.

Τα αποθεματικά των Ταμείων ήταν σημαντικά την δεκαετία του '50. Βάσει του Α.Ν. 1611/50 («Νόμου Μαρκεζίνη») τα αποθεματικά αυτά ήταν τοποθετημένα άτοκα στην Τράπεζα της Ελλάδος. Υποστηρίζουν ορισμένοι, λοιπόν, πως οι διαφυγόντες τόκοι συνίστανται σε «καταλήστευση των Ταμείων» και κατασπατάληση των πόρων τους.

Πολλοί κατά καιρούς έχουν προσπαθήσει να υπολογίσουν την έκταση των «απωλειών» αυτών. Ανάλογα με την μεθοδολογία και τις υποθέσεις που έχουν χρησιμοποιηθεί, η απώλεια φθάνει ως τα «100 δισεκατομμύρια ευρώ»<sup>9</sup>.

Χωρίς να επεκταθεί κανείς στους συγκεκριμένους υπολογισμούς, μπορούν να τεθούν δύο ενστάσεις επί της μεθοδολογίας: Πρώτον, και να υπήρχαν αποθεματικά, θα είχαν ήδη χρησιμοποιηθεί για την χρηματοδότηση του οργανικού (πρωτογενούς) ελλείμματος του Ι.Κ.Α., το οποίο ήταν συνεχές και μεγάλο καθ' όλη την δεκαετία του '80. Δεύτερον, η εξασφάλιση αποδόσεων των επενδύσεων που συνήθως υπολογίζονται είναι άκρως απίθανη. Αν εξεταστούν οι πραγματικές αποφάσεις αντίστοιχων

7. Η ερώτηση που τέθηκε ήταν «Είσατε διατεθειμένος να θυσιάσετε εσείς και το σύνολο της γενιάς σας κάποια προνόμια ή να υποστείτε περισσότερες επιβαρύνσεις, γενικά, για χάριν του κοινωνικού συνόλου και των νεότερων γενεών;».

8. Η επιχειρηματολογία που ακολουθεί εκτίθεται με περισσότερες λεπτομέρειες στο Τήνιος 2008.

9. Το Κ.Κ.Ε. αναφέρει σε φυλλάδιό του (2007, βλ. σημείωση 12) ότι «Σιωπούν για τα 58 δις ευρώ που άρπαξαν βιομήχανοι - τραπεζίτες - εφοπλιστές από το 1951 έως το 1975». (58 δις ευρώ = 25 τρισεκ. Δρχ.). Τα 100 δις προκύπτουν από αυτό το ποσό. Το Ι.Ν.Ε. - Γ.Σ.Ε.Ε. είναι πιο συγκρατημένο, αναφέροντας ένα ποσό 20 τρις. Δρχ. που θα μπορούσε να είναι η περιουσία του συστήματος σήμερα. Σημειώνεται ότι όλοι οι υπολογισμοί αντιμετωπίζουν το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης σαν να ήταν ενιαίο – δηλαδή σαν να μπορούσε να χρησιμοποιηθεί η περιουσία, λ.χ. του Ταμείου Νομικών για να πληρωθούν συντάξεις στο Ν.Α.Τ.

«θεσμικών επενδυτών» (π.χ. αγροτικοί συνεταιρισμοί, υπόθεση ομολόγων του 2006) είναι δύσκολο να δικαιολογηθεί η αισιοδοξία. Η «θεωρία της καταλήστευσης» παραβλέπει ότι η τοποθέτηση στην Τράπεζα της Ελλάδος τουλάχιστον διαφύλαξε το κεφάλαιο.

Όμως, υπάρχει μια βαθύτερη ένσταση: Οι περισσότερες θέσεις περί καταλήστευσης αντιμετωπίζουν το σύστημα χρηματοδότησης ως να ήταν κεφαλαιοποιητικό. Όμως, ήταν έτσι θα έπρεπε να ισχύουν τα παρακάτω:

- Οι ποσοστιαίες εισφορές των πρώτων δεκαετιών λειτουργίας του συστήματος θα έπρεπε να ήταν τουλάχιστον διπλάσιες από το πραγματικό τους ύψος, με ότι αυτό σημαίνει για το βάρος στην οικονομία.
- Δεν θα χορηγείτο καμιά πλήρης σύνταξη γήρατος ως το 1967, όταν ο πρώτος ασφαλισμένος θα κάλυπτε τα απαιτούμενα 15 έτη εισφοράς.
- Ο κοινωνικός ρόλος των συντάξεων (και κυρίως το ύψος των κατωτάτων ορίων) θα έπρεπε να είναι ριζικά περιορισμένος.

Αντίθετα, η επένδυση των αποθεματικών των Ταμείων στην Τράπεζα Ελλάδος τις δεκαετίες του 50 και 60, και η μέσω αυτής έμμεση χρηματοδότηση επενδύσεων στην βιομηχανία, δεν είναι ορθό να αντιμετωπίζεται ως παρενέργεια<sup>10</sup>. Αντίθετα, ήταν ένα συνειδητό πλεονέκτημα κατά την έναρξη ενός διανεμητικού συστήματος καθώς και ένας από τους βασικούς λόγους για τους οποίους οι διεθνείς οργανισμοί της εποχής εισηγούντο την υιοθέτηση τέτοιων συστημάτων. Υπό το πρίσμα αυτό είναι λάθος να θεωρείται ότι «καταληστεύτηκαν τα αποθεματικά». Το Ι.Κ.Α. εισέπραξε το όφελος τότε με την λογική του συστήματος που είχε επιλεγεί: ανταμείφθηκε με την αύξηση των ασφαλισμένων και των εισφορών, όπως ταιριάζει στο διανεμητικό σύστημα, και όχι μέσω της απόδοσης της περιουσίας του, όπως θα γινόταν αν είχε επιλεγεί το κεφαλαιοποιητικό σύστημα.

Συνοψίζοντας, η εκτεταμένη παρανόηση για την φύση του συστήματος υποδαυλίζει μια λανθασμένη παρελθοντολογία για το τι θα έπρεπε να είχε γίνει στο μακρινό παρελθόν. Η παραφιλολογία αυτή αποπροσανατολίζει από τα σημερινά διλήμματα και δυσχεραίνει την αναζήτηση αποφάσεων για το μέλλον της κοινωνικής ασφάλισης.

#### **Γιατί, παρά ταύτα, έχει σημασία η αξιοποίηση των αποθεματικών;**

Το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης που έχουμε στην Ελλάδα βασίζεται στο διανεμητικό σύστημα χρηματοδότησης. Αντιμετωπίζει σειρά προβλημάτων, τόσο βιωσιμότητας χρηματοδότησης όσο και επάρκειας στην εκπλήρωση της αποστολής του (βλ. π.χ. Τήνιος 2010). Η φύση των προβλημάτων που αντιμετωπίζει ανάγεται και στους χώρους της κοινωνικής δικαιοσύνης και οικονομικής αποτελεσματικότητας και σε διασυνδέσεις μεταξύ τους και είναι κατά πολύ ευρύτερη μιας ανεπάρκειας στην χρηματοδότηση δεδομένων παροχών. Αγνοώντας όμως και αυτό το σημείο, οι ανάγκες των Ταμείων κάνουν την περιουσία τους να μοιάζει μικροσκοπική. Τέλος, υπάρχει και το θέμα της κατανομής: άλλα Ταμεία έχουν τις ανάγκες και άλλα την περιουσία.

Τί προκύπτει ως συμπέρασμα από αυτές τις επισημάνσεις; Είναι η συζήτηση για την αξιοποίηση της περιουσίας των Ταμείων χωρίς κανένα ενδιαφέρον και σημασία για το μέλλον της κοινωνικής ασφάλισης;

Η απάντηση στο ρητορικό αυτό ερώτημα είναι «όχι». Και αυτό για τρεις λόγους:

**Πρώτον**, όσο και αν η περιουσία των ταμείων είναι μικρή συγκρινόμενη με τις υποχρεώσεις του συστήματος συντάξεων, τα Ταμεία συνολικά είναι ένας από τους μεγαλύτερους σε όγκο επενδυτές στην Ελληνική κεφαλαιαγορά, με επικέντρωση μάλιστα του μετοχικού τους ενδιαφέροντος σε κρίσι-

10. Για τον κεντρικό χαρακτήρα της εκβιομηχάνισης σε κείμενα της εποχής, βλ. Σ. Ιωαννίδης, κ.ά. 1994.

μους τομείς όπως οι Τράπεζες. Η ορθολογική διαχείριση εκ μέρους ενός τέτοιου μεγέθους επενδυτή θα αποτελούσε ουσιαστικότατο παράγοντα σταθερότητας στην λειτουργία των αγορών. Αντίστροφα, συμπεριφορές που δεν προκύπτουν από κανόνες, ή ακόμη χειρότερα, αυθαίρετες ενέργειες όπως για παράδειγμα η χωρίς στρατηγική στόχευση ανάμειξη σε τοξικά χρηματοοικονομικά προϊόντα όπως το 2006, λειτουργούν συνολικά απαξιωτικά.

Όπως αναφέρει το πόρισμα του κοινωνικού διαλόγου του 1998 για την αξιοποίηση των αποθεματικών, υπάρχουν ειδικά προβλήματα που πρέπει να αντιμετωπισθούν. Οι επιστημόνες παραμένουν επίκαιρες (Επιτροπή Κοινωνικού Διαλόγου 1997):

*Σε συστήματα κοινωνικής ασφάλισης στην Ελλάδα, πολλά από τα υφιστάμενα κίνητρα μάλλον προοδεύουν προς υπερβολική έμφαση στον παράγοντα ασφάλεια. Ένα Διοικητικό Συμβούλιο ταμείου είναι πιθανόν να κληθεί να λογοδοτήσει σε περίπτωση ατυχούς επένδυσης, ενώ ελάχιστα εύσημα θα εισπράξει για την ευτυχή έκβαση μιας αποδοτικής (πλην όμως εκ των προτέρων «επικίνδυνης» τοποθέτησης). Η τάση για συντηρητισμό στις τοποθετήσεις εντείνεται και από τους εξής παράγοντες: ... Την συχνή αδυναμία πρόσβασης των Δ.Σ. των ταμείων στην απαιτούμενη τεχνογνωσία σε μια αγορά που γίνεται καθημερινά πιο περίπλοκη... Ανεπάρκειες και αγκυλώσεις του θεσμικού πλαισίου (βλ. κατωτέρω)... Α-νυπαρξία αναλογιστικών και άλλων μελετών ώστε να είναι γνωστή η χρονική δομή των υποχρεώσεων των ταμείων. Λογιστικές ανεπάρκειες στα ταμεία, ακόμη και για την τρέχουσα διαχείριση.*

**Δεύτερον**, ανάπτυξη επαγγελματικών ταμείων. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των συνταξιοδοτικών ταμείων, του λεγόμενου «δεύτερου» επαγγελματικού πυλώνα, ως ειδικής τάξης επενδυτών με διαφορετικές ανάγκες αλλά και απαιτήσεις είναι αντικείμενο ευρύτατης διεθνούς βιβλιογραφίας. Η διαχείριση, η μέτρηση και αποτύπωση αποδοτικότητας, η διαχείριση κινδύνων αλλά και η δυνατότητα ασφάλισης των κινδύνων αυτών αποτελούν διακριτά αντικείμενα, οι διαστάσεις των οποίων είναι εν πολλοίς άγνωστες στον κόσμο της Ελληνικής κοινωνικής ασφάλισης (για μια επισκόπηση π.χ. Blake 2006) και από τα οποία υπάρχουν δυνητικά οφέλη.

Η άντληση εμπειριών από την θεωρία και πρακτική των επαγγελματικών σχημάτων του εξωτερικού δεν είναι κενή περιεχομένου στην Ελλάδα, ακόμη και αν τα επαγγελματικά ταμεία ασφάλισης ελάχιστα προχώρησαν μετά την θεσμοθέτηση τους με τον Ν. 3029/02. Από καιρό είχε επισημανθεί η δυνατότητα μετεξέλιξης των υπαρχόντων επικουρικών ταμείων αλλά και ταμείων Πρόνοιας σε επαγγελματικά ταμεία του δεύτερου πυλώνα (π.χ. Τήνιος 2001). Κάτι αντίστοιχο έγινε στην Ιταλία με τα ταμεία εφάπαξ παροχών, τα οποία με την μεταρρύθμιση Dini του 1996 μετατράπηκαν σε πλήρως κεφαλαιοποιητικά συστήματα συντάξεων του δεύτερου πυλώνα. Η πρόταση του Νεκτάριου 2008 για την μεταρρύθμιση της κοινωνικής ασφάλισης περιλαμβάνει και αυτό το στοιχείο. Η μετεξέλιξη αυτή εξαρτάται από το πόσο «χώρος» θα προκύψει για ένα δεύτερο πυλώνα ως αποτέλεσμα των αλλαγών, που μετά από καθυστερήσεις, τελικά φαίνεται να γίνονται στον πρώτο πυλώνα<sup>11</sup>. Η μετεξέλιξη αυτή στην διάρκεια της οικονομικής κρίσης θα ωφεληθεί, παραδόξως, από την ύπαρξη διαχρονικά χαμηλών τιμών των αξιών, η άνοδος των οποίων θα μπορεί να βοηθήσει την κεφαλαιοποίηση του νέου συστήματος.

Η ύπαρξη ενός αποδοτικού και ευέλικτου σχήματος αξιοποίησης περιουσίας των σημερινών ταμείων θα διευρύνει τις επιλογές μεταρρύθμισης, παίζοντας κρίσιμο ρόλο στην μεταβατική περίοδο.

**Τρίτον**, η αλληλεγγύη των γενεών και η διαχείριση του εθνικού χρέους. Η οικονομική κρίση την οποία διέρχεται η Ελλάδα το 2010 είναι πρωτίστως μια κρίση εθνικού χρέους. Στο πλαίσιο αυτό η περιουσία των ταμείων αλλά και των λοιπών νομικών προσώπων που συνυπολογίζονται στην έννο-

11. Η εκτίμηση αυτή προέρχεται από την απλή σκέψη ότι αν οι κλάδοι, οι οποίοι συνήθως δραστηριοποιούνται στον δεύτερο πυλώνα, ήδη δικαιούνται άνω του 100% αναπλήρωση από το Δημόσιο σύστημα, η ζήτηση για συμπλήρωση θα είναι ιδιαίτερα περιορισμένη.



ια της «Γενικής Κυβέρνησης» (βλ. *Καραβίτης* 2008) έχουν κρίσιμο ρόλο ως στοιχεία του ενεργητικού, αντισταθμίζοντας τα χρέη. Μια ενεργότερη διαχείριση της (σχολάζουσας) περιουσίας τους, συμπεριλαμβανομένων και ρευστοποιήσεων θα ελάφρυνε το χρέος άμεσα και θα απέτρεπε την λήψη άλλων μέτρων κατά πολύ επαχθέστερων στην πραγματική οικονομία αλλά και την κοινωνία.

Το σημείο αυτό μας επιστρέφει στο σημείο εκκίνησης – την σημασία της περιουσίας των Ταμείων σε ένα κατά βάση διανεμητικό σύστημα. Η σημασία αυτή είναι πρωτίστως ο συμβολισμός της αλληλεγγύης των γενεών. Η περιουσία των Ταμείων αποκτήθηκε μια εποχή κατά την οποία δημιουργούνταν υποχρεώσεις για το μέλλον μεγαλύτερες από αυτές που χρηματοδοτούσαν οι τότε διαθέσιμοι πόροι. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα να συσσωρεύονται πλεονάσματα, τα οποία είχαν σκοπό να είναι διαθέσιμα όταν τα Ταμεία είχαν πια ωριμάσει – όταν δηλαδή τα οργανικά πλεονάσματα δώσουν την θέση τους σε διαρθρωτικά ελλείμματα. Η εποχή αυτή είναι προφανές ότι έχει πλέον φθάσει.

Η ώρα της αλληλεγγύης των γενεών φαίνεται ότι έρχεται.

### Βιβλιογραφικές Αναφορές

- Barr N.* (2001), *The Welfare State as Piggy Bank: Information, Risk, Uncertainty and the Role of the State*, Oxford.
- Barr N. and P. Diamond*, 2010, *Pension Reform: A short guide*, OUP. Oxford.
- Blake D.*, 2006, *Pension Finance*, John Wiley and Sons, Chichester.
- Boeri T., A. Börsch - Supan and Tabellini G.*, 2005, How would you like to reform your pension system? The opinions of German and Italian citizens' in Brooks, R. and A. Razin, *Social Security Reform: Financial and Political Issues in international Perspective*, Cambridge, pp 333-352.
- Βασιλικόν Ίδρυμα Ερευνών*, 1970, *Κοινωνική Προστασία εν Ελλάδι. Έρευνα επί της υφισταμένης Κατάστασης και Προοπτικά.* (ανώνυμος –λόγω δικτατορίας– δημοσίευση της έκθεσης Ε. Τσουκάτου και Ε. Παπαντωνίου).
- Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων*, 2006, *Κινητή και Ακίνητη Περιουσία Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης*. Αθήνα.
- Επιτροπή Κοινωνικού Διαλόγου*, 1997, Τα πορίσματα του Διαλόγου, στο Ι.Ν.Ε. - Γ.Σ.Ε.Ε., Οι προτάσεις του Κοινωνικού διαλόγου για την Κοινωνική Ασφάλιση, Τα Τετράδια του Ι.Ν.Ε., Μάρτιος 1998, σελ. 65-149.
- Hausman D.M. and M.M. McPherson*, 2006, *Economic Analysis, Moral Philosophy and Public policy*, 2nd edition, CUP, Cambridge.
- Ινστιτούτο Εργασίας της Γ.Σ.Ε.Ε. (Ι.Ν.Ε. - Γ.Σ.Ε.Ε.)* 2001, *Αναλογιστική μελέτη του συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης στην Ελλάδα. Δέσμη Προτάσεων*, Αθήνα.
- Ιωαννίδης Σ., Γ. Καλογήρου και Α. Λυμπεράκη*, 1994 «Το αίτημα της ανάπτυξης μέσα από το περιοδικό «Νέα Οικονομία» 1946-67», σε Ίδρυμα Σάκη Καραγιώργα, *Η ελληνική οικονομία κατά την πρώτη μεταπολεμική περίοδο (1945-1967)* Αθήνα.
- Καραβίτης Ν.*, 2008, *Δημόσιο Χρέος & Έλλειμμα, Διόνικος*, Αθήνα.
- Κομμουνιστικό Κόμμα Ελλάδας*, 2007, «Ασφαλιστικό: Μην περιμένεις τα χειρότερα». Φυλλάδιο.
- Musgrave R.A. and P.B. Musgrave*, 1973, *Public Finance in Theory and Practice*, 2<sup>nd</sup> ed, McGraw Hill, London.
- Νεκτάριος Μ.*, 2008, *Ασφαλιστική Μεταρρύθμιση με συναίνεση και διαφάνεια*, Παπαζήσης, Αθήνα.
- Προβόπουλος Γ.*, 1985, *Η κρίση στην κοινωνική ασφάλιση. Το πρόβλημα του Ι.Κ.Α. Ι.Ο.Β.Ε.*, *Επίκαιρα Θέματα*, 2 ().

*Samuelson P.A.*, 1958, «An exact Consumption-Loan Model of Interest with or Without the Social Contrivance of Money», *Journal of Political Economy*, vol 66, pp. 467-82.

*Σπράος Γ. και Π. Τήνιος*, 1998, «Διανεμητικά και Κεφαλαιοποιητικά Συστήματα Συντάξεων: Εντυπώσεις και ουσία», *Οικονομικό και Στατιστικό Δελτίο της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος*. (Τεύχος 10), Ιούλιος 1998.

*Τήνιος Π.*, 2001, *Κοινωνία, Οικονομία, Συντάξεις: Κρυμμένος Θησαυρός*, Αθήνα, Παπαζήσης.

*Τήνιος Π.*, 2008, «Κοινωνική Ασφάλιση 1955-1980: Εφαλτήριο ανάπτυξης ή εισοδος στον σημερινό λαβύρινθο;», στο Κ. Σβολόπουλος, Κ. Μπότσιου και Ε. Χατζηβασιλείου (επιμ.), *Ο Κωνσταντίνος Καραμανλής στον Εικοστό Αιώνα. Διεθνές Επιστημονικό Συνέδριο, Γ΄ Τόμος*, σελ. 185-209. Ίδρυμα «Κωνσταντίνος Γ. Καραμανλής», Αθήνα.

*Τήνιος Π.*, 2010 (υπό έκδοση) *Ασφαλιστικό: Μια μέθοδος ανάγνωσης*, Κριτική.

---

# Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΣΩΣΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΤΩΝ ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΣΤΗ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΟΥ ΣΥΣΤΗΜΑΤΟΣ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ

ΑΝΔΡΕΑ ΚΙΝΤΗ,  
Καθηγητή, Προέδρου του Τ.Ε.Α.Δ.Υ.

## I. Εισαγωγή

Την περίοδο αυτή η Κυβέρνηση εργάζεται εντατικά για την αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος της χώρας, το οποίο πνέει τα λοίσθια. Οι παράγοντες που προσδιορίζουν τη βιωσιμότητα ενός ασφαλιστικού συστήματος, δηλαδή την ικανότητά του να διασφαλίζει εισόδημα και ιατροφαρμακευτικές υπηρεσίες στην τρέχουσα και τις μελλοντικές γενεές σε βαθμό που να τους επιτρέπει ένα αξιοπρεπές επίπεδο ζωής, είναι πολλοί. Στο τέλος όμως όλα εξαρτώνται από την εξέλιξη της σχέσης μεταξύ εισροών (έσοδα) και εκροών (δαπάνες) του συστήματος.

Τα έσοδα του συστήματος διαμορφώνονται από τις εισφορές των ασφαλισμένων και των εργοδοτών, τυχόν συνεισφορές του κρατικού προϋπολογισμού και από εισοδήματα που προέρχονται από την αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, η οποία σχηματίζεται από τα ετήσια πλεονάσματα των Ταμείων. Στα συστήματα ασφάλισης των αναπτυγμένων χωρών, τα έσοδα από τη διαχείριση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αποτελούν ουσιώδη συμβολή στη διαμόρφωση του ύψους των εισροών και κατ' επέκταση στη βιωσιμότητά του συστήματος. Στη χώρα μας το θέμα αυτό, ακόμη και σήμερα, έχει χαμηλή προτεραιότητα, γεγονός που συνάγεται από τον τρόπο διαχείρισης των αποθεματικών των Ταμείων. Την περίοδο από το 1950 μέχρι και το τέλος της δεκαετίας του '90 τα αποθεματικά κατατίθεντο στην Τράπεζα Ελλάδος (Α.Ν. 1611/50), ουσιαστικά με μηδενικό επιτόκιο και χρησιμοποιούνταν από το Κράτος κατά τις προτεραιότητες και τις ανάγκες της εκάστοτε Κυβέρνησης. Δηλαδή, ολόκληρη την περίοδο εκείνη τα αποθεματικά των Ταμείων όχι απλά διαφεντεύονταν, αλλά στην ουσία «καταληστεύονταν» από το Κράτος. Αξίζει να αναφερθεί ότι οι απώλειες της περιόδου εκείνης, σε συνδυασμό με τις αθρόες εντάξεις στο σύστημα ασφάλισης μεγάλου αριθμού ατόμων, τα οποία συνταξιοδοτήθηκαν χωρίς να έχουν καταβάλλει παρά ελάχιστες ή και καθόλου εισφορές, αποτελούν σημαντικό μέρος της σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης του συστήματος.

Παρά τις προσπάθειες που έγιναν την περίοδο 1990-2008 για τον εκσυγχρονισμό του συστήματος και την εισαγωγή στη σχετική νομοθεσία καινοτομικών στοιχείων αναφορικά με τη διαχείριση των αποθεματικών των Ταμείων (Ν. 1902/90, Ν. 2076/92, Ν. 2679/99, απόφαση Ν° 78548/Β/26.12.92, Ν. 3586/2007), η κατάσταση και σήμερα ακόμη δεν είναι ικανοποιητική. Η διαχείριση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης εξακολουθεί να είναι σε μεγάλο βαθμό παθητική, σε αντίθεση με την ενεργή διαχείριση που ακολουθείται στις αναπτυσσόμενες χώρες. Ανάμεσα στους λόγους που συμβάλλουν σ' αυτό, οι πιο σημαντικοί είναι: i) η έλλειψη επενδυτικής κουλτούρας στη χώρα μας, ii) ο περιοριστικός χαρακτήρας του υφιστάμενου θεσμικού πλαισίου, iii) η διασπορά των αποθεματικών του συστήματος σε πλήθος ανεξάρτητων Ταμείων, κάθε ένα από τα οποία διαχειρίζεται τα αποθεματικά του με το δικό του τρόπο και iv) το γεγονός ότι η ευθύνη της διαχείρισης των αποθεματικών έχει ανατεθεί στα Δ.Σ. των Ταμείων, τα μέλη των οποίων, κατά κανόνα, δεν διαθέτουν τις απαραίτητες οικονομικές και τεχνικές γνώσεις, ούτε αναλαμβάνουν τις αναγκαίες πρωτοβουλίες για καλύτερη διαχείριση των διαθεσίμων τους. Η στάση τους σε θέματα διαχείρισης περιουσίας είναι απελπιστικά συντηρητική μέχρι και φοβική.

## II. Επαγγελματική διαχείριση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης

### α) Η αναγκαιότητα

Το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο των φορέων κοινωνικής ασφάλισης συγκροτείται από τις εισφορές

και τα εισοδήματα από την αξιοποίηση των αποθεματικών, ενώ οι υποχρεώσεις (εκροές του συστήματος) αποτελούνται από τις πληρωμές για συντάξεις, τις λοιπές παροχές και τα λειτουργικά έξοδα. Οι εισφορές και οι παροχές, που αποτελούν τις κυρίαρχες συνιστώσες των χρηματικών ροών, προσδιορίζονται από τις παραμέτρους που δομούν το ασφαλιστικό σύστημα και εμφανίζουν σχετική σταθερότητα διαχρονικά, ενώ τα έσοδα από επενδύσεις και τα λειτουργικά έξοδα αποτελούν μεγέθη που διαμορφώνονται κατά τη διαχείριση του συστήματος, γεγονός που σημαίνει ότι και τα δύο μπορούν να βελτιώνονται ως αποτέλεσμα της χρηστής και αποτελεσματικής διαχείρισης (αύξηση εσόδων από επενδύσεις, μείωση δαπανών) του συστήματος.

Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι η αποτελεσματική αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης μπορεί να οδηγήσει μέχρι και σε διπλασιασμό της αξίας των αποθεματικών τους. Αυτό θα εξαρτηθεί από τη σωστή κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού μεταξύ εναλλακτικών επενδυτικών τοποθετήσεων, δηλαδή μεταξύ μετοχών, ομολόγων, μετρητών και λοιπών χρηματιστηριακών προϊόντων, καθώς και από την ικανότητα των φορέων ασφάλισης να διαχειριστούν αποτελεσματικά το θέμα του κινδύνου που συνοδεύει τις επιμέρους κατηγορίες επενδύσεων. Για παράδειγμα, οι καταθέσεις μετρητών σε Τράπεζες έχουν μικρό μέχρι και μηδενικό κίνδυνο, αποφέρουν όμως πολύ χαμηλές αποδόσεις. Αντίθετα, οι επενδύσεις σε μετοχικές αξίες συνοδεύονται από υψηλό κίνδυνο, αποφέρουν ωστόσο υψηλές αποδόσεις. Η εμπειρική έρευνα έχει δείξει ότι σε μεγάλο ποσοστό οι διαφορές στις αποδόσεις των τοποθετήσεων των Ταμείων ερμηνεύονται από την ικανότητα σωστής διαχείρισης του κινδύνου. Από τη φύση του το θέμα του κινδύνου είναι πολύ τεχνικό και η σωστή διαχείρισή του μπορεί και πρέπει να γίνεται από επιστήμονες με αυξημένες τεχνικές γνώσεις.

Αξίζει επίσης να αναφερθεί ότι η άριστη κατανομή των επενδύσεων μεταξύ εναλλακτικών χρηματοοικονομικών προϊόντων μεταβάλλεται διαχρονικά, ανάλογα με τις εξελίξεις στις αγορές. Αυτό σημαίνει ότι για να επιτυγχάνεται η σωστή κατανομή κάθε φορά, οι σχετικές αποφάσεις πρέπει να λαμβάνονται από επαγγελματίες του χώρου, δηλαδή από άτομα με αυξημένες γνώσεις και μεγάλη εμπειρία.

Αναφέρθηκε ήδη ότι στη θεμελιώδη εξίσωση που εκφράζει τη λειτουργία των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ορισμένες από τις μεταβλητές (εισφορές, δαπάνες συντάξεων) διαμορφώνονται από τις βασικές παραμέτρους της αρχιτεκτονικής του συστήματος, οι οποίες βραχυπρόθεσμα δεν αλλάζουν. Άλλες μεταβλητές, όπως τα έσοδα από τη διαχείριση των διαθεσίμων των Ταμείων και τα λειτουργικά έξοδα μεταβάλλονται και το ύψος τους κάθε φορά εξαρτάται από την αποτελεσματική διοίκηση των φορέων και τη σωστή διαχείριση των αποθεματικών τους. Μολονότι στοχευμένες επεμβάσεις στη διακυβέρνηση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να οδηγήσουν σε μείωση των εξόδων λειτουργίας, το μεγάλο όφελος θα προέλθει από την χρηστή και αποτελεσματική διαχείριση της περιουσίας τους. Είναι αυτά τα έσοδα που θα συμβάλλουν αισθητά στη μακροχρόνια βιωσιμότητα του συστήματος, η οποία επιβαρύνεται με εξωγενείς παράγοντες, όπως είναι οι αυξήσεις μισθών και η εξέλιξη του πληθωρισμού.

Ειδικότερα, αν η αύξηση των μισθών ανέρχεται στο 3,5% και ο πληθωρισμός διαμορφώνεται στο 3%, τότε με δεδομένες τις βασικές παραμέτρους του συστήματος, οι αποδόσεις από τη διαχείριση των αποθεματικών πρέπει να ανέρχονται τουλάχιστον στο 6,5% προκειμένου να διατηρηθεί η βιωσιμότητα του συστήματος, με την προϋπόθεση ότι το σύστημα βρίσκεται σε αρχική ισορροπία. Στο βαθμό που στο παράδειγμά μας οι αποδόσεις των επενδύσεων υπολείπονται του 6,5%, το σύστημα χάνει πόρους, κάτι που δεν μπορεί να συνεχίζεται για μεγάλο χρονικό διάστημα. Δεδομένου ότι το επιτόκιο των Τραπεζών δύσκολα καλύπτει τον πληθωρισμό, το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι η κατάθεση στις Τράπεζες μεγάλου μέρους των διαθεσίμων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης λειτουργεί σε βάρος των συμφερόντων των ασφαλισμένων. Αυτός είναι ένας από τους κυρίαρχους λόγους που επιβάλλει η διαχείριση των αποθεματικών των Ταμείων να γίνεται με επαγγελματικά κριτήρια. Ένας άλλος λόγος, που συνηγορεί υπέρ της επαγγελματικής διαχείρισης των αποθεματικών,

σχετίζεται με το γεγονός ότι συχνά οι εισφορές υπολείπονται των πληρωμών για μελλοντικές συντάξεις. Αυτό δημιουργεί ελλείμματα στο σύστημα, τα οποία πρέπει να καλύπτονται από τα έσοδα διαχείρισης της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Για να είναι η συμβολή αυτή σημαντική πρέπει τα εισοδήματα από επενδύσεις να είναι αξιόλογα. Όταν αυτό συμβαίνει, τα έσοδα από επενδύσεις αποτελούν ισχυρό μοχλό στήριξης της βιωσιμότητας των Ταμείων σε μακροχρόνια βάση. Στις περιπτώσεις που αυτό δεν συμβαίνει, τα Ταμεία μετατρέπονται σε ελλειμματικά και ζητούν αρωγή από το Κράτος, προκειμένου ν' ανταποκριθούν στις υποχρεώσεις τους.

### **β) Διεθνής εμπειρία και Ελληνική πραγματικότητα**

Σύμφωνα με στοιχεία του Ο.Ο.Σ.Α. τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται τα δημόσια συνταξιοδοτικά Ταμεία ξεπερνούν τα 4 τρις ευρώ, γεγονός που τα αναδεικνύει ως τους μεγαλύτερους θεσμικούς επενδυτές διεθνώς. Σε όλες σχεδόν τις χώρες, αρχικά τα Ταμεία ακολουθούσαν παθητική πολιτική διαχείρισης των αποθεματικών τους, δηλαδή προέβαιναν σε Τραπεζικές καταθέσεις και το πολύ σε αγορά κρατικών ομολόγων. Σταδιακά όμως σημειώθηκαν μεταλλαγές στην επενδυτική τους στρατηγική στην κατεύθυνση σταδιακής μεταβίβασης της διαχείρισης των διαθεσίμων σε επαγγελματίες διαχειριστές. Ως αποτέλεσμα, σήμερα στα Ταμεία των αναπτυγμένων χωρών, ποσοστό άνω του 60% των αποθεματικών τους διαχειρίζονται επαγγελματίες διαχειριστές. Στις περισσότερες χώρες υπάρχει ένα δημόσιο Ταμείο συντάξεων και ένας ξεχωριστός φορέας διαχείρισης των αποθεματικών του. Ο φορέας αυτός μπορεί να είναι μια ανεξάρτητη δημόσια εταιρεία διαχείρισης ή περισσότερες της μιας εταιρείες διαχείρισης επενδύσεων, ώστε να αναπτύσσεται μεταξύ τους ανταγωνισμός. Ακόμη, ο φορέας διαχείρισης μπορεί να είναι ιδιωτικός (π.χ. μια Τράπεζα). Σήμερα έχουν αναπτυχθεί διάφορα σχήματα και έχει συσσωρευτεί στο χώρο πλούσια εμπειρία.

Στην Ελλάδα υπάρχουν δύο δυνατότητες αξιοποίησης της κινητής περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Πρώτον, τα ίδια τα Ταμεία μπορούν, με αποφάσεις του Δ.Σ., να προχωρούν σε αγορά κινητών αξιών (ομόλογα ελληνικού δημοσίου, μετοχές και άλλα χρεόγραφα) και δεύτερον να συμμετέχουν σε Αμοιβαία Κεφάλαια που διαχειρίζεται Α.Ε.Δ.Α.Κ., την οποία έχουν συστήσει φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Στην Α.Ε.Δ.Α.Κ. αυτή μπορούν να συμμετέχουν περισσότερα του ενός Ταμεία. Η συμμετοχή μπορεί να γίνει με μετρητά ή με εισφορά κινητών αξιών που διαθέτουν οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης ή και με τους δυο τρόπους. Η πρώτη λύση προϋποθέτει κατάλληλη οργάνωση και την αναγκαία υποδομή, καθώς και την ύπαρξη του απαραίτητου επιστημονικού προσωπικού, που θα έχει και τα ανάλογα προσόντα. Στην πράξη, επειδή τα Ταμεία δεν διαθέτουν ούτε το ένα ούτε το άλλο, η δυνατότητα αυτή δεν έχει πρακτική χρησιμότητα. Έτσι, ουσιαστικά παραμένει η δεύτερη επιλογή. Στην περίπτωση αυτή απαιτείται η σύσταση οργανωμένης εταιρείας διαχείρισης κεφαλαίων σύμφωνα με τις προβλέψεις της κείμενης νομοθεσίας. Η εταιρεία δημιουργεί Αμοιβαία Κεφάλαια, τη διαχείριση των οποίων αναθέτει σε εξωτερικούς διαχειριστές.

Με σκοπό την ενεργητική διαχείριση των αποθεματικών των Ασφαλιστικών Ταμείων, ιδρύθηκε το 2002 η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ασφαλιστικών Οργανισμών, η οποία έγινε με πρωτοβουλία των Ταμείων του Ι.Κ.Α. (30%), του Ο.Γ.Α. (15%), του Ο.Α.Ε.Ε. (15%) και τη συμμετοχή της Εθνικής Τράπεζας (40%). Σήμερα η μετοχική σύνθεση της Εταιρείας έχει ως εξής: Ι.Κ.Α. (40%), Ο.Γ.Α. (20%), Ο.Α.Ε.Ε. (20%) και Εθνική Τράπεζα (20%). Σημειώνεται ακόμη ότι η συμμετοχή πιστωτικού ιδρύματος σε Α.Ε.Δ.Α.Κ. που συστήνεται με πρωτοβουλία Ασφαλιστικών Οργανισμών είναι υποχρεωτική (Υ.Α. 7858/Β 1105 του 1992, άρθρο 9). Αξίζει να αναφερθεί ότι, παρά το γεγονός ότι έχουν παρέλθει οκτώ (8) χρόνια από την ίδρυση της εταιρείας, τα κεφάλαια τα οποία αυτή διαχειρίζεται μόλις πρόσφατα έφθασαν το 1,1 δις ευρώ σε σύνολο αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης που ξεπερνά τα 30 δις ευρώ. Δηλαδή, η επαγγελματική διαχείριση καλύπτει μόλις το 3,5% του συνόλου των αποθεματικών του συστήματος. Η εταιρεία έχει συγκροτήσει δύο Αμοιβαία Κεφάλαια, ένα αμιγώς ομολογιακό εσωτερικού και ένα μικτό εσωτερικού (50% μετοχές και 50% ομόλογα ελληνικού δημοσίου), τη διαχείριση

των οποίων έχει αναθέσει σε εξωτερικούς διαχειριστές (Τράπεζες). Με σκοπό την ενίσχυση του ανταγωνισμού, η Εταιρεία έχει επιλέξει δύο διαχειριστές για κάθε Α/Κ, ήτοι συνολικά τέσσερες διαχειριστές, οι οποίοι ανά δυο ανταγωνίζονται μεταξύ τους ποιος θα επιτύχει τα καλύτερα αποτελέσματα. Σημειώνεται ότι από το 2003 μέχρι σήμερα η σωρευτική απόδοση των δυο Α/Κ ανέρχεται σε 30% για το αμιγώς ομολογιακό και 70% για το μικτό.

Μία δεύτερη προσπάθεια επαγγελματικής διαχείρισης είναι αυτή που γίνεται από την Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. - Ο.Τ.Ε.

Από τα παραπάνω συνάγεται ότι στη χώρα μας το ποσοστό των αποθεματικών του συστήματος που οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης διαχειρίζονται επαγγελματικά υπολείπεται αισθητά του 5% του συνόλου. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την απώλεια σημαντικών πόρων, κάτι που δεν μπορεί να συνεχιστεί. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 50% των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης αποτελούν καταθέσεις στην Τράπεζα της Ελλάδος με απόδοση που υπολείπεται του 4% ετησίως, το 30% είναι επενδυμένα σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, 11% σε μετοχές, 4% σε αμοιβαία κεφάλαια και 5% σε ακίνητα. Ασφαλώς η κατάσταση αυτή δεν είναι ικανοποιητική, αφού συνεπάγεται απώλεια πόρων για το σύστημα και μάλιστα σε μια εποχή που αυτό βρίσκεται σε οικονομικό αδιέξοδο.

Η παραπάνω κατανομή των διαθεσίμων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης έχει γίνει από τα διοικητικά τους συμβούλια τα οποία, όπως έχει ήδη λεχθεί, είναι ακατάλληλα να διαχειριστούν αποδοτικά τους πόρους των Ταμείων που διοικούν. Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ότι η ισχύουσα νομοθεσία επιτρέπει την πρόσληψη συμβούλων επενδύσεων. Όμως, στα περισσότερα Ταμεία οι θέσεις αυτές είναι κενές. Σε όσες περιπτώσεις έχουν πληρωθεί, κατά κανόνα, η συμβολή των συμβούλων στη διαχείριση των αποθεματικών των Ταμείων είναι περιορισμένη, κυρίως επειδή τα Δ.Σ. αποφεύγουν να πάρουν αποφάσεις επενδυτικού χαρακτήρα.

### III. Εσωτερική - εξωτερική διαχείριση επενδύσεων

Η επαγγελματική διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης μπορεί να γίνει είτε εσωτερικά, είτε μέσω εξωτερικών διαχειριστών. Σε ορισμένες χώρες (π.χ. Γαλλία, Ολλανδία) ο νόμος υποχρεώνει τα Ταμεία να προσλαμβάνουν εξωτερικούς διαχειριστές, ενώ σε άλλες η διαχείριση γίνεται από εσωτερικούς διαχειριστές (π.χ. Καναδάς, Νορβηγία). Στις Η.Π.Α. τα μεγάλα Ταμεία διαχειρίζονται τα αποθεματικά τους εσωτερικά κατά ποσοστό 60% περίπου, ενώ τα μικρότερα Ταμεία αναθέτουν τη διαχείριση των κεφαλαίων τους κατά ποσοστό 80% περίπου σε εξωτερικούς διαχειριστές. Κρίσιμο μέγεθος (όχι όμως και μοναδικό) για την επιλογή μεταξύ εσωτερικής και εξωτερικής διαχείρισης αποτελεί η ύπαρξη στα Ταμεία της αναγκαίας υποδομής σε ανθρώπινο δυναμικό και λογιστικές υποδομές.

Η διαχείριση επενδύσεων είναι μια ιδιαίτερα απαιτητική διαδικασία που προϋποθέτει επιστημονικό προσωπικό υψηλής στάθμης και υποδομές (π.χ. εξειδικευμένο λογισμικό, ειδικές βάσεις δεδομένων, λειτουργική στήριξη κ.λπ.). Οι υποδομές που απαιτούνται κοστίζουν αρκετά και μόνο ένας εξειδικευμένος μεγάλος οργανισμός μπορεί να αποκτήσει τέτοιες υποδομές και να τις συντηρήσει σε μακροχρόνια βάση. Έτσι ερμηνεύεται και η προτίμηση κυρίως των μεγάλων Ταμείων της Αμερικής στην εσωτερική διαχείριση των αποθεματικών τους.

Ανεξάρτητα από την επιλογή του τρόπου διαχείρισης, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης πρέπει να προσλαμβάνουν Συμβούλους Επενδύσεων με γνώσεις, εμπειρία και επαγγελματική επάρκεια. Οι Σύμβουλοι Επενδύσεων προσλαμβάνονται από και λογοδοτούν στα Διοικητικά Συμβούλια των Ταμείων. Η συνεισφορά τους στη διαμόρφωση στρατηγικής κατανομής των διαθεσίμων των Ταμείων μεταξύ διαφόρων κατηγοριών επενδύσεων (π.χ. μετρητά, ομόλογα, μετοχές κ.ά.), αλλά και ανάμεσα σε αξίες εσωτερικού και εξωτερικού είναι πολύ σημαντική. Εξίσου σημαντική είναι η βοήθεια του συμβούλου στην παρακολούθηση της διαχρονικής απόδοσης των διαφόρων κατηγοριών επενδύσεων,

καθώς και στην εκτίμηση του κινδύνου που σχετίζεται με κάθε είδος επένδυσης. Ακόμη, ο σύμβουλος παρακολουθεί τις εξελίξεις των αγορών και κάνει προτάσεις στο Δ.Σ. αναφορικά με την ενδεικνυόμενη κάθε φορά κατανομή και ανακατανομή των διαθεσίμων τόσο μεταξύ διαφόρων αξιών εσωτερικού, όσο και μεταξύ επενδύσεων εσωτερικού και τίτλων άλλων χωρών. Ειδικότερα, η επένδυση σε τίτλους ευρωπαϊκών χωρών διευρύνει την κατανομή των επενδύσεων και περιορίζει τον συνολικό κίνδυνο επένδυσης, γεγονός που μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα επωφελές για τα ελληνικά Ταμεία. Απαραίτητη είναι επίσης η βοήθεια του Συμβούλου και για την αναπροσαρμογή των στόχων της επενδυτικής πολιτικής.

Όπως ήδη αναφέρθηκε, στη χώρα μας έχει διαμορφωθεί νομικό πλαίσιο για την πρόσληψη συμβούλων διαχείρισης, πλην όμως η δυνατότητα αυτή ελάχιστα έχει μέχρι σήμερα αξιοποιηθεί από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Ο κύριος λόγος γι' αυτό είναι ότι τα Ταμεία δεν ασχολούνται σοβαρά με θέματα επενδύσεων επειδή τα μέλη των Δ.Σ. είτε δεν διαθέτουν τις απαραίτητες γνώσεις, είτε αποφεύγουν την ανάληψη ευθυνών στον τομέα των επενδύσεων. Η στάση αυτή έχει ως αποτέλεσμα την απώλεια σημαντικών πόρων για τα Ταμεία, τακτική που είναι επιζήμια για τη βιωσιμότητα των φορέων κοινωνικής ασφάλισης σε μακροχρόνια βάση.

#### **IV. Πρόταση: Τι μπορεί και τί πρέπει να γίνει**

Και σήμερα ακόμη τα διαθέσιμα των ασφαλιστικών Ταμείων «καταληστεύονται» από το Κράτος και τις Τράπεζες, γεγονός που όπως ήδη αναφέρθηκε, συνεπάγεται απώλεια σημαντικών πόρων σε μια εποχή που η χρηματοδότηση του συστήματος Κοινωνικής Ασφάλισης έχει αναχθεί σε κυρίαρχο εθνικό θέμα. Επίσης αναφέρθηκε ότι η σωστή διαχείριση της περιουσίας των Ταμείων είναι ικανή να διασφαλίσει σε μεγάλο βαθμό τη συντήρηση του συστήματος σε μακροχρόνια βάση, με την προϋπόθεση ότι αυτή γίνεται επαγγελματικά. Όμως, με την πολυδιάσπαση του συστήματος σε μεγάλο αριθμό Ταμείων, αυτό δεν μπορεί να επιτευχθεί, διότι η επαγγελματική διαχείριση απαιτεί μεγάλες επενδύσεις σε προσωπικό υψηλής στάθμης και σε εξειδικευμένες υποδομές (π.χ. ικανότητα σύνταξης αναλογιστικών μελετών, εξειδικευμένο λογισμικό και ειδικές βάσεις δεδομένων, ικανότητα συγκρότησης ειδικών ομάδων αναλυτών, συστήματα πρόβλεψης κ.λπ.).

Ανεξάρτητα από τις δυσκολίες, η χώρα μας πρέπει να κάνει την υπέρβαση και να διαχειριστεί τους πόρους των Ταμείων επαγγελματικά. Προϋπόθεση για να καταστεί αυτό δυνατό είναι να μειωθεί δραστικά ο αριθμός των Ταμείων (π.χ. από 1 μέχρι το πολύ 4), διαφορετικά το κόστος επαγγελματικής διαχείρισης θα είναι πολύ υψηλό. Ακόμη, πρέπει εξ' αρχής να αποκλειστεί η περίπτωση εσωτερικής διαχείρισης των διαθεσίμων, όχι μόνο επειδή η οργάνωση και η διαχείριση μιας τέτοιας δραστηριότητας είναι δύσκολη και υπόθεση με μεγάλο κόστος, αλλά και επειδή τα Δ.Σ. των Ταμείων ακολουθούν παθητική πολιτική διαχείρισης, η οποία καταλήγει σε απώλεια πόρων για τα Ταμεία. Απομένουν δυο επιλογές: α) η ανάθεση από τα Δ.Σ. των Ταμείων της όλης δραστηριότητας σε εξωτερικούς διαχειριστές και β) η ίδρυση κεντρικού φορέα διαχείρισης της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, στην οποία θα μετέχουν υποχρεωτικά όλα τα Ταμεία. Ο φορέας θα ελέγχεται από το Κράτος και θα εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή την Τράπεζα της Ελλάδας.

Η μείωση του αριθμού των Ταμείων στα επίπεδα που αναφερθήκαν πιο πάνω είναι μια ιδιαίτερα δύσκολη και χρονοβόρα διαδικασία, γιατί απαιτεί νομοθετικές ρυθμίσεις, πολιτική βούληση, συναινέσεις και μετακινήσεις προσωπικού. Απομένει ως η μόνη εφαρμόσιμη λύση η διαχείριση των αποθεματικών των Ταμείων στο πλαίσιο Κεντρικού Φορέα διαχείρισης. Βεβαίως και η λύση αυτή έχει προβλήματα που δεν είναι όμως αξεπέραστα. Έτσι, θα προκύψει ένας επενδυτικός φορέας που θα διαχειρίζεται περί τα 30 δις ευρώ και θα είναι ο μεγαλύτερος θεσμικός επενδυτής στη χώρα. Στο πλαίσιο αυτό θα επιτυγχάνονται υψηλότερες αποδόσεις, θα διασφαλίζονται συνθήκες διαφάνειας και θα ελέγχεται ευκολότερα η πορεία των επενδύσεων των Ταμείων από τα Διοικητικά τους Συμβούλια.

Η συμμετοχή των Ταμείων στον Φορέα θα γίνεται με τη διαδικασία της έκδοσης μεριδίων αξίας ανάλογης με τα διαθέσιμα κάθε Ταμείου. Με βάση την αξία των μεριδίων θα προσδιορίζεται και η συμμετοχή των επιμέρους Ταμείων στα οικονομικά αποτελέσματα του Φορέα. Ο Φορέας θα διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο, που θα συγκροτείται από επιστήμονες με γνώσεις στο αντικείμενο, ενώ τη διαχείριση θα αναλαμβάνουν πιστοποιημένοι διαχειριστές κεφαλαίων, οι οποίοι θα επιλέγονται με ανοιχτές διαδικασίες και θα ελέγχονται από τον Φορέα με τη βοήθεια ορκωτών ελεγκτών. Ο Φορέας θα διαμορφώνει το πλαίσιο αναφορικά με τους στόχους απόδοσης των κεφαλαίων του, τον κίνδυνο διαχείρισης και τα επιτρεπόμενα επενδυτικά εργαλεία. Η διαχείριση των αποθεματικών θα γίνεται μέσα από τη σύσταση Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Κ.) διαφορετικής σύνθεσης (μετοχές, ομόλογα, τίτλοι εσωτερικού - εξωτερικού) και κατ' επέκταση διαφορετικού κινδύνου. Η σύσταση Α/Κ με μεγάλη συμμετοχή μετόχων αναμένεται να έχουν υψηλές αποδόσεις, έχουν όμως και υψηλότερο κίνδυνο, ο οποίος ωστόσο είναι διαχειρίσιμος.

Με τη συγκέντρωση των αποθεματικών των Ταμείων σε ένα λογαριασμό θα περιοριστούν τα έξοδα διαχείρισης του σημερινού κατακερματισμένου συστήματος και θα αυξηθεί η απόδοση των πόρων των Ταμείων, κάτω από συνθήκες ασφάλειας, διαφάνειας και αποτελεσματικότητας. Ακόμη είναι σημαντικό ν' αναφερθεί ότι σε παρόμοια με την προτεινόμενη εδώ λύση, αναφορικά με την αξιοποίηση της περιουσίας των Ταμείων, προσανατολίζεται και το Υπουργείο.

Μέχρι τώρα αναφερθήκαμε στη διαχείριση της κινητής περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Κάτι ανάλογο πρέπει να γίνει και για την αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας των Ταμείων, η οποία και μεγάλη είναι και αναξιοποίητη παραμένει. Δεν αποτελεί υπερβολή ο ισχυρισμός ότι ο χώρος αυτός αποτελεί «μνημείο» κατασπατάλησης δημόσιων πόρων. Τη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας θα μπορούσε να αναλάβει ο ίδιος φορέας. Στο πλαίσιο αυτό το κόστος διαχείρισης θα περιοριστεί αισθητά.

---



## ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ Ο ΡΟΛΟΣ ΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΣΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

ΘΕΟΔΩΡΟΥ ΡΟΥΠΑ,  
Δρ. Οικονομικών,  
Επιστημονικού Συνεργάτη Πανεπιστημίου Πατρών,  
Αν. Υπαλλήλου Ι.Κ.Α. - Ε.Τ.Α.Μ.

### Εισαγωγή

Η κοινωνική ασφάλιση παίζει καθοριστικό ρόλο στην οικονομία αφού επηρεάζει παράγοντες όπως το κόστος παραγωγής, την ανταγωνιστικότητα των εγχώριων προϊόντων, τις εξαγωγές, την απασχόληση, το ύψος των αποδοχών και το εισόδημα των εργαζομένων ανάλογα με το επίπεδο των εισφορών που επιβαρύνουν τον συντελεστή «εργασία» στη διαδικασία της παραγωγής. Τη τελευταία δεκαετία το μερίδιο των κοινωνικών δαπανών στο σύνολο των δημοσίων δαπανών παρουσιάζει σημαντική άνοδο. Στη κατηγορία αυτή των δαπανών θα μπορούσε να αποδοθεί ίσως ένα τμήμα της ευθύνης για την υπέρμετρη διόγκωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων. Είναι γνωστό ότι η διατήρηση των τελευταίων σε υψηλά επίπεδα συντηρεί υψηλό πληθωρισμό, απορροφά για καταναλωτικούς σκοπούς αποταμιευτικούς πόρους, αποθαρρύνει τις ιδιωτικές επενδύσεις και χειροτερεύει την εθνική κατανομή των πόρων.

Σήμερα η κοινωνική ασφάλιση κατηγορείται ότι επηρεάζει αρνητικά την ιδιωτική αποταμίευση άρα και την επένδυση που κατ' επέκταση εξασθενίζει το ρυθμό βελτίωσης της παραγωγικότητας και το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Τελευταία πολλά γράφονται για επαρκή αποταμιευτική πολιτική σε ένα οικονομικό σύστημα, που θα βοηθά την επένδυση του κεφαλαίου σε νέες δραστηριότητες ώστε να υπάρξει αύξηση της παραγωγής για την αντιμετώπιση της διεθνούς ανταγωνιστικότητας.

### Τύποι συνταξιοδοτικών συστημάτων

Η διαμάχη μεταξύ κεφαλαιοποιητικού και διανεμητικού συστήματος χρονολογείται αρκετές δεκαετίες, με την πλειονότητα των αναλυτών να συγκλίνουν στην άποψη ότι ένα συνταξιοδοτικό σύστημα δεν μπορεί να στηριχθεί αποκλειστικά και μόνο σε ένα εκ των δύο συστημάτων. Στην Ελλάδα εφαρμόζεται αποκλειστικά το διανεμητικό σύστημα.

#### Ανταποδοτικό (κεφαλαιοποιητικό) σύστημα

Στο σύστημα αυτό οι παροχές των δικαιούχων χρηματοδοτούνται μέσα από την κεφαλαιοποίηση των ασφαλιστικών εισφορών. Στα προγράμματα κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα, το ύψος της συνταξιοδοτικής παροχής εξαρτάται από το κεφάλαιο που κάθε ασφαλισμένος έχει συσσωρεύσει στον προσωπικό του λογαριασμό κατά το τέλος της εργάσιμης ζωής του και από τις αποδόσεις που έχουν επιτευχθεί (εισφορές + αποδόσεις). Σε πολλές χώρες λειτουργεί ως βασικό σύστημα της επικουρικής - επαγγελματικής ασφάλισης ή ως συμπληρωματικό υποσύστημα της κοινωνικής ασφάλισης. Αποκαλείται και Σύστημα Καθορισμένων Εισφορών: ο επενδυτικός κίνδυνος αναλαμβάνεται από το μέλος του φορέα. Οι παροχές συνδέονται άμεσα με την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Πλεονέκτημά του είναι η δημιουργία αποταμίευσης. Μειονέκτημα η αβεβαιότητα.

### Διαχρονικά διανεμητικό σύστημα

Στο σύστημα αυτό οι παροχές των συντάξεων χρηματοδοτούνται από τις εισφορές που καταβάλλουν οι εργαζόμενοι. Η παρούσα γενιά αναλαμβάνει τη συντήρηση και τη κοινωνική προστασία της γενιάς που αποχώρησε από την εργασία. Η επιτυχία και η αποδοτικότητα του αναδιανεμητικού συστήματος να εξασφαλίζει υψηλό ποσοστό απόδοσης στους ασφαλισμένους, στηρίζονται στην ευνοϊκή

εξέλιξη ορισμένων παραγόντων. Αν αυτή η προϋπόθεση διαταραχθεί, τότε προκύπτουν σοβαρά προβλήματα. Ο ρυθμός αύξησης του πληθυσμού, το ποσοστό ανεργίας, η παραγωγικότητα και η οικονομική ανάπτυξη πρέπει να έχουν θετική εξέλιξη. Το αποτέλεσμα κρίνεται από την αύξουσα τάση δύο κυρίως δεικτών: το ρυθμό αύξησης των ασφαλισμένων και το ποσοστό μεγέθυνσης του Α.Ε.Π. σε ετήσια βάση. Αποκαλείται και Σύστημα Καθορισμένων Παροχών: οι παροχές δεν εξαρτώνται από το ύψος και το μέγεθος των εισφορών. Πλεονέκτημά του είναι η κοινωνική αλληλεγγύη και η βεβαιότητα. Μειονέκτημα η κάλυψη των ελλειμμάτων από τον κρατικό προϋπολογισμό.

### Ο ρόλος των αποθεματικών στο αναδιανεμητικό σύστημα

Όλα τα προγράμματα συνταξιοδότησης ξεκίνησαν συσσωρεύοντας πλεονάσματα. Όμως με την πάροδο του χρόνου και καθώς άλλαξαν τα δημογραφικά δεδομένα, ωρίμασαν οι ασφαλιστικές προσδοκίες και επιβραδύνθηκαν οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης, τα διαθέσιμα των ταμείων εξαντλήθηκαν και τα πλεονάσματα μετατράπηκαν σε ελλείμματα.

Πέρα όμως από την κάλυψη εκτάκτων και απρόβλεπτων αναγκών, τα κεφάλαια αυτά προέρχονται από εισφορές εργαζομένων και εργοδοτών και έχουν στόχο να χρησιμοποιηθούν στην πορεία της ασφαλιστικής περιόδου των ασφαλισμένων, είτε ως παροχές σε είδος και σε χρήμα, είτε ως συντάξεις στη συνταξιοδοτική περίοδο. Με άλλα λόγια τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων είναι ένα αναβαλλόμενο καταναλωτικό κεφάλαιο που θα χρησιμοποιηθεί στο μέλλον, στη διάρκεια ζωής του ασφαλισμένου και πολλές φορές και μετά από αυτή.

Πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι οι ασφαλιστικοί οργανισμοί όπως και κάθε οικονομική μονάδα, υπόκεινται σε κινδύνους νομισματικής αστάθειας, οι δε εκροές τους αυξάνονται διαχρονικά και το ελάχιστο που πρέπει να ληφθεί υπ' όψη είναι η διατήρηση της αγοραστικής ικανότητας του μεταβαλλόμενου αυτού καταναλωτικού κεφαλαίου για οποιαδήποτε μελλοντική χρήση ή διακύμανση της οικονομικής ισορροπίας.

Από την άλλη πλευρά, εάν διερευνηθεί η οικονομική λειτουργία του συστήματος γίνεται κατανοητό ότι αναλαμβάνει τον κίνδυνο μιας μελλοντικής αβεβαιότητας, διότι από ένα ποσό αβέβαιων (εισπρακτικά) εισφορών, επιδιώκεται να πληρωθούν προκαθορισμένες παροχές που ούτε λίγο ούτε πολύ πρέπει να έχουν κάποια αγοραστική ικανότητα. Ο βαθμός του κινδύνου εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, οικονομικούς, δημογραφικούς, τεχνολογικούς, διεθνείς. «Αν το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης αναλαμβάνει να παίξει το ρόλο του κοινωνικού καταμεριστή κινδύνων, θα πρέπει να προφυλάξει την ακεραιότητά του να διαθέτει κεφάλαιο, ώστε να μπορεί να απορροφά για κάποια διαστήματα τις αρνητικές πραγματοποιήσεις»<sup>1</sup>. Η μακροχρόνια βιωσιμότητα του συστήματος εξαρτάται, από την ικανότητα να συλλέγει πόρους σε χρόνους και σε έκταση ικανή για την εξυπηρέτηση των υποχρεώσεών του. Στις περισσότερες χώρες η εισροή πόρων περιλαμβάνει δύο βασικές μορφές: τις εισφορές των εργαζομένων και των εργοδοτών και τις επιδοτήσεις του κράτους προς το σύστημα κοινωνικής ασφάλισης. Υπάρχει επίσης και μία κατηγορία «λοιπών εσόδων» η οποία πρέπει τουλάχιστον εν μέρει να περιλαμβάνει έσοδα από την αξιοποίηση της περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών.

Η λογική των αναδιανεμητικών συστημάτων δεν περιλαμβάνει κεφαλαιακές αξίες διότι υποθέτει γενικά ότι αντί κεφαλαίου, στήριγμα του συστήματος είναι (σιωπηρά) το κράτος και η γενική φορολογική εξουσία επί της κοινωνίας. Περιττό βέβαια να τονισθεί, όπως άλλωστε δείχνει ξεκάθαρα η ελληνική εμπειρία, ότι σε περιόδους διαρθρωτικών ελλειμμάτων του δημοσίου και περιορισμών στη φορολογική ικανότητά του, το στήριγμα αυτό αποδεικνύεται ανεπαρκέστατο ως κεφαλαιακό στοιχείο και δεν μπορεί να λειτουργήσει ως υποκατάστατο μίας υλικής και διαχειρίσιμης κεφαλαιακής μάζας.

1. *Θωμαδάκης Σ.*, 1995.

Έχει ήδη επισημανθεί ότι το αναδιανεμητικό σύστημα δεν στηρίζεται στην αρχή της κεφαλαιακής αποθεματοποίησης. Έχει ισχυρό μειονέκτημα ότι δεν προσδίδει κίνητρα για μία πολιτική συσσώρευσης. Αποτέλεσμα είναι ότι όταν τα συστήματα αυτά είναι πλεονασματικά δημιουργούν πιέσεις και κίνητρα για επέκταση των παροχών και όταν παρουσιάζουν ελλείμματα αναπόφευκτα περικόπτονται οι παροχές. Αυτό ακριβώς συμβαίνει και στο ελληνικό ασφαλιστικό σύστημα, δηλαδή υπάρχει στη λειτουργία του μια αντίφαση. Από τη μια πρέπει να συγκροτήσει ένα ισχυρό κράτος πρόνοιας που θα δίδει ανεκτές συντάξεις και θα χρειάζεται συνεχώς πρόσθετους πόρους. Από την άλλη οι πρόσθετοι πόροι, δηλαδή οι ασφαλιστικές εισφορές περιορίζονται εξαιτίας των δημογραφικών, της ανεργίας, του κόστους παραγωγής (ανταγωνιστικότητας). Η αδυναμία του φορολογικού συστήματος να εξεύρει πρόσθετα έσοδα για να χρηματοδοτήσει τα ασφαλιστικά ταμεία είναι πλέον δεδομένη. Οι ανάγκες της Ελληνικής οικονομίας είναι τόσο μεγάλες που αντί οι επιχορηγήσεις προς τους ασφαλιστικούς οργανισμούς να αυξάνουν, διαρκώς μειώνονται.

### Ιστορική αποτίμηση του κόστους ευκαιρίας των αποθεματικών

Στη μελέτη αυτή επιχειρείται η μέτρηση του κόστους ευκαιρίας που είχαν τα ασφαλιστικά ταμεία στο διάστημα των τελευταίων σαράντα ετών στην ελληνική χρηματαγορά και της τελευταίας δεκαετίας στην κεφαλαιαγορά. Από το 1950 και έως το 1973 τα αποθεματικά κατετίθεντο υποχρεωτικά στην Τράπεζα της Ελλάδος βάσει του Ν. 1611/50 με επιτόκιο 4%, κατά πολύ μικρότερο από τον πληθωρισμό. Το κράτος τα αξιοποιούσε ενισχύοντας άμεσα τομείς όπως η γεωργία και η εργατική κατοικία, αλλά και έμμεσα εφόσον το Δημόσιο δάνειζε με κεφάλαια χαμηλού ή μηδενικού κόστους ολόκληρη την οικονομική δραστηριότητα της χώρας. Ουσιαστικά τα ταμεία και τα αποθεματικά τους βάσει νόμων ήταν (και παραμένουν) τμήμα του κρατικού προϋπολογισμού είτε προς όφελός τους, εφόσον το Δημόσιο καλύπτει πάντα όλα τα διαχειριστικά τους ελλείμματα, είτε εις βάρος τους, εφόσον εκμεταλλεύεται τους συσσωρευμένους πόρους τους. Βαθμιαία έγιναν μια σειρά από δευτερεύουσες αλλαγές στο τρόπο διαχείρισης και κατόρθωσαν την εξασφάλιση πράγματι υψηλού επιτοκίου. Όμως, παρά τη βελτίωση της απόδοσής τους η λογική του ελέγχου δεν μετακινήθηκε.

Εξετάζοντας μια χρονολογική σειρά 42 ετών, από το 1950 έως το 1991 παρατηρείται απόκλιση αποδόσεων των επενδεδυμένων κεφαλαίων, γεγονός που επηρέασε τη δομή, τη λειτουργία και τη προοπτική των ασφαλιστικών φορέων και ταυτόχρονα αλλοίωσε τα χαρακτηριστικά τους σε σχέση με τα αρχικά τους γνωρίσματα.

Τα επιτόκια των αναγκαστικών καταθέσεων στην Τ.Ε. είχαν μέση τιμή στο προηγούμενο διάστημα 7,06%, τα επιτόκια καταθέσεων ταμειυτηρίου 9,12% και τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων 12μηνης διάρκειας 11,00%. Χωρίς να εκτιμηθεί μια εναλλακτική επένδυση στο διάστημα αυτό στη κεφαλαιαγορά, τα επιτόκια καταθέσεων ταμειυτηρίου ήταν κατά 29,17% υψηλότερα και τα επιτόκια προθεσμιακών καταθέσεων κατά 55,80% υψηλότερα από τα επιτόκια των δεσμευμένων καταθέσεων του Ν. 1611/50.

Στον **Πίνακα 1** παρουσιάζονται τα υπόλοιπα των λογαριασμών από κάθε κατηγορία τοποθέτησης στην Τράπεζα Ελλάδος στη βάση κάθε ημερολογιακού έτους. Αρχικά οι τοποθετήσεις ήταν μόνο σε υποχρεωτικές καταθέσεις του Ν. 1611/50 και σε άτοκες καταθέσεις όψεως. Από το 1963 και σε πολύ μικρά ποσά υπήρξαν καταθέσεις σε Ε.Γ.Ε.Δ. και από το 1986 σε ομόλογα. Ο όγκος όμως των επενδεδυμένων ποσών σε διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια ουσιαστικά ξεκίνησε από το 1990 και μετά. Χαρακτηριστικό στοιχείο του Πίνακα είναι η μικρή αξία των συνολικών κεφαλαίων έως και τα πρώτα έτη της δεκαετίας του '80, όπου η περαιτέρω αύξηση πραγματοποιήθηκε με γεωμετρική πρόοδο σε σύγκριση με την προηγούμενη τριαντακονταετία.

Στο **Διάγραμμα 1** παρουσιάζονται για λόγους σύγκρισης του μεγέθους των αποθεματικών συνολικά στοιχεία (καταθέσεις, χρεόγραφα, συνολικά αποθεματικά), από τρεις διαφορετικές πηγές: Κοι-

νωνικός Προϋπολογισμός, Τ.Τ.Ε. και Ε.Σ.Υ.Ε. Στα στοιχεία του Κοινωνικού προϋπολογισμού που ξεκινούν από το 1970 συναντάται μια πιο λεπτομερής παρουσίαση της διάρθρωσης των αποθεματικών η οποία όμως περιορίζεται στη δεκαετία του '90. Χαρακτηριστικό σημείο είναι η απεικόνιση των μετοχών που λαμβάνει χώρα όμως μόνο τη τελευταία 10ετία. Οι αξίες τους είναι μικρότερες από εκείνες της Τ.Τ.Ε., διότι περιλαμβάνονται ασφαλιστικά ταμεία που ανήκουν μόνο στο Υπουργείο Εργασίας και παραλείπονται φορείς από άλλα Υπουργεία. Στα στοιχεία της Ε.Σ.Υ.Ε. που ξεκινούν από το 1963 συναντάται σε πολλά έτη μια πιο συνοπτική εικόνα (ανάλυση χρεογράφων) και σε άλλα πιο αναλυτική (έσοδα, έξοδα και συγκεκριμένα ποσά αποθεματικών που επενδύονται κάθε έτος). Τα στοιχεία της Τ.Τ.Ε. που ξεκινούν από το 1950 (που επιλέχθηκαν τελικά μεταξύ των τριών πηγών για επεξεργασία) είναι πλήρη χρονικά, για μια πενήκονταετία, μεγαλύτερα ως μεγέθη σε σχέση με τις άλλες πηγές, με μοναδική ιδιαιτερότητα ότι δεν εμπεριέχουν στο σύνολό τους τις αξίες των χρεογράφων που προέρχονται από μετοχές (συμπληρώθηκαν όμως από τα στοιχεία του Κοιν. Προϋπ.).

Στο **Διάγραμμα 2** παρατηρείται ότι οι καταθέσεις (διαθέσιμα ως καταθέσεις όψεως) στη χρονική περίοδο 1975-1987 αποτελούν τη κύρια μορφή επένδυσης, με διακύμανση από 59% έως 85% το 1984, ενώ από το 1988 η πρακτική αυτή αντιστρέφεται και τα χρεόγραφα αποκτούν ιδιαίτερη βαρύτητα. Η επενδυτική πολιτική για τα ασφαλιστικά ταμεία στο τέλος της δεκαετίας του '80 αλλά και η αγορά με νέες θεσμικές παρεμβάσεις άρχισε να λειτουργεί σε διαφορετικό πλαίσιο (από το 1987 τα επιτόκια προθεσμίας και το 1993 τα επιτόκια ταμειυτηρίου καθορίζονται ελεύθερα από τις τράπεζες).

Ένα άλλο στοιχείο είναι ότι το ποσοστό της συνολικής ετήσιας αξίας των αποθεματικών σε συνάρτηση με το Α.Ε.Π. για τη περίοδο 1975-2000 κυμάνθηκε μεταξύ 3% και 9%, με μοναδική εξαίρεση την τελευταία τριετία 1997-2000 (λόγω αύξησης του ποσοστού που επενδύθηκε σε μετοχικούς τίτλους) και αποτελεί το μικρότερο ποσοστό ίσως συγκρινόμενο με άλλες ανεπτυγμένες χώρες (**Πίνακας 2, Διάγραμμα 2, Κοιν. Προϋπ.**).

Όσον αφορά τις αποδόσεις των επιτοκίων καταθέσεων σε λογαριασμό ταμειυτηρίου και τις προθεσμιακές καταθέσεις παρουσιάζονται στο **Διάγραμμα 3** για ολόκληρη τη πεντακονταετία<sup>2</sup>. Ένας σημαντικός θεσμός για την εθνική αποταμίευση. Προτιμήθηκε από μικρούς καταθέτες αλλά και από θεσμικούς επενδυτές όπως τα ασφαλιστικά ταμεία που στηρίχθηκαν σε αυτόν το θεσμό για δεκαετίες. Την 20ετία 1973-1991, οι πραγματικές αποδόσεις των καταθέσεων ταμειυτηρίου, αλλά και όλων των άλλων καταθετικών λογαριασμών, ήταν συνεχώς αρνητικές (έως και 18% το 1974). Την ίδια περίοδο η Ελλάδα αποτελούσε τη μοναδική χώρα στην Ε.Ε. και στον Ο.Ο.Σ.Α. που είχε αρνητικά πραγματικά επιτόκια καταθέσεων. Οι αρνητικές αποδόσεις των καταθέσεων είχαν σημαντικές συνέπειες όπως, η απομείωση του κεφαλαίου, η αποδυνάμωση της αποταμίευσης μέσω του τραπεζικού συστήματος, η ροπή προς κατανάλωση με συνέπεια την πίεση επί του πληθωρισμού κ.λπ.

Στο **Διάγραμμα 4** καταγράφεται η διαφορά μεταξύ μέσου επιτοκίου επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Τ.Ε.<sup>3</sup> και μέσου επιτοκίου αγοράς σταθερών αποδόσεων<sup>4</sup> (η απόκλιση αυτή αξιοποιείται για υπολογισμούς του συνολικού κόστους ευκαιρίας των αποθεματικών). Στον **Πίνακα 3** παρουσιάζονται οι ετήσιες αποδόσεις διαφόρων σεναρίων επένδυσης. Στα σεναρία διαχείρισης υπολογίζεται η απόδοση του κάθε έτους. Αυτό που ενδιαφέρει στη προκειμένη περίπτωση είναι η μέση ετήσια ποσοστιαία απόδοση του σεναρίου διαχείρισης που εφαρμόστηκε από την Τ.Τ.Ε. και το μέσο επιτόκιο της αγοράς (από χρεόγραφα σταθερής απόδοσης) αφαιρώντας τη μεταβολή του Δ.Τ.Κ. Με τα στοιχεία αυτά μπορούν να γίνουν διάφορες συγκρίσεις για να διαπιστωθεί τι επετεύχθη και τι θα μπορούσε να

2. Στα πραγματικά επιτόκια καταθέσεων ταμειυτηρίου και προθεσμιακών καταθέσεων από το 1991 και εντεύθεν εκτός από την αφαίρεση του πληθωρισμού αφαιρούνται και οι επίβληθέντες φόροι επί των τόκων.

3. Η μέση τιμή των επιτοκίων των επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Ε. υπολογίζεται από το μέσο σταθμικό επιτόκιο του Ν. 1611/50, των καταθέσεων όψεως, των εντόκων γραμματίων και των ομολόγων σε ετήσια βάση.

4. Μέση τιμή Ε.Γ.Ε.Δ. 12μηνα, προθεσμιακές καταθέσεις 12μηνες και 3ετή Ομόλογα.

επιτευχθεί με κάποιο εναλλακτικό σενάριο διαχείρισης.

Τέλος, σε μια παράλληλη παρουσίαση όλων των επιτοκίων αποτυπώνεται και η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του Δείκτη Τιμών του Χ.Α.Α. 1954-2000 (**Διάγραμμα 5**).

Η επενδυτική πολιτική που υιοθετήθηκε για τα αποθεματικά των ταμείων δεν επιδέχεται κριτικής μόνο στις υποχρεωτικές καταθέσεις του Ν. 1611/50<sup>5</sup>. Οι άτοκες βραχυπρόθεσμες καταθέσεις στις εμπορικές τράπεζες, οι βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις σε Ε.Γ.Ε.Δ. (κυρίως 3μηνιας διάρκειας) και ομόλογα (κυρίως 2ετούς διάρκειας) στοιχειοθετούν ένα μέσο επιτόκιο πολύ κατώτερο του τρέχοντος πληθωρισμού σε μεγάλα χρονικά διαστήματα από το 1950 έως το 2000.

Η πρώτη περίοδος των αρνητικών αποδόσεων ήταν μεταξύ 1950 και 1956. Τη περίοδο αυτή οι πραγματικές απώλειες δεν ήταν πολύ μεγάλες διότι η διαφορά με τον τρέχοντα πληθωρισμό ήταν μικρή. Οι μεγαλύτερες απώλειες των ταμείων πραγματοποιήθηκαν την περίοδο 1972-1991 όταν ο πληθωρισμός αυξήθηκε (και ξεπέρασε) το επίπεδο του 20%. Θετική απόδοση παρουσιάζεται μόνο το διάστημα 1988-89 και από το 1992 και εντεύθεν (**Διάγραμμα 6**).

Στον **Πίνακα 4** επιχειρείται ο υπολογισμός του συνολικού κόστους ευκαιρίας των αποθεματικών χρησιμοποιώντας τη διαφορά μεταξύ μέσου επιτοκίου επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Ε. και μέσου επιτοκίου αγοράς (σταθερών αποδόσεων) ως «επιτόκιο ευκαιρίας». Η διαχρονική διαφορά των επιτοκίων (μόνο το έτος 1997, όπου συμπτωματικά η ετήσια εισροή αποθεματικών ήταν αρνητική<sup>6</sup>, οι αποδόσεις της Τ.Ε. ήταν μεγαλύτερες κατά 0.22%) υιοθετείται ως επιτόκιο ετήσιας απόδοσης και η ετήσια εισροή αποθεματικών, ως κεφάλαιο προς επένδυση. Με άλλα λόγια υπάρχει δεδομένο νέο ποσό κεφαλαίου κάθε έτος και δεδομένο «επιτόκιο ευκαιρίας» που μπορεί να επενδυθεί. Το κεφάλαιο αυτό ανατοκίζόμενο με το κάθε ετήσιο επιτόκιο για διάστημα 50 ετών δίνει το συνολικό κόστος ευκαιρίας όλων των αποθεματικών κεφαλαίων που επενδύθηκαν στην Τ.Ε. Το 2000 η απώλεια από την επενδυτική πολιτική της τελευταίας πεντακονταετίας προσέγγισε το 2.520,7 τρισ. δρχ. σε τρέχουσες τιμές.

Ωστόσο, αν εξαιρεθεί το διάστημα 1950-1990 (χρονικό διάστημα το οποίο η αγορά χρήματος και κεφαλαίου ήταν πολύ διαφορετική από τη σημερινή), η χαμένη δεκαετία μπορεί να θεωρηθεί η περίοδος 1990-2000, καθώς σε μια περίοδο με υψηλά επιτόκια και μεγάλες μετοχικές αποδόσεις, οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης κατάφεραν να επιτύχουν πραγματικές μέσες αποδόσεις (αφαιρώντας τον πληθωρισμό από το μέσο επιτόκιο επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Ε.) της τάξης του 2,28%. Σύμφωνα με τα διεθνή δεδομένα οι μεγάλοι οργανισμοί (θεσμικοί επενδυτές) σε περιόδους θετικής χρηματιστηριακής εμπειρίας και ανοδικού οικονομικού κύκλου, πρέπει να επιτυγχάνουν αποδόσεις τριπλάσιες από τις αποδόσεις των εντόκων γραμματίων. Η μέση πραγματική απόδοση των Ε.Γ.Ε.Δ. (αφαιρώντας τον πληθωρισμό και τον φόρο 10%) διάρκειας ενός έτους από το 1990 έως το 1999 προσέγγισε το 3,98%, σχεδόν διπλάσια της απόδοσης των ταμείων που αντιστοιχεί σε απώλεια 2,01 τρισ. δρχ. Αντίστοιχα, η μέση καθαρή απόδοση των δεκαετών ομολόγων από το 1997 έως το 2000 πλησίασε το 7%, ενώ οι αποδόσεις των ταμείων στο ίδιο διάστημα περιορίστηκαν στο 3,59% που αντιστοιχεί σε απώλεια 638,44 δισ. δρχ.

Τελευταία υπήρξε μεγάλη κριτική για τα ποσά που τοποθέτησαν οι ασφαλιστικοί φορείς στη χρηματιστηριακή αγορά. Το επιχείρημα αυτό ενδυναμώθηκε με τη μείωση της αξίας των μετοχών σε ποσοστό 25,96% από το 1999 στο 2000 **Πίνακας 5**. Η χρηματιστηριακή εμπειρία όμως των ταμείων τη πενταετία 1995-2000 ήταν επικερδής. Δεν ήταν βέβαια στο βαθμό που προσδοκούσαν οι διοική-

5. Ο Ν. 1611/50 καταργήθηκε με τον Ν. 2216/94 και έκτοτε τα διαθέσιμα των ταμείων στην Τ.Ε. τοποθετούνται επί το πλείστον σε χρεόγραφα του Δημοσίου με αντίστοιχες αποδόσεις ή όσα εξ αυτών παραμένουν στο λογαριασμό αυτό τοκίζονται με τα κοινά επιτόκια των εμπορικών τραπεζών (επιτόκια καταθέσεων).

6. Τα ασφαλιστικά ταμεία το έτος αυτό χρησιμοποίησαν μέρος των αποθεματικών για εξόφληση των υποχρεώσεών τους.

σεις των ασφαλιστικών οργανισμών, αλλά σε ένα επίπεδο σαφώς υψηλότερο από τις αποδόσεις που θα μπορούσαν να αποκομίσουν για τα ίδια ποσά από τοποθετήσεις σε ομόλογα ή καταθέσεις. Η συγκυρία αυτή οδήγησε το 2000 σε ρευστοποίηση μέρους των μετοχών, των αμοιβαίων κεφαλαίων και των εντόκων γραμματίων που κατείχαν προκειμένου να τοποθετηθούν σε ομόλογα διετούς, τριετούς και δεκαετούς διάρκειας. Είναι ενδεικτικό ότι η αξία των ομολόγων από τα 340,8 δισ. δρχ. το 1996 πλησίασε τα 4.230,5 τρισ. δρχ. το 2000. Το αντίστοιχο διάστημα τα ΕΓΕΔ από 2.782,3 τρισ. δρχ. μειώθηκαν σε 988,0 δισ. δρχ. (Πίνακας 1).

### Το πιθανό κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών στην ελληνική κεφαλαιαγορά

Ο Πίνακας 6 παρουσιάζει τις ετήσιες αποδόσεις των επιμέρους δεικτών που χρησιμοποιούνται ως δείγμα κατά την περίοδο 1989-2000<sup>7</sup>, με την παραδοχή της «αγοράς και διακράτησης» (buy-and-hold) στρατηγικής (ποσοστιαία διαφορά της τιμής ανοίγματος του έτους με τη τιμή κλεισίματος του ίδιου έτους). Στον ίδιο Πίνακα παρουσιάζονται επίσης τα επιτόκια ενός 12μηνου κρατικού χρεογράφου (έντοκα γραμμάτια) και ο ρυθμός του πληθωρισμού για την αντίστοιχη περίοδο.

Ο Πίνακας 7 παρουσιάζει την συνολική απόδοση και τη συνολική πραγματική απόδοση του ΧΑΑ και των επιμέρους δεικτών για το χρονικό διάστημα 1989-2000 (επίσης Διάγραμμα 7). Παρατηρείται ότι η πραγματική συνολική απόδοση (αποπληθωρισμένη) του χαρτοφυλακίου της αγοράς κατά την περίοδο 1989-2000 είναι 153,48% αντί 639,74%. Αντίστοιχα ότι η πραγματική συνολική απόδοση του δείκτη των τραπεζικών μετοχών είναι 431,87%, των βιομηχανικών 63,99% κ.ο.κ. Είναι γεγονός ότι χρησιμοποιώντας πραγματικές αποδόσεις και πραγματικά επιτόκια οι υπολογισμοί θα δώσουν μια εικόνα πιο ειλικρινή και πιο κοντά στην πραγματικότητα.

Για να υπολογισθεί το κόστος ευκαιρίας της μη επένδυσης των αποθεματικών στην κεφαλαιαγορά, τουλάχιστον τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, εξετάζονται διάφορα σενάρια επένδυσης (Πίνακες 8 & 9). Με άλλα λόγια δημιουργούνται υποθετικά χαρτοφυλάκια (μεταβάλλοντας το ποσοστό του κεφαλαίου που επενδύεται σε κάθε χαρτοφυλάκιο) με πραγματικές αποδόσεις για τη χρονική περίοδο 1989-2000. Τα χαρτοφυλάκια αυτά (ποσοστά επένδυσης μεταξύ δεικτών χρηματιστηρίου, τραπεζών και εντόκων γραμματίων) μπορούν να συγκριθούν με τις αντίστοιχες αποδόσεις των τοποθετήσεων που πραγματοποιήθηκαν το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, για να αναδειχθεί το μέγεθος της απώλειας από τη πολιτική που εφαρμόστηκε στο ζήτημα των αποθεματικών. Εάν είχε υιοθετηθεί ένα ρεαλιστικό και πολύ συντηρητικό σενάριο όπου προέβλεπε, 90% των αποθεματικών να τοποθετηθούν σε 12μηνα Ε.Γ.Ε.Δ. και 10% στο δείκτη του ΧΑΑ, θα προέκυπτε συνολική ωφέλεια το διάστημα 1989-2000 της τάξης των 2,6 τρισ. δρχ. Η λύση βέβαια δεν θα ήταν τόσο απλή, αν οι εφαρμογές αυτές υιοθετηθούν την δεκαετία (2000-2010), όπου η κεφαλαιαγορά έχει εντελώς διαφορετικά γνωρίσματα.

### Το διάστημα πριν την ένταξη στην Ο.Ν.Ε. (1997-2001)

Με το ισχύον καθεστώς, από τα δύο είδη λογαριασμών αποθεματικών, αυτός της ταμειακής διαχείρισης (όψεως) μπορεί να τηρηθεί σε οποιαδήποτε τράπεζα. Ο λογαριασμός όμως διαθεσίμων τηρείται υποχρεωτικά στην Τ.Τ.Ε. Το 20% αυτού μπορεί να το διαχειρίζεται το ίδιο το ασφαλιστικό ταμείο και το 80% παραμένει στην Τ.Τ.Ε. όπου το επενδύει εν είδει αμοιβαίου κεφαλαίου σταθερής απόδοσης. Επιπρόσθετα, κάποιο ταμείο μπορεί να ζητήσει διαχείριση διαθεσίμων άνω του 20%.

---

7. Η περίοδος 1989-2000 έχει επιλεγεί για δύο κυρίως λόγους. Ο πρώτος λόγος είναι ότι πριν το 1989 το Χ.Α.Α. υπέφερε από σοβαρά προβλήματα ρευστότητας (μικρός όγκος συναλλαγών) και ελάχιστοι θεσμικοί επενδυτές συμμετείχαν στην αγορά. Επίσης διεθνείς βάσεις δεδομένων (Datastream), τις οποίες χρησιμοποιούν διεθνείς θεσμικοί επενδυτές, αρχίζουν να διαθέτουν τα πρώτα πλήρη στοιχεία από το 1989 και μετά. Δεύτερον, το νομικό πλαίσιο έκανε δυνατή την ομαλή συμμετοχή θεσμικών επενδύσεων στο Χ.Α.Α. από τα τέλη της προηγούμενης δεκαετίας και εντεύθεν.

Τα ανωτέρω συνιστούν μεγάλη βελτίωση έναντι του προηγούμενου καθεστώτος, όταν τα αποθεματικά διετίθεντο αποκλειστικά σε έντοκα ή βραχυπρόθεσμους γενικά τίτλους μικρής απόδοσης, αλλά απέχουν πολύ από το επιθυμητό. Ουσιαστικά η Τράπεζα της Ελλάδος έχει συστήσει «Κοινό Ταμείο» όλων των αποθεματικών και τα επενδύει σε χρηματοοικονομικά προϊόντα με την υψηλότερη δυνατή απόδοση, πάντα με βάση τον ισχύοντα νόμο.

Στην Τράπεζα της Ελλάδος υποστηρίζουν ότι σύμφωνα με το Ν. 2469/97 όπου δημιουργήθηκε το «Κοινό Κεφάλαιο» των αποθεματικών, η στρατηγική της δικής τους διαχείρισης είναι ορθολογικότερη από αυτή των ταμείων. Από τα 1,8 τρισ. δραχμές που διαχειρίζονται τα ταμεία, 1,3 τρισ. είναι σε έντοκα και 0,5 τρισ. σε ομόλογα. Αντίθετα, από τα 1,6 τρισ. που διαχειρίζεται το «Κοινό Ταμείο» 1,1 τρισ. είναι σε ομόλογα και 0,45 τρισ. σε έντοκα. Είναι φανερό ότι τα ταμεία ήθελαν να έχουν ρευστά διαθέσιμα (προτίμηση σε έντοκα μικρής διάρκειας), έχοντας όμως ταυτόχρονα μεγάλες χρηματικές απώλειες.

Από την άλλη πλευρά είναι γνωστό βέβαια ότι τα ομόλογα όπως ισχύει διεθνώς, μειώνουν ισόποσα το δημόσιο χρέος. Για κάθε ομόλογο που ρευστοποιείται και γίνεται μετοχή, κατά το ίδιο ποσό αυξάνεται το δημόσιο χρέος. Επίσης, για κάθε ποσό που απελευθερώνεται η τοποθέτησή του από την Τράπεζα της Ελλάδος και επενδύεται στην αγορά μπορεί να αυξήσει τη ρευστότητα, άρα να πιέσει τις τιμές.

Ενδεικτικό είναι ότι στο τέλος του 1996, σύμφωνα με στοιχεία της Τ.τ.Ε., τα διαθέσιμα των ταμείων ήταν 3,5 τρισ. δραχμές εκ των οποίων τα 2,8 τρισ. δραχμές ήταν τοποθετημένα σε χαμηλότοκα Ε.Γ.Ε.Δ. (Πίνακας 1). Αν όμως αυτά τα κεφάλαια είχαν τοποθετηθεί σε 7ετή Ο.Ε.Δ., τα ταμεία θα κέρδιζαν το επιπλέον<sup>8</sup> 2% που δίδει το κράτος και μάλιστα ανατοκίζόμενο. Σύμφωνα με υπολογισμούς εξαιτίας αυτής της αναποτελεσματικής επένδυσης, τα ταμεία είχαν διαφυγόντα κέρδη της τάξης του 18% στη διάρκεια μιας 7ετίας. Με άλλα λόγια, υπήρξαν απώλειες 500 δισ. δρχ. επειδή δεν μετέτρεψαν τα Ε.Γ.Ε.Δ. σε Ο.Ε.Δ.

Οι αποδόσεις αυτές χάθηκαν για τα ασφαλιστικά ταμεία, είτε από την πολιτική του Υπουργείου Οικονομικών (ο Ν. 2216/94 καθορίζει την επιλογή των τίτλων όπου επενδύονται τα κεφάλαια ταμειακής διαχείρισης των ασφαλιστικών ταμείων που βρίσκονται στην Τράπεζα της Ελλάδος), είτε από τη σύγχυση για τα επιτρεπόμενα επενδυτικά όρια του θεσμικού πλαισίου, είτε από άγνοια των ταμείων του άρθρου 13 του Ν. 1902/90.

Το Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας θα έπρεπε να ενδιαφέρεται για τη μετακύλιση του δημοσίου χρέους σε πολυετή ομόλογα, στη συγκεκριμένη χρονική συγκυρία. Με την τακτική αυτή, επωμίζεται ένα επιπλέον βάρος που απορρέει από τις ετήσιες εκταμιεύσεις για τα έντοκα γραμμάτια των ταμείων, σε αντίθεση με τα ετήσια τοκοχρεολύσια των ομολόγων που είναι μικρότερης αξίας. Δεν υπάρχει λογικό επιχείρημα για τη μέχρι τώρα πρακτική. Εκτός εάν υπάρχει πρόθεση λογιστικών ρυθμίσεων για τις επενδύσεις των ταμείων, έτσι ώστε χρησιμοποιώντας τη σταδιακή μετατροπή των εντόκων σε ομόλογα να επιτευχθούν οι στόχοι της Ο.Ν.Ε. στο διάστημα 1998-2001 και ειδικότερα η μείωση του ετησίου ελλείμματος του προϋπολογισμού (στόχος το 3%). Επισημαίνεται ότι τα κεφάλαια που βρίσκονται υπό διαχείριση από την Τράπεζα της Ελλάδος δεν αφορούν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις των ταμείων (ρευστότητα), αλλά αποτελούν στην ουσία μέρος των μακροχρόνιων τοποθετήσεών τους.

Επιπρόσθετα, ελάχιστα ταμεία αξιοποίησαν τη δυνατότητα που τους δίνει το άρθρο 49 του Ν. 1969/91 για τοποθετήσεις έως 12% των διαθεσίμων τους σε Αμοιβαία Κεφάλαια<sup>9</sup>. Στην 5ετία όμως 1992-97 τα Αμοιβαία Κεφάλαια Εισοδήματος και Διαχείρισης Διαθεσίμων είχαν αποδόσεις 2 έως 6 ποσοστιαίες μονάδες (κατά μέσο όρο) μεγαλύτερες από την απόδοση των Ε.Γ.Ε.Δ. Σημειώνεται ότι

8. Επιπλέον κέρδος από αφορολόγητες αποδόσεις έως και το 2003 καθώς και υψηλά περιθώρια ετησίων επιτοκίων μεγαλύτερα από εκείνα των Ε.Γ.Ε.Δ. (έως και 2,2%).

9. 12 χρόνια μετά την ισχύ του Νόμου ιδρύθηκε η Α.Ε.Δ.Α.Κ. του Ι.Κ.Α.

η αύξηση της απόδοσης κατά 1% συνεπάγεται πρόσθετα κέρδη περί τα 40 δισ. δρχ. για τα ασφαλιστικά ταμεία.

Στην περίοδο 1997-2001 τα διαθέσιμα των ασφαλιστικών ταμείων μαζί με τα διαθέσιμα άλλων κρατικών οργανισμών, όπως το Ταμείο Παρακαταθηκών & Δανείων, τα Πανεπιστήμια κ.λπ. τοποθετούντο στον «Κοινό Λογαριασμό Ν.Π.Δ.Δ. & Ασφαλιστικών Ταμείων» που είχε συσταθεί στην Τ.Τ.Ε. Ο λογαριασμός αυτός είχε κεφάλαιο άνω των 2 τρισ. δρχ. που επενδύεται σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου είτε απευθείας από την Τ.Τ.Ε. είτε μέσω της δευτερογενούς αγοράς. Στην πραγματικότητα το σύστημα λειτουργεί ως ένα άτυπο αμοιβαίο κεφάλαιο που διαθέτει μόνον τίτλους του Δημοσίου. Κάθε ασφαλιστικός οργανισμός έχει μερίδια στο κεφάλαιο αυτό ανάλογα με τα διαθέσιμά του. Σε τακτά χρονικά διαστήματα αποσύρει από το κοινό λογαριασμό τα κεφάλαια που απαιτούνται για να καλύψει τις υποχρεώσεις του. Οι διαχειριστές του λογαριασμού πωλούν αντίστοιχα στην δευτερογενή αγορά κάποιους τίτλους και επιστρέφουν στον ασφαλιστικό φορέα τα χρήματα που χρειάζεται.

Το κεφάλαιο των ασφαλιστικών οργανισμών τη χρονική αυτή περίοδο και η διαχείρισή του στο πλαίσιο των επιτρεπόμενων επιλογών φαίνεται ορθολογική. Ωστόσο στο σύστημα αυτό, έτσι όπως λειτουργήσε, δεν συμμετείχαν δύο σημαντικοί παράγοντες. Πρώτον, οι διοικήσεις των ασφαλιστικών ταμείων ώστε να επιδιώκουν ενεργητικότερη διαχείριση των κεφαλαίων τους και δευτερευόντως οι μεγάλες εμπορικές τράπεζες που θα ήθελαν να λαμβάνουν μέρος στη διαχείριση των κεφαλαίων αυτών.

### Συσσώρευση μη ικανοποιητικών αποθεματικών κεφαλαίων

Το μέγεθος των αποθεματικών έως το τέλος της δεκαετίας του '80 ήταν σημαντικά μικρά. Οι εισφορές για περισσότερο από τριανταπέντε χρόνια υπολείπονταν σε μεγάλο βαθμό των αντίστοιχων παροχών. Οι προβλεπόμενες χαμηλές εισφορές στον κλάδο σύνταξης, δεν ήταν αποτέλεσμα συγκεκριμένης αναλογιστικής μελέτης, αλλά επιλογή που έδινε κίνητρα στην εγχώρια αγορά για ανάπτυξη. Η προσδοκία όμως δεν πραγματοποιήθηκε με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα τελευταία 30 έτη κατά 166,6% από 7,5% σε 20% (Πίνακας 10, εισφορές Ι.Κ.Α.). *Η εικόνα αυτή απαντά στο ερώτημα πως ήταν αδύνατο με το 1/3 των ασφαλιστών να γίνει σοβαρή κεφαλαιοποίηση.* Εξετάζοντας τον Πίνακα 11 (εισφορές ΙΚΑ) που παρουσιάζει τις εισφορές του κλάδου ασθένειας η εικόνα είναι διαφορετική. Το ποσοστό των εισφορών της περιόδου 1955 ήταν υψηλότερες και από τις σημερινές. Ο κλάδος ασθένειας είχε άμεσες εκροές ενώ ο κλάδος σύνταξης είχε μελλοντικές. Η τακτική μάλλον ήταν να λειτουργήσει το σύστημα ως διανεμητικό (χωρίς σημαντική συσσώρευση κεφαλαίου). Η τακτική όμως αυτή συνάντησε από το τέλος της δεκαετίας του '80 και μετά αλλαγή των βασικών μεταβλητών που στηρίχθηκε.

Καθοριστικό ρόλο μικρής κεφαλαιακής επάρκειας των ασφαλιστικών φορέων εκτός των χαμηλών εισφορών που χρησιμοποιήθηκαν ως κίνητρο για την επιχειρηματικότητα έχουν:

- Το επίπεδο των παροχών ήταν υψηλότερο των εισροών του συστήματος σε πολλά ασφαλιστικά ταμεία. Δεν καθορίστηκε εξ αρχής ποσοστό αναπλήρωσης. Από τις αρχές της δεκαετίας του '80 υπήρξε μια επιθετική κοινωνική πολιτική με αύξηση των παροχών, χωρίς ταυτόχρονη αύξηση των εισροών ή αύξηση των πηγών χρηματοδότησης.
- Η εισφοροδιαφυγή - παραοικονομία συνετέλεσαν και συντελούν σε μεγάλη απώλεια εισροών.
- Το κράτος πρόνοιας λειτουργήσε μέσω του ασφαλιστικού συστήματος. Δεν καθορίστηκαν τα όριά του και η ξεχωριστή χρηματοδότησή του.
- Η έλλειψη κεντρικού προγραμματισμού. Από 157 ασφαλιστικοί φορείς που υπήρχαν το έτος 1957, ανήλθαν σε 325 το 1997, με διαφοροποιημένες εισφορές και παροχές.
- Η απουσία σταθερού μακροχρόνιου διαχειριστή για κινητή και ακίνητη περιουσία. Η διαχείριση της ακίνητης περιουσίας σήμερα έχει την ίδια οικονομική αποτελεσματικότητα που είχε και το 1950.



- Η ανεξέλεγκτη διόγκωση των δαπανών της πρωτοβάθμιας φροντίδας υγείας που παρέχουν τα ταμεία. Σήμερα ο κλάδος υγείας έχει μεγαλύτερα ελλείμματα από τον κλάδο της σύνταξης. Η παραοικονομία της υγείας από μόνη της, αποτελεί τεράστια απαξίωση κεφαλαίου του ασφαλιστικού συστήματος.
- Οι σοβαρές αντιφάσεις στη διοίκηση και διαχείριση της συνολικής δομής του συστήματος.
- Οι λανθασμένες αποφάσεις στον χρηματοοικονομικό τομέα.

### Συμπερασματικές Παρατηρήσεις

Η διαφορά μεταξύ αποθεματικών ασφαλιστικών ταμείων με υπάρχουσα διαχείριση και αποθεματικών με εναλλακτική (ορθολογικότερη) διαχείριση στη χρηματαγορά (τίτλοι σταθερών αποδόσεων) δεν αξιολογείται ότι είναι σημαντική διότι τα μεγέθη εξ αρχής δεν ήταν επαρκή για κεφαλαιοποίηση. Τα 2,5 τρισ. δρχ. από το συνολικό κόστος ευκαιρίας και τα 500 δισ. δρχ. από τη μη εναλλαγή εντόκων με ομόλογα τη δεκαετία του '90 δεν αποτελούν μεγάλη απώλεια για το ασφαλιστικό σύστημα (σε διάστημα 50 ετών, σε συνθήκες αναπτυσσόμενης καπιταλιστικής οικονομίας και μη ενδεδειγμένης διαχείρισης). Οι μελλοντικές υποχρεώσεις των ασφαλιστικών ταμείων (το αφανές χρέος) είναι πολλαπλάσιες των 3-3,5 τρισ. δρχ. ή 10 δισ. ευρώ συνολικού κόστους ευκαιρίας από εσφαλμένη επενδυτική πολιτική στο παρελθόν και είναι βέβαιο ότι δεν θα επέλυαν το πρόβλημα.

Η αποτίμηση της συγκεκριμένης περιόδου δεν καταλήγει στο συμπέρασμα ότι θα μπορούσε να εξαρτηθεί η βιωσιμότητα του ελληνικού συστήματος αποκλειστικά και μόνο από την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών έστω και με διαφορετική διαχείριση από αυτή που υπήρξε. Επιπρόσθετα, πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι τα συγκεντρωτικά μεγέθη κεφαλαιακής επάρκειας συγκεκριμένων ασφαλιστικών φορέων, δεν συμψηφίζουν τα ελλείμματα κάποιων άλλων, διότι σε ένα σύστημα τόσο διαφοροποιημένο, πλεονάσματα και ελλείμματα δεν είναι μεταφερόμενα. Όσον αφορά τα πλεονάσματα κάποιων ασφαλιστικών οργανισμών, δεν νοείται ότι αυτά προέκυψαν από χρηστή χρηματοοικονομική διαχείριση. Προέκυψαν είτε από παράλληλη εισροή εσόδων από κοινωνικούς πόρους<sup>10</sup>, είτε ασφαλίζουν «ιδιότητα» (Τ.Σ.Α.Υ., Ταμείο Νομικών, Τ.Σ.Μ.Ε.Δ.Ε. κ.λπ.) και όχι «απασχόληση» όπως το ΙΚΑ και οι συγκεκριμένες επαγγελματικές ομάδες αποχωρούν οικειοθελώς από την αγορά εργασίας κατά την 7<sup>η</sup> δεκαετία της ζωής τους για ευνόητους λόγους, είτε τα ασφαλιστικά αυτά ταμεία ανήκουν σε Μονοπωλιακές Επιχειρήσεις του ευρύτερου Δημόσιου Τομέα (Δ.Ε.Κ.Ο.) με ιδιαίτερη χρηματοδότηση. Με χρηστή χρηματοοικονομική διαχείριση και ορθολογική πολιτική παροχών, τα εν λόγω ασφαλιστικά ταμεία θα έπρεπε να έχουν πολλαπλάσια πλεονάσματα.

Επίσης, σημαντική αιτία για τη **μη δημιουργία** ικανοποιητικών αποθεματικών κεφαλαίων (σε επενδύσεις με σταθερή απόδοση, μηδενικού κινδύνου) ήταν ότι η χρηματαγορά (Ε.Γ.Ε.Δ., ομόλογα, τραπεζική αγορά, κ.λπ.) **δεν λειτούργησε ελεύθερα** και τα επιτόκια ορίζονταν **διοικητικά** διότι υπήρξε ανάγκη δημόσιου δανεισμού. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την εμφάνιση αρνητικών πραγματικών επιτοκίων για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Η χρηματαγορά πριν τη δεκαετία του '80 χαρακτηρίζεται από μεγάλο βαθμό εθνικού ελέγχου και παρεμβάσεων (προσδιορισμός επιτοκίων, νομισματικός έλεγχος, παρεμβάσεις στη κατανομή πιστώσεων και στην εγχώρια προσφορά χρήματος κ.λπ.). Από το τέλος όμως της δεκαετίας του '80 υπήρξαν σημαντικές αλλαγές οι οποίες διαμόρφωσαν ένα εντελώς νέο περιβάλλον, νέες ευκαιρίες και νέους κινδύνους στις τοποθετήσεις και στον δανεισμό κεφαλαίου (σταδιακή κατάργηση συναλλαγματικών περιορισμών, απελευθέρωση επιτοκίων και τιμών των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, άνοιγμα της αγοράς στον διεθνή ανταγωνισμό κ.λπ.). Η αλλαγή αυτή προκλήθηκε από την όξυνση των ήδη έντονων μακροοικονομικών ανισορροπιών που εμφάνιζε η ελληνική οικονομία και από την ανειλημ-

10. Σε πολλά ασφαλιστικά ταμεία οι κοινωνικοί πόροι ξεπερνούν ως ποσοστό το 200% επί των εσόδων.

μένη έναντι της Ε.Ε. υποχρέωση για απελευθέρωση της αγοράς προϊόντων και κεφαλαίων. Η αγορά προσαρμοσμένη να λειτουργεί σε υπερβολικά προστατευτικό καθεστώς και ατελή ανταγωνισμό, αντιμετώπιζε προβλήματα στην ανάπτυξη της σε συνθήκες πλήρους και έντονου ανταγωνισμού. Το ύψος των επιτοκίων είναι ένα μέγεθος το οποίο συνθέτει και αντανακλά ένα σύνολο μεταβλητών που απασχολούν την οικονομία μιας χώρας. Το επίπεδο των επιτοκίων προσδιορίζεται κυρίως από τη δημοσιονομική κατάσταση, το επίπεδο του πληθωρισμού αλλά και το επίπεδο των επιτοκίων στις διεθνείς αγορές.

Στη συνέχεια, στις αρχές της δεκαετίας του '90, μετά την κατάργηση των διοικητικών κανόνων που όριζαν τα επιτόκια, οι χρηματοοικονομικές αγορές καθορίζουν τόσο τα χρεωστικά επιτόκια (δηλαδή, τα επιτόκια χορηγήσεων ή το κόστος του χρήματος για δανεισμό), όσο και τα πιστωτικά επιτόκια (δηλαδή, τα επιτόκια καταθέσεων ή αποταμιεύσεων). Το Δημόσιο με τη σειρά του προσδιορίζει τα επιτόκια των τίτλων που εκδίδει (βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων) λαμβάνοντας υπόψη τις συνθήκες της αγοράς. Επιπρόσθετα, τα επιτόκια των ομολογιακών τίτλων μεγάλης διάρκειας καθορίζονται με τη διαδικασία των δημοπρασιών, δηλαδή κατευθύνονται από την αγορά.

Όσον αφορά το δεύτερο σκέλος αξιοποίησης των αποθεματικών μέσω της κεφαλαιαγοράς (1989-2000), σύμφωνα με τα ανωτέρω υποθετικά σενάρια, οι αποδόσεις θα μπορούσαν αν ήταν πολύ σημαντικές για τα ασφαλιστικά ταμεία σε περίπτωση μιας εναλλακτικής μορφής επένδυσης.

Στην δεκαετία 2000-2010 οι συνθήκες κατευθύνουν τις τοποθετήσεις σε προϊόντα πιο σύνθετα από απλές καταθέσεις ταμειωτηρίου (ή συναφείς τοποθετήσεις) και δεν νοείται πλέον χρηματοοικονομικό προϊόν το οποίο να αποφέρει ικανοποιητικές αποδόσεις και να μην εμπεριέχει επιμέρους προϊόντα που να σχετίζονται με την κεφαλαιαγορά (με την εκτίμηση προφανώς και του επενδυτικού κινδύνου). Αυτό είναι μια διεθνής τάση και μια προτροπή της Ε.Ε.

Τα ταμεία βρίσκονται πλέον αντιμέτωπα με το δυσμενές περιβάλλον της εσωτερικής τους κρίσης, με το δυσμενές περιβάλλον της παγκόσμιας οικονομικής συγκυρίας, με συνθήκες χαμηλών επιτοκίων (οι οποίες μειώνουν το περιθώριο κερδών από χαρτοφυλάκια σταθερών τίτλων) και ταυτόχρονα με συνθήκες έντονων διακυμάνσεων των κεφαλαιαγορών. Βασικό ζητούμενο είναι ένα νέο θεσμικό πλαίσιο αλλά και ένας αξιόπιστος μηχανισμός διαχείρισης κεφαλαίων στο εσωτερικό των ασφαλιστικών οργανισμών, με στόχο και την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων και την αντιμετώπιση της υψηλής διακύμανσης των αποδόσεων.

Τέλος κρίνεται ότι η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών μπορεί να αποφέρει με βεβαιότητα πρόσθετα σημαντικά έσοδα. Σε καμία περίπτωση όμως δεν θεωρείται ότι θα μπορούσε να αποτελέσει απάντηση στο τεράστιο χρηματοδοτικό έλλειμμα των ασφαλιστικών φορέων, ούτε μπορεί να επιλύσει το πρόβλημα του ασφαλιστικού συστήματος (όπως αυτό διαμορφώθηκε από τη διαχείριση που υπήρξε μέχρι σήμερα), ακόμη και αν τα ταμεία επιτύχουν τις καλύτερες αποδόσεις. Το εισόδημα από τη διαχείριση της περιουσίας αποτελεί όμως εναλλακτική πηγή εσόδων.

### Ελληνική Βιβλιογραφία

*ALPHA BANK*, «Η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος: ο ρόλος του χρηματοοικονομικού τομέα», Οικονομικό Δελτίο, Τεύχος 76, 2000, Αθήνα.

*Επιστημονική Επιτροπή Κοινωνικού Διαλόγου για τη Κοινωνική Ασφάλιση*, (1998), «Αξιοποίηση Περιουσίας των Ταμείων», Πορίσματα Εκθέσεων, Αθήνα.

*Επιτροπή Μακροοικονομικής Πολιτικής*, (*Εκθεση Σπράου*), (1997), «Οικονομία και Συντάξεις, Συνεισφορά στον Κοινωνικό Διάλογο», Ε.Τ.Ε., Αθήνα.

*Ε.Σ.Υ.Ε.*, Εθνικοί Λογαριασμοί της Ελλάδος, 1988-1997

*Ε.Σ.Υ.Ε.*, Ετήσια Έρευνα Δραστηριότητας των Οργανισμών Κοινωνικής Ασφάλισης, 1962-1998, Αθήνα.

- Θωμαδάκης Σ., Ρομπόλης Σ., Σακελλαρόπουλος Θ., (1992), «Το Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης στην Ελλάδα», Οικονομικό Επιμελητήριο, Αθήνα.
- Θωμαδάκης Σ., Μοσχούρης Σ., Ξυδέας Ε., Ρομπόλης Σ., (1995), «Οικονομικά και οργανωτικά ζητήματα του συστήματος κοινωνικών ασφαλίσεων και της ενσωμάτωσης της κοινοτικής αγοράς», Πανεπιστήμιο Αιγαίου, Χίος.
- Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί, 1970-2000, Γ.Γ.Κ.Α., Αθήνα
- Λεάνδρος Ν., (1996), «Η κρίση της κοινωνικής ασφάλισης: κατευθύνσεις για τη μεταρρύθμιση του συστήματος», Ι.Ο.Β.Ε., Αθήνα.
- Λεάνδρος Ν., (1997α), «Προς ένα Σύγχρονο & Υγιές Σύστημα Κοινωνικής Ασφάλισης» σε: Προβόπουλος, Γ. και Ράπανος, Β. (επ.) Λειτουργίες του Δημόσιου Τομέα: προβλήματα - προοπτικές, Ι.Ο.Β.Ε., Αθήνα.
- Μυλωνάς Ν., (1995), «Τα αμοιβαία κεφάλαια στην Ελλάδα: κίνδυνος, απόδοση και αξιολόγηση την περίοδο 1990-1993», στο Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό Σύστημα, Εκδόσεις Ι.Ο.Β.Ε., Αθήνα.
- Μυλωνάς Ν., (1999), Ελληνικά Αμοιβαία Κεφάλαια, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.
- Παντελάκης Θ., (1996), «Κεφαλαιαγορά και Συνταξιοδοτικά Ταμεία», Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, Αθήνα.
- Προβόπουλος Γ., (1985), «Η κρίση στην Κοινωνική Ασφάλιση, Το Πρόβλημα του Ι.Κ.Α.», Ι.Ο.Β.Ε., Αθήνα.
- Προβόπουλος Γ., (1987), «Κοινωνική Ασφάλιση: μακροοικονομικές όψεις του χρηματοδοτικού προβλήματος», Εκδόσεις Ι.Ο.Β.Ε., Αθήνα.
- Ρούπας Θ., (1999), «Προβλήματα χρηματοδότησης της κοινωνικής ασφάλισης, η περίπτωση των αποθεματικών», σσ. 431-457, σε Σακελλαρόπουλο Θ., Η Μεταρρύθμιση του Κοινωνικού Κράτους, Εκδόσεις Κριτική, Αθήνα.
- Σπύρου Σ., Χαρίσης Χ., (1997), «Η θέση της αποτελεσματικής αγοράς και το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών», Οικονομικά Χρονικά, Ιαν. - Φεβρ.
- Τήνιος, Π., (1992) «Οικονομική και Νομισματική Ένωση, Κοινωνική Σύγκλιση και το Σύστημα των Συντάξεων: μια ριζοσπαστική λύση» Κοινωνία, Οικονομία και Υγεία, 1(2), σελ. 39-54.
- Τράπεζα Ελλάδος, Μηνιαία Στατιστικά Δελτία, 1985-2000.
- Τράπεζα Ελλάδος, Εκθέσεις Διοικητή, 1970-2000.
- Τράπεζα Ελλάδος, Οικονομικά Δελτία, 1985-2000.
- Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας & Οικονομικών, Εισηγητικές Εκθέσεις Κρατικών Προϋπολογισμών, 1985-2000, Αθήνα
- Χ.Α.Α., Fact Book 1988-2000
- Χ.Α.Α., Μηνιαία Στατιστικά Δελτία Χρηματιστηριακές Εξελίξεις, 1988-2000, Αθήνα.
- Χ.Α.Α., Ετήσια Στατιστικά Δελτία, 1988-2000.

### Ξένη Βιβλιογραφία

- Ambachtsheer K., (1997), «Pension Fund Governance, Operations and Value Creation» in Fabbozi, F. eds, «Pension Fund Management» F.J. Fabozzi Associates, Pennsylvania.
- Blake D., (1992), «Issues in Pension Funding, Routledge», London and New York.
- Blake D., (1995), «Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom», Oxford University Press, Νέα Υόρκη.

- Blake, D.*, (1998), «Pension schemes as options on pension fund assets: implications for pension fund management», *Journal of Insurance, Mathematics and Economics*, 23, pp. 263-286.
- Council of Europe*, (1989), «Adapting Social Security to the Emerging Needs of a Changing Society», Strasbourg.
- Davies Ph.*, (1994), «An international Comparison of the Financing of Occupational Pensions», Special Paper Series No. 62, L.S.E. Financial Markets Group, London.
- European Commission*, (1997), «The outlook on supplementary pensions in the context of demographic, economic and social change», Luxembourg.
- Fabozzi F.*, (1989), «Fixed-Income Portfolio Strategies», Probus Publishing Company, U.S.A.
- Fabozzi F., Konishi A.*, (1991), «Asset/Liability Management», U.S.A.
- Fabozzi F.*, (1997), «Pension Fund Investment Management», USA.
- Holzmans R., Stiglitz J.*, (2001), «New Ideas about Old Age Security», World Bank, Washington
- Katrougalos G.*, «The South European Welfare Model: the Greek Welfare State in search of an identity», *Journal of European Social Policy*, 1996 6(1), pp. 39-60.
- OCED*, (1996), «Ageing in OECD Countries: A Critical Policy Challenge», Social Policy Studies No. 20, Paris.
- OECD*, (1997), Greece, Economic Surveys, Paris.
- Roupas Th.*, (1995), «Report on the Organisation and Management of Social Security System in Greece: The case of IKA», International Social Security Association, Geneva.
- World Bank*, «Averting the Old-Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth», Oxford University Press, New York, 1994.
- Zavvos, G.S.*, «Pension Fund Liberalization and the Future of Retirement Financing in Europe», *Common Market Law Review*, 31, p. 609-630, 1994.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΠΙΝΑΚΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

## 1. ΠΙΝΑΚΕΣ

## Πίνακας 1

Τοποθετήσεις αποθεματικών ασφαλιστικών οργανισμών 1950-2000<sup>11</sup> στην Τ.Τ.Ε.

(Τα ποσά είναι υπόλοιπα των διαφορετικών κατηγοριών τοποθετήσεων  
στο τέλος κάθε ημερολογιακού έτους)  
(εκατ. δρχ.)

Τέλος έτους	Υποχρεωτικές καταθέσεις Ν.1611/50	Καταθέσεις όψεως	Τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου	Τοποθετήσεις σε ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	Repos	Συνολική αξία αποθεματικών ασφαλιστικών φορέων
1950	450	72	-	-	-	522
1951	590	86	-	-	-	676
1952	650	93	-	-	-	743
1953	798	133	-	-	-	931
1954	1.180	163	-	-	-	1.343
1955	1.504	197	-	-	-	1.701
1956	1.835	215	-	-	-	2.050
1957	2.164	274	-	-	-	2.438
1958	2.379	339	-	-	-	2.718
1959	2.641	361	-	-	-	3.002
1960	2.918	623	-	-	-	3.541
1961	3.951	797	-	-	-	4.748
1962	4.881	665	-	-	-	5.546
1963	4.983	712	50	-	-	5.745
1964	5.289	915	250	-	-	6.454
1965	5.915	1.058	250	-	-	7.223
1966	6.572	1.028	250	-	-	7.850
1967	7.271	1.168	400	-	-	8.839
1968	8.286	1.414	393	-	-	10.093
1969	10.453	1.615	280	-	-	12.348
1970	12.610	1.667	250	-	-	14.527
1971	14.469	2.181	250	-	-	16.900
1972	18.937	2.633	100	-	-	21.670
1973	23.340	2.794	100	-	-	26.234
1974	28.285	2.243	205	-	-	30.733
1975	30.765	2.732	4.186	-	-	37.683
1976	37.423	4.243	5.432	-	-	47.098
1977	49.521	5.344	6.649	-	-	61.514

11. Στη παρουσίαση της συγκεντρωτικής κινητής περιουσίας των ταμείων, τα οικονομικά μεγέθη προέρχονται από την ανάλυση των λογαριασμών της Τράπεζας Ελλάδος. Επισημαίνεται ότι αυτά βρίσκονται σε αντίθεση (αποτυπώνονται μεγαλύτερα μεγέθη) με τα στοιχεία των Κοινωνικών Προϋπολογισμών, αλλά είναι εκείνα που χρησιμοποιούνται από την Ε.Σ.Υ.Ε. στους Εθνικούς Λογαριασμούς και το Γενικό Λογιστήριο στον ετήσιο προϋπολογισμό του κράτους. Η διαφορά αυτή ερμηνεύεται ότι στα διαθέσιμα των Οργανισμών Γενικής Κυβέρνησης σε τίτλους του Δημοσίου που καταχωρεί η Τ.Τ.Ε. εμπεριέχει όχι μόνο τα ασφαλιστικά ταμεία του Υπουργείου Εργασίας και δεν συμπεριλαμβάνει τους ασφαλιστικούς φορείς που ελέγχονται από άλλα Υπουργεία όπως, των Υπουργείων Ναυτιλίας, Δικαιοσύνης, Εθνικής Αμύνης κ.λπ.

Τέλος έτους	Υποχρεωτικές καταθέσεις Ν.1611/50	Καταθέσεις όψεως	Τοποθετήσεις σε έντοκα γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου	Τοποθετήσεις σε ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου	Repos	Συνολική αξία αποθεματικών ασφαλιστικών φορέων
1978	59.227	6.064	7.136	-	-	72.427
1979	70.652	7.186	9.260	-	-	87.098
1980	77.397	8.799	11.737	-	-	97.933
1981	87.500	11.628	9.610	-	-	108.738
1982	103.363	15.382	10.804	-	-	129.549
1983	134.962	19.801	12.800	-	-	167.563
1984	145.254	24.255	24.917	-	-	194.426
1985	149.457	28.083	47.452	-	-	224.992
1986	155.269	31.075	83.920	1.900	-	272.164
1987	160.590	50.227	127.825	18.100	-	356.742
1988	168.999	48.893	191.192	20.600	-	429.684
1989	209.606	62.137	223.602	68.778	-	564.123
1990	266.127	69.596	293.507	125.109	-	754.339
1991	326.457	114.776	430.048	124.587	1.762	997.630
1992	424.639	127.023	691.733	102.517	37.082	1.382.994
1993	479.254	174.532	876.713	154.499	58.672	1.743.670
1994	33.136	119.011	1.876.455	214.962	1.911	2.245.475
1995	17.551	228.194	2.284.655	323.664	1.687	2.855.751
1996	13.571	343.284	2.782.313	340.809	-	3.479.977
1997	18.404	400.975	2.078.972	1.287.571	-	3.785.922
1998	25.937	400.628	1.756.271	2.107.140	30.081	4.320.057
1999	27.344	453.926	1.534.231	2.759.847	3.583	4.778.931
2000*	28.350	406.072	988.009	4.230.528	2.735	5.655.959

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος

\* Προϋπολογιστικά στοιχεία

### Πίνακας 2

#### Αποθεματικά και αποδόσεις<sup>12</sup> ασφαλιστικών ταμείων 1975-2000

(σύμφωνα με στοιχεία των κοινωνικών προϋπολογισμών, τρέχουσες τιμές, δισ. δρχ.)

Έτος	Διαθέσιμα	% του συνόλου	Χρεόγραφα	% του συνόλου	Σύνολο	% του ΑΕΠ	Πρόσοδοι διαθεσίμων	Πρόσοδοι χρεογράφων
1975	24,3	58,69%	17,1	41,31%	41,4	5,27%	1,00	0,35
1976	30,8	67,54%	14,7	32,46%	45,5	4,65%	(5,76%) 1,40	(2,34%) 0,40
1977	38,4	65,75%	20,0	34,25%	58,4	5,10%	(4,22%) 1,30	(3,40%) 0,50
1978	45,6	66,96%	22,5	33,04%	68,1	4,87%	(4,43%) 1,70	(2,50%) 0,50
1979	53,7	66,37%	27,3	33,63%	81,0	4,67%	(5,26%) 2,40	(2,67%) 0,60

12. Οι αποδόσεις (παρουσιάζονται ως ποσοστό στην παρένθεση) αποτελούν προϋπολογιστική εκτίμηση του τρέχοντος έτους για την αξία των αποθεματικών που καταγράφηκαν το προηγούμενο έτος (οι αποδόσεις του 2001 αναφέρονται στα αποθεματικά του 2000).

Έτος	Διαθέσιμα	% του συνόλου	Χρεόγραφα	% του συνόλου	Σύνολο	% του ΑΕΠ	Πρόσοδοι διαθεσίμων	Πρόσοδοι χρεογράφων
1980	62,4	66,31%	31,7	33,69%	94,1	4,52%	(7,82%) 4,20	(2,93%) 0,80
1981	72,0	73,54%	25,9	26,46%	97,9	3,93%	(10,42%) 6,50	(3,15%) 1,00
1982	86,7	76,18%	27,2	23,82%	113,9	3,63%	(11,11%) 8,00	(6,95%) 1,80
1983	122,1	82,59%	25,6	17,41%	147,7	3,95%	(11,07%) 9,60	(9,56%) 2,60
1984	132,7	84,57%	24,3	15,43%	157,0	3,38%	(9,75%) 11,90	(11,30%) 2,90
1985	150,9	81,78%	33,7	18,22%	184,6	3,25%	(13,41%) 17,80	(15,64%) 3,80
1986	145,5	68,40%	67,2	31,60%	212,7	3,14%	(14,45%) 21,80	(13,95%) 4,70
1987	158,3	59,53%	107,6	40,47%	265,9	3,48%	(16,84%) 24,50	(16,67%) 11,20
1988	140,5	42,86%	187,3	57,14%	327,8	3,53%	(14,04%) 22,23	(19,05%) 20,50
1989	179,0	42,69%	240,2	57,31%	419,2	3,79%	(16,31%) 22,91	(15,86%) 29,70
1990	239,7	39,17%	371,9	60,83%	611,6	4,58%	(13,97%) 25,00	(17,94%) 43,10
1991	223,0	30,06%	518,7	69,94%	741,7	4,50%	(12,68%) 30,40	(19,58%) 72,80
1992	256,6	27,60%	673,1	72,40%	929,7	4,88%	(19,87%) 44,30	(17,99%) 93,30
1993	308,0	24,32%	958,0	75,68%	1.266,0	5,90%	(20,50%) 52,6	(19,30%) 129,9
1994	392,0	23,43%	1.279,0	76,57%	1.671,0	6,87%	(20,97%) 64,6	(19,08%) 182,8
1995	549,6	26,23%	1.545,7	73,77%	2.095,3	7,69%	(17,02%) 66,7	(17,32%) 221,5
1996	602,3	23,80%	1.928,0	76,20%	2.530,3	8,45%	(11,92%) 65,5	(14,97%) 231,4
1997	802,4	27,63%	2.101,5	72,37%	2.903,9	8,76%	(11,17%) 67,3	(12,13%) 233,8
1998	950,2	29,17%	2.307,2	70,83%	3.257,4	9,04%	(9,80%) 78,6	(10,48%) 220,2
1999	1282,1	23,99%	4.061,5	76,01%	5.343,6	13,92%	(8,38%) 79,6	(9,87%) 227,8
2000	1.238,9	24,71%	3.773,1	75,29%	5.012,0	12,10%	(7,13%) 91,4	(5,51%) 223,8
2001							(7,08%) 87,7	(5,75%) 216,8

Πηγή: Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί, 1976-2001

Πίνακας 3

Συγκρίσεις επιτοκίων<sup>13</sup> επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Τ.Ε. και επιτοκίων της αγοράς

Έτος	Ε.Γ.Ε.Δ (12μηνα)	Ονο- μαστικό επιτόκιο προθε- σμιακών κατα- θέσεων (12 μηνών)	Ομολογιακά δάνεια & Ομολογίες	Μέσο επιτόκιο αγοράς (σταθερής απόδοσης) <sup>14</sup>	Μέσο επιτόκιο <sup>15</sup> επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Τ.Ε.	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίων Τ.Τ.Ε.	Ετήσια απόδοση Χ.Α.Α. από μεταβολή του Γενικού Δείκτη (μεταβολή τέλους έτους)
1950	-	10,00	-	10,00 (7,9)	3,45	6,55	-
1951	-	10,00	-	10,00 (12,6)	3,49	6,51	-
1952	-	10,00	-	10,00 (5,1)	3,50	6,50	-
1953	-	10,00	-	10,00 (9,0)	3,43	6,57	-
1954	-	10,00	-	10,00 (7,0)	3,51	6,49	-
1955	-	10,00	-	10,00 (5,8)	3,54	6,46	-0,2
1956	-	10,00	-	10,00 (3,6)	3,58	6,42	-7,9
1957	-	10,00	9,46	9,73 (2,3)	3,55	6,18	11,4
1958	7,00	9,00	8,78	8,26 (1,4)	3,50	4,76	7,0
1959	7,00	8,00	9,14	8,05 (2,3)	3,52	4,53	12,8
1960	5,67	6,00	8,70	6,79 (1,7)	3,30	3,49	58,8
1961	5,21	6,50	8,49	6,73 (1,8)	3,33	3,40	61,0
1962	5,25	6,50	7,93	6,56 (-0,3)	3,52	3,04	-2,8
1963	5,25	6,00	8,28	6,51 (3,0)	3,51	3,00	-9,3
1964	5,25	6,00	8,47	6,57 (0,9)	3,47	3,10	2,2
1965	5,25	6,00	7,83	6,36 (3,0)	3,45	2,91	4,59
1966	5,50	6,50	7,76	6,59 (4,9)	3,52	3,07	7,02
1967	6,00	6,50	8,24	6,91 (1,7)	3,54	3,37	5,74
1968	6,00	6,50	8,17	6,89 (0,3)	3,50	3,39	38,76
1969	6,00	6,50	8,46	6,99 (2,5)	3,51	3,48	116,76
1970	6,00	6,50	8,09	6,86 (3,0)	3,57	3,29	2,84
1971	6,00	7,50	8,11	7,20 (3,0)	3,51	3,69	-1,75
1972	6,00	7,50	7,68	7,06 (4,3)	3,53	3,53	206,38
1973	6,88	9,00	-	7,94 (15,5)	4,38	3,56	9,74
1974	9,13	11,00	-	10,07 (26,9)	4,66	5,41	-13,28
1975	9,50	10,50	-	10,00 (13,4)	5,28	4,72	-1,05
1976	9,75	9,50	-	9,63 (13,3)	5,69	3,94	3,36
1977	8,25	9,50	-	8,88 (12,2)	5,82	3,06	14,71
1978	9,42	11,30	-	10,36 (12,5)	7,11	3,25	-8,87
1979	11,58	13,40	-	12,49 (19,0)	10,21	2,28	-16,86
1980	14,25	16,00	-	15,13 (24,9)	10,77	4,36	-1,57
1981	14,25	16,00	-	15,13 (24,5)	10,58	4,55	-13,40

13. Από το 1987 τα επιτόκια προθεσμίας και το 1993 τα επιτόκια ταμειυτηρίου καθορίζονται ελεύθερα από τις τράπεζες.

14. Στη παρένθεση η ετήσια μεταβολή του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή.

15. Η μέση τιμή των επιτοκίων των επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Τ.Ε. υπολογίζεται από το μέσο σταθμικό επιτόκιο του Ν. 1611/50, των καταθέσεων όψεως, των εντόκων γραμματίων και των ομολόγων σε ετήσια βάση.



Έτος	Ε.Γ.Ε.Δ (12μνηνα)	Ονο- μαστικό επιτόκιο προθε- σματικών κατα- θέσεων (12 μηνών)	Ομολογιακά δάνεια & Ομολογίες	Μέσο επιτόκιο αγοράς (σταθερής απόδοσης) <sup>14</sup>	Μέσο επιτόκιο <sup>15</sup> επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Τ.Ε.	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίων Τ.Τ.Ε.	Ετήσια απόδοση Χ.Α.Α. από μεταβολή του Γενικού Δείκτη (μεταβολή τέλους έτους)
1982	15,25	16,00	-	15,63 (21,1)	10,43	5,20	7,85
1983	15,25	16,00	-	15,63 (20,2)	12,13	3,50	-37,58
1984	17,77	16,90	-	17,34 (18,5)	13,45	3,89	1,54
1985	18,42	17,00	ΟΜΟΛΟΓΑ (3ετή)	17,71 (19,3)	13,65	4,06	19,93
1986	18,50	17,00	20,00	18,50 (23,0)	14,17	4,33	46,34
1987	19,00	17,10	20,00	18,70 (16,4)	13,77	4,93	162,27
1988	19,21	17,30	20,00	18,84 (13,5)	14,40	4,44	2,64
1989	19,04	17,30	22,00	19,45 (13,7)	16,64	2,81	64,25
1990	23,00	19,30	24,50	22,27 (20,4)	18,91	3,36	102,87
1991	23,33	20,60	23,00	22,31 (19,5)	17,79	4,52	-13,12
1992	21,71	19,90	23,75	21,79 (15,9)	18,10	3,69	-16,97
1993	21,23	19,40	21,50	20,71 (14,4)	16,28	4,43	42,60
1994	19,21	18,90	18,50	18,87 (10,9)	14,39	4,48	-9,37
1995	15,49	15,80	14,90	15,40 (8,9)	11,47	3,93	5,19
1996	12,80	13,50	10,70	12,33 (8,2)	9,08	3,25	2,13
1997	10,31	10,10	9,80	10,07 (5,5)	10,29	-0,22	58,44
1998	11,51	10,70	9,30	10,50 (4,8)	7,88	2,62	85,13
1999	8,85	8,70	7,60	8,38 (2,6)	5,76	2,62	102,15
2000	6,12	6,60	5,90	6,21 (3,2)	-	-	-38,80

**Πίνακας 4**  
**Κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών 1950-2000 (εκατ. δρχ.)**

Έτος	Ετήσια εισροή αποθεματικών	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίου Τ.Τ.Ε.	Κόστος ευκαιρίας αποθεματικών
1950	522,0	6,55%	
1951	136,0	6,51%	692,0
1952	43,4	6,50%	780,4
1953	162,0	6,57%	993,6
1954	380,1	6,49%	1.438,2
1955	310,8	6,46%	1.841,9
1956	288,8	6,42%	2.249,0
1957	314,6	6,18%	2.702,6
1958	193,4	4,76%	3.024,6
1959	188,8	4,53%	3.350,4
1960	433,4	3,49%	3.900,8
1961	1.090,3	3,40%	5.123,7
1962	640,0	3,04%	5.919,4
1963	3,8	3,00%	6.100,8

Έτος	Ετήσια εισροή αποθεματικών	Διαφορά επιτοκίου αγοράς (σταθερής απόδοσης) & επιτοκίου Τ.Π.Ε.	Κόστος ευκαιρίας αποθεματικών
1964	507,2	3,10%	6.797,1
1965	544,9	2,91%	7.539,8
1966	377,9	3,07%	8.149,2
1967	713,2	3,37%	9.137,0
1968	941,2	3,39%	10.388,0
1969	1.902,0	3,48%	12.651,5
1970	1.745,5	3,29%	14.813,2
1971	1.854,8	3,69%	17.214,6
1972	4.177,4	3,53%	21.999,7
1973	3.801,0	3,56%	26.583,9
1974	3.558,9	5,41%	31.581,0
1975	5.551,8	4,72%	38.623,4
1976	7.489,6	3,94%	47.634,8
1977	11.965,2	3,06%	61.057,6
1978	7.409,8	3,25%	70.451,8
1979	10.463,0	2,28%	82.521,1
1980	4.607,0	4,36%	90.726,0
1981	841,6	4,55%	95.695,6
1982	9.403,1	5,20%	110.074,9
1983	24.506,7	3,50%	138.434,2
1984	9.422,4	3,89%	153.241,7
1985	6.736,5	4,06%	166.199,8
1986	16.430,3	4,33%	189.826,6
1987	46.221,6	4,93%	245.406,6
1988	22.544,6	4,44%	278.847,3
1989	72.726,5	2,81%	359.409,4
1990	106.718,9	3,36%	478.204,4
1991	112.907,8	4,52%	612.727,1
1992	200.505,4	3,69%	835.842,1
1993	109.440,4	4,43%	982.310,3
1994	186.225,1	4,48%	1.212.542,9
1995	218.405,1	3,93%	1.478.601,0
1996	219.855,4	3,25%	1.746.510,9
1997	-89.884,9	-0,22%	1.652.783,7
1998	188.144,2	2,62%	1.884.230,8
1999	28.075,4	2,62%	1.961.673,0
2000	507.623,4	2,62%	2.520.692,3

**Πίνακας 5**  
**Κινητή περιουσία των ασφαλιστικών ταμείων**

(δισ. δρχ. - τρέχουσες τιμές)

ΕΤΟΣ	ΚΑΤΑ-ΘΕΣΕΙΣ	ΕΝΤΟΚΑ	ΟΜΟ-ΛΟΓΑ	ΟΜΟΛΟΓΑ ΜΕ ΡΗΤΡΑ ΕCΥ	ΜΕΤΟ-ΧΕΣ	ΜΕΡΙΔΙΑ ΑΜΟΙ-ΒΑΙΩΝ	ΟΜΟ-ΛΟΓΙΕΣ	ΣΥΝΟΛΟ	ΕΤΗΣΙΑ ΠΟΣΟ-ΣΤΙΑΙΑ ΜΕΤΑ-ΒΟΛΗ
1991	223,0	293,1	44,0	63,7	110,9	4,9	2,1	741,7	
1992	256,6	457,5	60,2	56,5	74,9	4,6	1,4	929,7	25,3
1993	308,0	667,0	140,5	43,3	99,0	7,4	0,7	1.266,0	36,1
1994	392,0	857,7	238,8	56,6	93,2	32,2	0,5	1.671,0	31,9
1995	549,6	1.028,8	323,0	35,3	110,3	48,2	0,1	2.095,3	25,4
1996	602,3	1.250,6	459,0	25,5	134,0	58,7	0,2	2.530,3	21,0
1997	802,4	1.173,5	541,1	0,2	304,8	81,1	0,8	2.903,9	14,8
1998	950,2	976,4	603,7	Προμέτοχα 34,7	569,4	122,6	0,4	3.257,4	12,2
1999	1.282,1	946,1	1.037,1	Προμέτοχα 28,2	1.799,8	250,1	0,2	5.343,6	60,9
	1.238,9	511,2	1.685,0	39,6	1.332,5	204,8	-	5.012	-6,2

Πηγή: Κοινωνικοί Προϋπολογισμοί

**Πίνακας 6**  
**Ετήσιες ποσοστιαίες αποδόσεις επιμέρους δεικτών του Χ.Α.Α. (%)**

Έτος	Ετήσια μεταβολή του Γενικού Δείκτη ΧΑΑ (%)	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Τραπεζών	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Βιομηχανιών	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Ασφαλειών	Ετήσια μεταβολή (%) Δείκτη Επενδύσεων	Ρυθμός <sup>16</sup> πληθωρισμού %	Επιτόκια Εντόκων Γραμματίων (12μηνα) <sup>17</sup>
1990	102,86	128,06	61,95	132,79	86,83	20,4	23,00
1991	-13,12	-5,85	-23,12	-5,60	-31,33	19,5	23,33
1992	-16,97	-19,90	-8,58	-20,33	-31,13	15,9	21,71
1993	42,59	24,16	67,55	29,98	34,61	14,4	21,23
1994	-9,36	2,93	-14,13	-37,68	-13,99	10,9	19,21
1995	5,21	12,14	4,78	-37,17	-10,00	8,9	15,49
1996	2,11	21,85	-3,48	-0,12	2,86	8,2	12,80
1997	58,51	62,91	62,71	133,45	78,30	5,5	10,31
1998	85,02	151,79	46,84	75,66	46,75	4,8	11,51
1999	102,19	75,28	101,38	189,03	222,05	2,6	8,85
2000	-38,80	-28,12	-39,94	-62,91	-52,70	3,2	6,12

Πηγή: Ετήσιο Στατιστικό Δελτίο ΧΑΑ 2000

16. Ο ρυθμός πληθωρισμού υπολογίζεται με τη σύγκριση του μέσου ετήσιου δείκτη κάθε έτους με τον αντίστοιχο δείκτη του προηγούμενου έτους.

17. Το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων εκφράζει τη μέση τιμή του κάθε έτους.

**Πίνακας 7**  
**Συνολική μεταβολή του ΧΑΑ και των επιμέρους δεικτών (1989-2000)**

Δείκτες Περιόδου 1989-2000	Συνολική μεταβολή (%)	Συνολική πραγματική μεταβολή (%)
Γενικός Δείκτης ΧΑΑ	639,74	153,48
Δείκτης Τραπεζών	1.452,16	431,87
Δείκτης Βιομηχανιών	378,60	63,99
Δείκτης Ασφαλειών	291,24	34,06
Δείκτης Επενδύσεων	277,46	29,34
ΕΓΕΔ (12μηνα)	393,89	69,23
Πληθωρισμός	191,83	

**Πίνακας 8**  
**Επενδυτικά σενάρια για το Χρονικό Διάστημα 1989-2000**

Σενάρια	Επένδυση στον δείκτη Χ.Α.Α. (%)	Επένδυση σε έντοκα γραμμάτια (12μηνα) (%)	Πραγματική απόδοση χαρτοφυλακίου 1989-2000 (%)
1	25	75	90,29
2	75	25	132,41
3	50	50	111,35
4	10	90	77,64
5	90	10	145,05

**Πίνακας 9**  
**Επενδυτικά σενάρια για το Χρονικό Διάστημα 1989-2000**

Σενάρια	Επένδυση στον δείκτη Τραπεζών (%)	Επένδυση σε έντοκα γραμμάτια (12μηνα) (%)	Πραγματική απόδοση χαρτοφυλακίου 1989-2000 (%)
6	25	75	159,98
7	75	25	341,2
8	50	50	250,54
9	10	90	105,48
10	90	10	395,6

**Πίνακας 10**

ΚΛΑΔΟΣ ΣΥΝΤΑΞΗΣ			
ΕΤΟΣ	ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΟΣ	ΕΡΓΟΔΟΤΗΣ	ΣΥΝΟΛΟ
1955	1,75	5,75	7,50
1960	2,25	5,75	8,00
1964	2,25	5,75	8,00
1967	2,75	6,25	9,00
1970	4,25	8,50	12,75
1976	4,75	9,50	14,25
1990	5,25	10,50	15,75
1991	5,75	11,50	17,25
1993	6,67	13,33	20,00

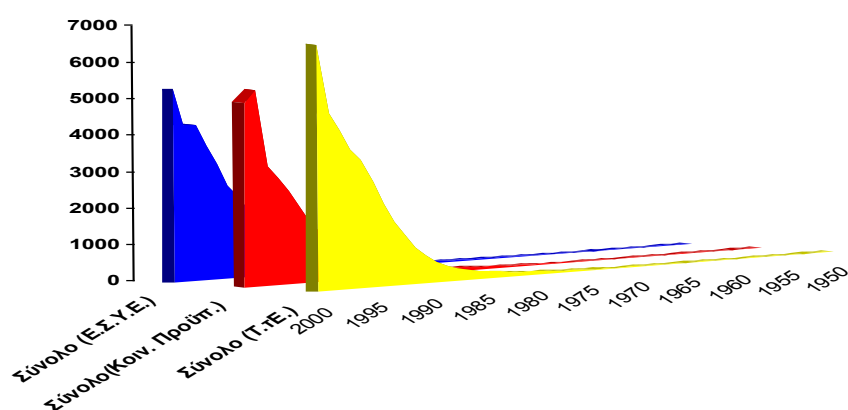
Πίνακας 11

ΚΛΑΔΟΣ ΑΣΘΕΝΕΙΑΣ			
ΕΤΟΣ	ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΟΣ	ΕΡΓΟΔΟΤΗΣ	ΣΥΝΟΛΟ
1955	3,25	6,25	9,50
1960	3,25	6,25	9,50
1964	3,25	6,25	9,50
1967	3,25	6,25	9,50
1970	2,25	4,50	6,75
1976	2,25	4,50	6,75
1990	2,25	4,50	6,75
1991	2,25	4,50	6,75
1993	2,55	5,10	7,65

## 2. ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΑ

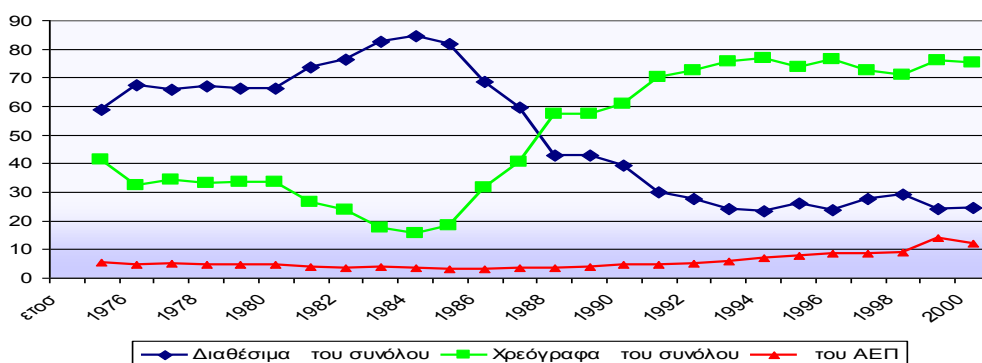
## Διάγραμμα 1

Απεικόνιση στοιχείων τοποθετήσεων αποθεματικών από ΕΣΥΕ, Τ.Τ.Ε., Κοιν. Προϋπ.  
(υπόλοιπα τέλους έτους σε δισ. δρχ.)

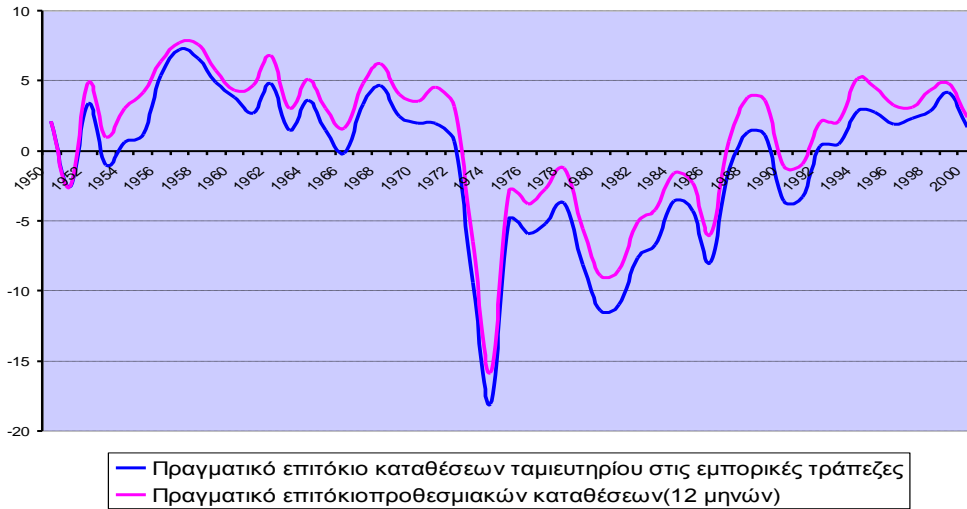


## Διάγραμμα 2

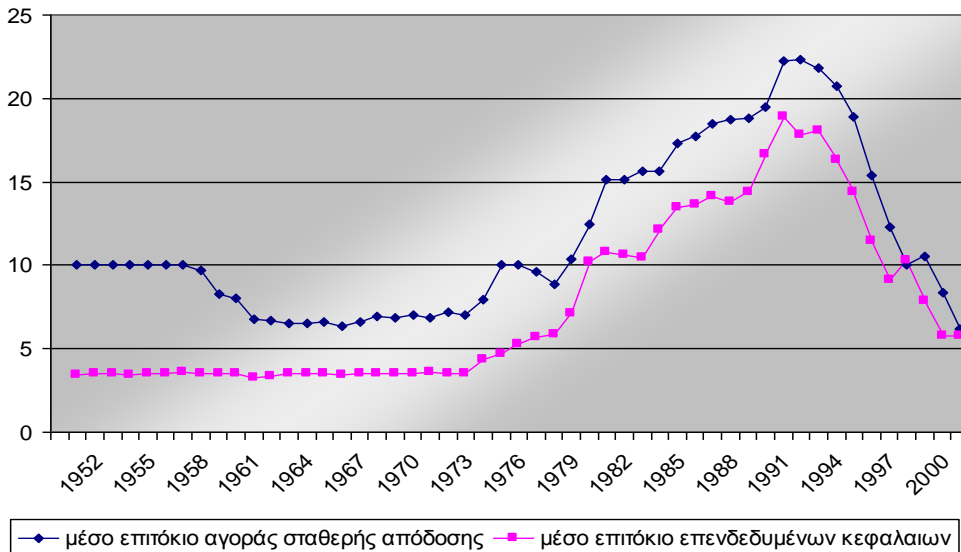
Αποθεματικά και αποδόσεις Ασφαλιστικών Ταμείων 1975-2000



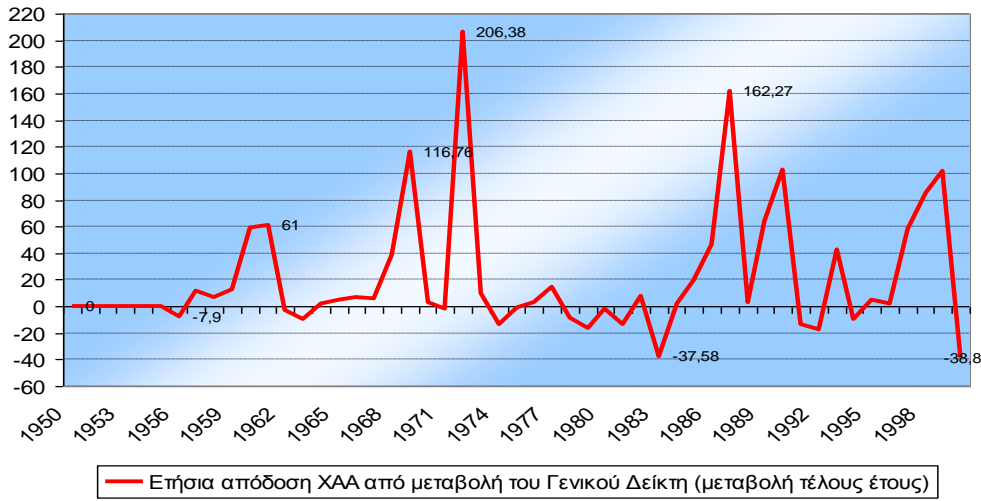
**Διάγραμμα 3**  
**Ποσινιακά επιτόκια καταθέσεων 1950 - 2000**



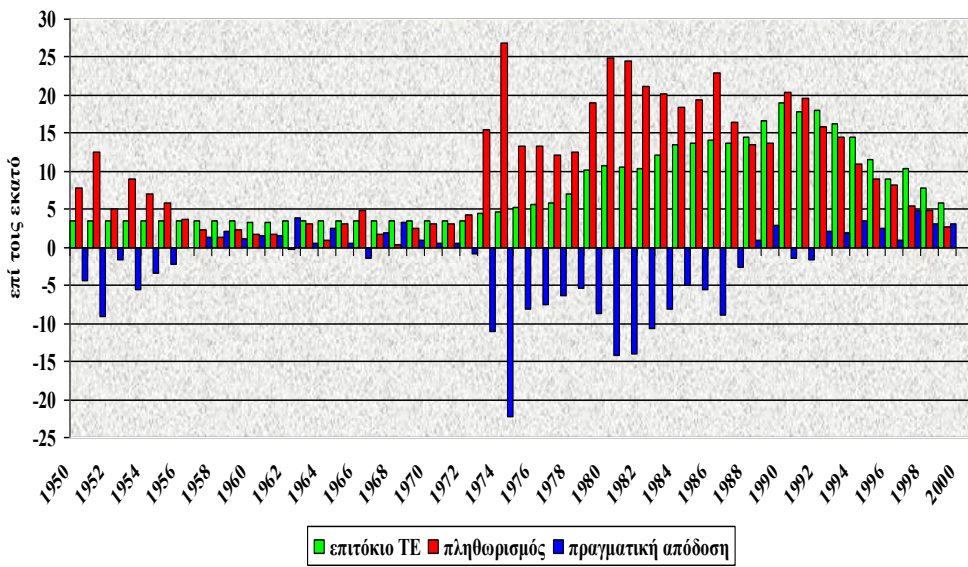
**Διάγραμμα 4**  
**Επιτόκια επενδεδυμένων κεφαλαίων στην Τ.Τ.Ε. και επιτοκίων της αγοράς**



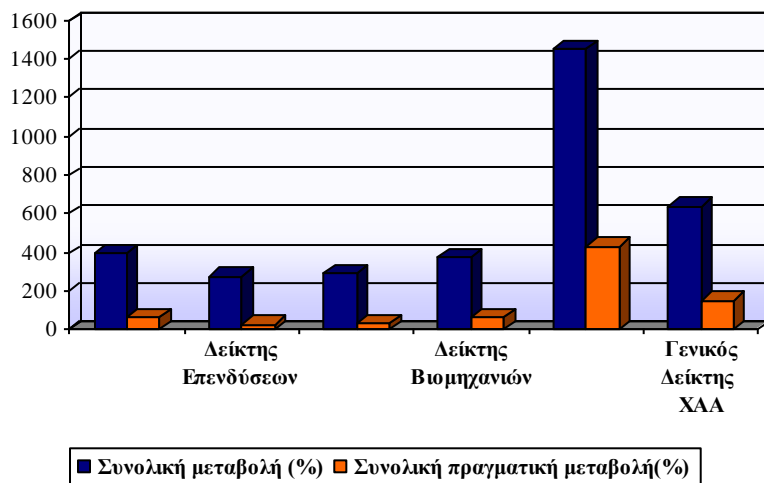
**Διάγραμμα 5**  
**Ετήσια απόδοση ΧΑΑ από μεταβολή του Γενικού Δείκτη**  
 (μεταβολή τέλους έτους)



**Διάγραμμα 6**  
**ΜΕΣΗ ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ 1950-2000**



**Διάγραμμα 7**  
**ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΤΟΥ Χ.Α.Α. ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΠΙΜΕΡΟΥΣ ΔΕΙΚΤΩΝ (1989-2000)**





## ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΤΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ: ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΑ

ΣΠΗΛΙΟΥ ΜΟΥΖΟΥΛΑ  
Δ.Ν., Δικηγόρου

### Κοινωνική προστασία και χρηματοοικονομική κερδοσκοπία

1. Η λειτουργία των συνταξιοδοτικών οργανισμών, ως φορέων που αποσκοπούν στην παροχή συντάξεων στους εργαζόμενους, εγγράφεται σε ένα γενικό πλαίσιο κοινωνικής προστασίας. Από την άλλη πλευρά όμως, αυτοί οι οργανισμοί δραστηριοποιούνται στις χρηματοοικονομικές αγορές και, υπό αυτό το πρίσμα, εκφράζουν τάσεις κερδοσκοπίας. Αυτές οι δύο παράμετροι, κοινωνική προστασία και χρηματοοικονομική κερδοσκοπία, φαίνεται, από μία πρώτη προσέγγιση να κινούνται σε αντίθετες κατευθύνσεις. Πράγματι, η κοινωνική προστασία έχει ως στόχο και την εξασφάλιση των εργαζόμενων από την επέλευση κινδύνων που προκύπτουν από παράγοντες οικονομικής αστάθειας, οι οποίοι σχετίζονται με την εργασία τους. Αντίθετα, η δραστηριοποίηση στις χρηματοοικονομικές αγορές συνδέεται αναπόφευκτα με την ανάληψη κινδύνου. Πέρα από αυτή τη διαφορά, ως προς την κατεύθυνση που ακολουθούν οι ανωτέρω δύο παράμετροι, η φύση κάθε μίας από αυτές υπαγορεύει και ένα διαφορετικό προσανατολισμό: η κοινωνική προστασία δε μπορεί παρά να θεμελιώνεται σε μία κρατική παρέμβαση, αφού αυτή η προστασία αποτελεί πρωταρχικό στοιχείο του κράτους - πρόνοια. Αντίθετα, η λειτουργία των αγορών στηρίζεται στην αρχή της προσφοράς και της ζήτησης, η οποία διαμορφώνει τις τιμές των διαπραγματεύσιμων σε αυτές προϊόντων, με την όποια κρατική παρέμβαση σε αυτή τη διαμόρφωση να είναι ανεπίτρεπτη, διότι θα συνιστούσε χειραγώγηση της αγοράς. Το κράτος απλά παρεμβαίνει κανονιστικά, για να ρυθμίσει τον τρόπο λειτουργίας των αγορών, με την αποτροπή της όποιας παρεμβολής στον τρόπο διαμόρφωσης των τιμών, πέρα από την προσφορά και τη ζήτηση, να συνιστά ακρογωνιαίο λίθο αυτής της παρέμβασης.

### Χρηματοοικονομική κερδοσκοπία και επενδυτικοί κίνδυνοι

2. Η κερδοσκοπία δε θα πρέπει ωστόσο να εκλαμβάνεται με γνώμονα μία αρνητική προσέγγιση. Όπως επισημαίνουν οι Keynes και Kaldor, η οποιαδήποτε απόκτηση ή μεταβίβαση ενός αγαθού είναι κερδοσκοπική, στο μέτρο που διενεργείται με δεδομένη τη μεταβλητότητα της αξίας του και με το κίνητρο απόκτησης ωφέλειας από τη μεταβολή της τιμής του. Το υποκείμενο της πράξης δηλαδή επιδιώκει την πραγματοποίηση υπεραξίας, εξαιτίας της αυξομείωσης της τιμής του αγαθού. Υπό αυτή την έννοια, η κερδοσκοπία εγγράφεται στη λογική των χρηματοοικονομικών αγορών, αν και εκφράζει ένα γενικότερο στόχο, επιδιώξιμο και εκτός αυτών των αγορών. Κάτω από αυτό το πρίσμα, η αναζήτηση του κέρδους με αγορές και πωλήσεις περιουσιακών στοιχείων του συνταξιοδοτικού οργανισμού, εκφράζει την τάση επίτευξης των στόχων του οργανισμού, αφού το κέρδος θα το καρπωθούν τα μέλη του. Η αντίφαση συνεπώς μεταξύ κοινωνικής προστασίας και χρηματοοικονομικής κερδοσκοπίας δεν υφίσταται, αλλά, αντίθετα, η κερδοσκοπία συμβάλλει στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων των μελών του οργανισμού. Δε θα πρέπει πάντως να παραγνωρίσει κανείς ότι η επιδίωξη του κέρδους συνδέεται με την ανάληψη κινδύνου, ο οποίος οφείλεται στη μεταβλητότητα της τιμής του αγαθού. Αυτή η μεταβλητότητα ενδέχεται να οδηγήσει την τιμή του αγαθού στην αντίθετη κατεύθυνση από εκείνη, η οποία θα απέληγε στην επίτευξη κέρδους. Η κερδοσκοπική τάση κατά συνέπεια θα πρέπει να εξισορροπείται με την ανάληψη λελογισμένου κινδύνου, με γνώμονα τις υφιστάμενες κατά περίπτωση συνθήκες, αλλά και τους ειδικότερους στόχους στους οποίους αποβλέπει ο συνταξιοδοτικός οργανισμός. Ιδιαίτερα δε οι χρηματοοικονομικές αγορές είναι συνυφασμένες με την έννοια του επενδυτικού κινδύνου.

### **Η οριοθέτηση της χρηματοοικονομικής κερδοσκοπίας ως μέτρου κοινωνικής προστασίας**

3. Η εξισορρόπηση κερδοσκοπίας και κινδύνων επιτυγχάνεται με την οριοθέτηση της πρώτης σε συνάρτηση με τους δεύτερους. Αυτή η οριοθέτηση προβάλλει ως μέτρο κοινωνικής προστασίας, αφού η μείωση του αναλαμβανόμενου κινδύνου λειτουργεί προς όφελος των μελών του συνταξιοδοτικού οργανισμού. Αυτή δε η προστασία, από τη φύση της, είναι απαραίτητο να διασφαλιστεί με την κρατική παρέμβαση, με τη θέσπιση σχετικών κανόνων δικαίου. Ο κίνδυνος μειώνεται καταρχήν με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του οργανισμού, με την οποία επιτυγχάνεται η αντιστάθμιση των επενδυτικών κινδύνων, αφού η μείωση της αξίας κάποιου στοιχείου αντισταθμίζεται με την αύξηση της αξίας άλλου στοιχείου. Αξιολογείται δε το συνολικό αποτέλεσμα των επενδυτικών επιλογών του διαχειριστή της περιουσίας του οργανισμού, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δεν ελέγχονται και οι κατ' ιδίαν επενδυτικές πράξεις, ως μεμονωμένες ενέργειες, στο πλαίσιο μίας επενδυτικής στρατηγικής. Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του συνταξιοδοτικού οργανισμού επιτρέπει και την αντιμετώπιση των τρεχουσών υποχρεώσεών του. Πράγματι, οι επενδύσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα επιτρέπουν τη χρήση των σχετικών κεφαλαίων για την τακτοποίηση των τρεχουσών υποχρεώσεων του οργανισμού, ενώ οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις διενεργούνται από τα διαθέσιμα που ο οργανισμός δε θα χρειαστεί άμεσα για ίδια χρήση.

### **Οι επιλογές για την εξισορρόπηση κερδοσκοπίας και κινδύνων**

4. Το δίκαιο συνεπώς, σύμφωνα με τα ανωτέρω, έρχεται για να θέσει κανόνες οι οποίοι οριοθετούν τις κερδοσκοπικές τάσεις που μπορεί να διακρίνουν το διαχειριστή συνταξιοδοτικού οργανισμού, στο πλαίσιο της επιδίωξης διασφάλισης μίας κοινωνικής προστασίας. Αυτοί οι κανόνες, επιδιώκοντας και μία ελάχιστη διαφοροποίηση των επενδύσεων του οργανισμού, τείνουν στη διασφάλιση μίας ποιότητας των στοιχείων που συνθέτουν το υπό διαχείριση χαρτοφυλάκιο, με αυτή την ποιότητα να λειτουργεί επίσης ως μέτρο κοινωνικής προστασίας. Οι κερδοσκοπικές τάσεις επομένως περιορίζονται, αφού στενεύει το πεδίο εντός του οποίου δικαιούται να κινηθεί ελεύθερα ο διαχειριστής. Κλασσική μέθοδος περιορισμού αυτών των τάσεων συνιστά η θέσπιση ανώτατων επενδυτικών ορίων, τα οποία οφείλει να τηρεί ο διαχειριστής. Παράλληλα, προβλέπονται και συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, τα οποία θα πρέπει να πληρούν τα επενδυτικά μέσα που επιλέγει ο διαχειριστής. Η ευρωπαϊκή οδηγία 2003/41 για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα επαγγελματικής απασχόλησης εκφράζει μία διαφορετική φιλοσοφία, που βασίζεται στην επιλογή ποιοτικών επενδύσεων, δηλαδή επενδύσεων οι οποίες παρουσιάζουν ποιοτικά χαρακτηριστικά, χωρίς την προσήλωση σε ποσοτικούς περιορισμούς, για την απόκτηση συγκεκριμένων στοιχείων. Αυτή η φιλοσοφία, την οποία ακολουθεί και ο ελληνικός Ν. 3029/02 για τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης, θέτει το βάρος της επιλογής στο διαχειριστή του συνταξιοδοτικού οργανισμού. Αυτή η προσέγγιση επιτρέπει την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων, εφόσον η ανυπαρξία ποσοτικών περιορισμών καθιστά δυνατή την πραγματοποίηση επένδυσης σε προσοδοφόρα ποιοτικά μέσα, κατά την κρίση του διαχειριστή. Συγχρόνως όμως προϋποθέτει την εφαρμογή διαδικασιών μέτρησης των κινδύνων και, γενικότερα, αρχών διακυβέρνησης του οργανισμού, μέσα από τις οποίες θα διασφαλίζεται η καταλληλότητα των προσώπων που λαμβάνουν τις επενδυτικές αποφάσεις. Αυτά τα πρόσωπα θα πρέπει να ενεργούν με σύνεση, ώστε να μην αναλαμβάνουν, για λογαριασμό του οργανισμού, κινδύνους, η επέλευση των οποίων θα διακινδυνεύσει την ικανότητά του να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Η αρχή της συνετής, υπό αυτή την έννοια, διαχείρισης, θέτει επομένως ποιοτικό περιορισμό για τις επενδύσεις, αντί για ποσοτικό τέτοιο.

### **Η προσέγγιση του Ν. 3586/07**

5. Ο Ν. 3586/07 για την αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, σε συνδυασμό με την απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας με αριθμό Β7/26028/4468/2008 για τους κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς αυτών των φορέων, ακολουθεί μία

ενδιάμεση στάση. Στο άρθρο 3 του ανωτέρω νόμου, ορίζεται καταρχήν ότι οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να επενδύουν σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, πλην των σύνθετων ομολόγων και να διενεργούν πράξεις *per se* σε τέτοιους τίτλους, χωρίς περιορισμό. Η έκφραση «χωρίς περιορισμό» έχει την έννοια ότι οι επενδύσεις δεν υπόκεινται σε επενδυτικό όριο ή σε άδεια. Δε σημαίνει όμως ότι, κατά τη διενέργειά τους, ο φορέας δεν υποχρεούται να τηρεί τις αρχές επενδυτικής συμπεριφοράς που αναφέρονται στο άρθρο 17 αυτού του νόμου και στην ανωτέρω υπουργική απόφαση. Η τελευταία όμως περιέχει ρητή αναφορά στην αρχή της συνετής διαχείρισης, στο άρθρο 5 παρ. 4 στοιχ. δ, μόνο για το μετοχικό χαρτοφυλάκιο των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Αυτή η αναφορά φαίνεται να προσλαμβάνει τη σημασία ότι η αρχή της συνετής διαχείρισης δεν ισχύει για τις επενδύσεις σε τίτλους του Δημοσίου, πλην των σύνθετων ομολόγων, για τα οποία επίσης φαίνεται να μην ισχύει, αφού, για αυτές τις επενδύσεις, προβλέπεται ανώτατο επενδυτικό όριο. Ιδιαίτερα τονίζεται ωστόσο ότι ο φορέας οφείλει να λαμβάνει τις επενδυτικές αποφάσεις του με γνώμονα την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης, παράλληλα όμως, με ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Η κερδοσκοπία κατά συνέπεια αναγνωρίζεται ως νόμιμη επιδίωξη, οριοθετείται όμως, αφενός μεν από τις αρχές επενδυτικής συμπεριφοράς που θέτει η νομοθεσία, αφετέρου δε από την αντίστροφη επιδίωξη ελαχιστοποίησης του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Δε θα πρέπει ωστόσο να παραλείψει κανείς να διαπιστώσει, μέσα από την ανυπαρξία επενδυτικού περιορισμού στις επενδύσεις σε τίτλους του Δημοσίου, ένα μηχανισμό απορρόφησης του δημόσιου χρέους από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης, σε παρεκτροπή από το σκοπό που αυτοί οι φορείς τείνουν να εξυπηρετήσουν, από τη φύση τους. Η πρόβλεψη επενδυτικών ορίων στο σύνολο των λοιπών στοιχείων, ακόμη και για αυτά που παρουσιάζουν εχέγγυα ισοδύναμης ασφάλειας με τους τίτλους του Δημοσίου, επιβεβαιώνει αυτό το συμπέρασμα. Πράγματι, το άρθρο 4 Ν. 3586/07 ακολουθεί μία διαφορετική προσέγγιση, ως προς τις επενδύσεις στα λοιπά επιτρεπόμενα μέσα, ενώ το άρθρο 5 παρ. 5 της απόφασης για τους κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς των φορέων κοινωνικής ασφάλισης προβλέπει πρόσθετα όρια, στο πλαίσιο της διασφάλισης της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του φορέα. Αυτά τα όρια ισχύουν παράλληλα με τις αρχές επενδυτικής συμπεριφοράς, η οποία καλύπτει το σύνολο της επενδυτικής δραστηριότητας του φορέα.

#### **Οι επενδύσεις σε σύνθετα ομόλογα**

6. Ειδικά ως προς τις επενδύσεις σε σύνθετα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, τα οποία τοποθετούνται εκτός του πεδίου των επενδύσεων χωρίς περιορισμό, κρίθηκε ότι η θέσπιση επενδυτικού ορίου συνιστά μέτρο διασφάλισης κοινωνικής προστασίας, από τις τάσεις κερδοσκοπίας που διακρίνουν τις συγκεκριμένες επενδύσεις. Η λύση που ακολουθήθηκε, για λόγους καθαρά σκοπιμότητας, κάθε άλλο παρά ικανοποιητική αναδεικνύεται. Φανερόνεται δε και αντίθετη με τις τάσεις που εκφράζονται από την επενδυτική πολιτική συνταξιοδοτικών οργανισμών, τα τελευταία έτη. Συγκεκριμένα, όπως αναφέρεται σε σχετική μελέτη<sup>1</sup>, σε διεθνές επίπεδο, εκδίδονταν μεγάλος αριθμός τέτοιων προϊόντων, που διοχετεύονταν στην αγορά προς επένδυση. Ειδικότερα για την Ελλάδα, αυτή η τάση παρατηρείται για το διάστημα από το 2001 μέχρι το 2005 (η σχετική έρευνα καλύπτει την περίοδο 1996-2005). Η έκδοση τέτοιων τίτλων από το Δημόσιο εξυπηρετούσε τις δανειακές ανάγκες των εθνικών κυβερνήσεων, ενώ παράλληλα επέτρεπε την τόνωση της δημιουργίας μίας εθνικής αγοράς ομολόγων, με την έννοια όχι απαραίτητα της οργανωμένης αγοράς, αλλά της προσφοράς αυτών προς επένδυση. Τα ασφαλιστικά ταμεία αντιπροσώπευαν, μαζί με τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, βασικό φορέα επένδυσης σε τέτοια προϊόντα, με εκδότη το Δημόσιο, για τη συγκεκριμένη περίοδο που καλύπτει η έρευνα. Αυτή η τάση των ασφαλιστικών ταμείων να επενδύουν σε μακροπρόθεσμα

1. *H.J. Bloomstein*, Pension funds and the evolving market for (ultra-) long government bonds, *Pensions* vol. 12/2007, 175 επ.

ομόλογα δικαιολογείται όχι μόνο από το γεγονός ότι διαπιστώνεται πλέον μία γήρανση του πληθυσμού, αλλά και από το πλεονέκτημα που παρέχουν αυτοί οι μακροπρόθεσμης ισχύος τίτλοι να επιτυγχάνουν αποδόσεις, σε αντιστάθμιση από τυχόν αρνητικές αποδόσεις επενδύσεων σε άλλα στοιχεία, υψηλότερου κινδύνου. Η λειτουργία αυτών των προϊόντων ως μέσων αντιστάθμισης απόδοσης, υπό την ανωτέρω έννοια, βασίζεται στο γεγονός ότι συνδέονται με αξίες οι οποίες παρέχουν προοπτικές απόδοσης ανεξάρτητα από την πορεία συγκεκριμένων αγορών, στις οποίες έχουν επενδυθεί στοιχεία του υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου.

#### **Η διενέργεια πράξεων γeros σε τίτλους του Δημοσίου από τους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς**

7. Ως προς τις συμβάσεις γeros, ενώ το άρθρο 3 Ν. 3586/07 αναφέρεται σε αυτές ως συμφωνία αγοράς και επαναπώλησης, το άρθρο 2 περ. 15 της υπουργικής απόφασης για τους κανόνες συμπεριφοράς των φορέων κοινωνικής ασφάλισης εξειδικεύει μόνο την περίπτωση του reverse γero, δηλαδή τη συμφωνία μεταβίβασης με παράλληλη υποχρέωση επαναγοράς του εν λόγω τίτλου από το φορέα κοινωνικής ασφάλισης. Εξυπακούεται πάντως ότι από το γεγονός ότι οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης δύνανται να ρευστοποιούν τους τίτλους του Δημοσίου που κατέχουν, πλην των σύνθετων ομολόγων, χωρίς περιορισμό, προκύπτει ότι η νομιμότητα της διενέργειας της πράξης reverse γero δεν τίθεται υπό αμφισβήτηση. Τόσο ο νόμος όσο και η απόφαση όμως περιέχουν αναφορά σε αγορά και μεταβίβαση του τίτλου, δηλαδή σε μεταβίβαση της κυριότητάς του. Ωστόσο, από το δεύτερο εδάφιο της παρ. 15 του άρθρου 2 της απόφασης, κατά το οποίο, «η εν λόγω συμφωνία δεν επιτρέπει στον Φ.Κ.Α. να μεταβιβάσει ή ενεχυριάσει το συγκεκριμένο τίτλο σε περισσότερους του ενός αντισυμβαλλόμενους ταυτόχρονα», συνάγεται ότι είναι επίσης επιτρεπτή στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης η παραλλαγή της σύμβασης γero που προβλέπει την ενεχυρίαση του τίτλου αντί της μεταβίβασης αυτού. Υπό αυτό το πρίσμα, διαπιστώνει κανείς ότι η υπουργική απόφαση ακολουθεί μια διασταλκτική ερμηνεία της διάταξης του άρθρου 3 παρ. 1β του νόμου, ως προς τον ορισμό της πράξης γero, με αυτή την ερμηνεία να μην αντικρούεται από τη διατύπωση του άρθρου 3. Ειδικότερα η ενεχυρίαση των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης θα πρέπει να θεωρηθεί ως επιτρεπτή, αφού, πρώτο, δεν απαγορεύεται ρητά από το νόμο και, κυρίως, δεύτερο, η παρ. 2 του άρθρου 3 Ν. 3586/07 επιτρέπει τη ρευστοποίηση των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου χωρίς περιορισμό, με τη ρευστοποίηση να συνιστά πράξη εκποίησης του τίτλου, δηλαδή πράξη βαρύτερη της ενεχυρίασης. Η υπουργική απόφαση όμως επιβάλλει η σύμβαση γero να συνάπτεται με ένα μόνο αντισυμβαλλόμενο του φορέα, ο οποίος θα πρέπει να είναι πιστωτικό ίδρυμα.

#### **Ο δανεισμός τίτλων του Δημοσίου από τους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς**

8. Το άρθρο 6 παρ. 10 Ν. 2198/94 επιτρέπει ρητά το δανεισμό άυλων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με αναλογική εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 806 του Α.Κ. Ο δανειολήπτης, στο πέρας του δανείου, οφείλει επομένως να επιστρέψει τίτλους της ίδιας ποσότητας και ποιότητας. Εάν μάλιστα οι δανεισθέντες τίτλοι είναι τίτλοι σταθερής απόδοσης, θα πρέπει να επιστραφεί ίσος αριθμός τίτλων της ίδιας ημερομηνίας έκδοσης, της ίδιας ονομαστικής αξίας, της ίδιας διάρκειας και με τον ίδιο τρόπο υπολογισμού της απόδοσης. Ο Ν. 3586/07 και η υπουργική απόφαση για τους κανόνες συμπεριφοράς των φορέων κοινωνικής ασφάλισης δεν περιέχουν ρητή αναφορά στο δανεισμό τίτλων του ελληνικού δημοσίου, ως μέσο αξιοποίησης της περιουσίας αυτών των φορέων. Ωστόσο, η αναγνώριση της δυνατότητας ρευστοποίησης τίτλων του Δημοσίου χωρίς περιορισμό, όπως διατυπώνεται στο άρθρο 3 παρ. 2 Ν. 3586/07, υπαγορεύει και την αποδοχή της δυνατότητας δανεισμού αυτών των τίτλων, από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Στην έννοια της «ρευστοποίησης» συμπεριλαμβάνεται κάθε πράξη εκποίησης του τίτλου που οδηγεί στην αποξένωση του φορέα από αυτόν, είτε προσωρινά (γeros: προσωρινή μεταβίβαση κυριότητας) είτε οριστικά (πώληση και μεταβίβαση

κυριότητας). Αυτή η έννοια συνεπώς θα πρέπει να θεωρηθεί ότι καλύπτει και τη σύμβαση δανεισμού τίτλων, δεδομένου ότι με το δανεισμό των τίτλων, ο φορέας μεταβιβάζει κατά κυριότητα τους τίτλους και ο αντισυμβαλλόμενος υποχρεούται να μεταβιβάσει κατά κυριότητα στο φορέα, σε συγκεκριμένη ημερομηνία ή όταν απαιτήσει αυτό ο φορέας, τίτλους αντίστοιχης αξίας με ομοειδή χαρακτηριστικά. Ο νόμος ρυθμίζει και επιτρέπει χωρίς περιορισμό τη «ρευστοποίηση», δηλαδή την εκπαινετική δικαιόπραξία, η οποία έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβίβαση της κυριότητας ανεξάρτητα από την αιτία αυτής, η οποία μπορεί να είναι είτε σύμβαση πώλησης είτε δανεισμού, είτε οποιαδήποτε μη απαγορευμένη στις συναλλαγές σύμβαση. Εξάλλου, όταν ο φορέας κοινωνικής ασφάλισης δανείζει τους τίτλους, αποξενώνεται μεν νομικά από την κυριότητα αυτών (όπως άλλωστε και στην περίπτωση μεταβίβασης κυριότητας λόγω πώλησης) αλλά δεν αποξενώνεται οικονομικά διότι, αφενός μεν διατηρεί την ενοχική αξίωση επιστροφής τίτλων της ίδιας ποσότητας και ποιότητας και αφετέρου δε, όχι απλά εισπράττει αντάλλαγμα για τη σύμβαση δανείου, αλλά και μπορεί να επιφυλάσσει στον εαυτό του, μέσω σχετικής συμβατικής ρύθμισης, την είσπραξη των ωφελημάτων από τους τίτλους.

#### **Οριοθέτηση της κερδοσκοπίας με την επιλογή επενδυτικών μέσων για την τοποθέτηση των διαθέσιμων του συνταξιοδοτικού οργανισμού**

9. Ο Ν. 3586/07 αναγράφει συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία στα οποία είναι δυνατό να επενδυθούν τα διαθέσιμα των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, αν και, παράλληλα, προβλέπεται η δυνατότητα καθορισμού και άλλων επενδυτικών προϊόντων ως αποδεκτού κινδύνου για αυτούς τους φορείς, με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας. Ως προς τις κινητές αξίες, το άρθρο 4 αυτού του νόμου ακολουθεί μία προσέγγιση περιοριστικής αρίθμησης τέτοιων αξιών, με γνώμονα κάποια ποιοτικά χαρακτηριστικά τους, αποκλείοντας την επένδυση σε άλλες αξίες, οι οποίες δε συγκεντρώνουν αυτά τα χαρακτηριστικά, με την επιφύλαξη του καθορισμού τέτοιων αξιών, με υπουργική απόφαση, κατά τα ανωτέρω εκτιθέμενα. Οι μετοχές, ειδικότερα, θα πρέπει να έχουν εκδοθεί από εταιρεία κράτους - μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης και να είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά τέτοιου κράτους, ενώ επιτρέπεται η τοποθέτηση σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, μόνο εφόσον αυτοί εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας 85/611, αν και πλέον, μετά την επικείμενη κατάργηση αυτής της οδηγίας, θα διευρυνθεί ο επενδυτικός ορίζοντας σε σχήματα συλλογικής διαχείρισης, αφού η πρόσφατη οδηγία 2009/65 έχει ευρύτερο πεδίο εφαρμογής, ως προς τους οργανισμούς που ρυθμίζει. Η αναφορά του νόμου μόνο σε αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζεται ωστόσο ανακριβής, διότι φαίνεται να μην καλύπτει και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων που λειτουργούν με τη μορφή της εταιρείας επενδύσεων. Μία τέτοια, περιοριστική του πεδίου εφαρμογής της διάταξης, ερμηνεία δε θα πρέπει όμως να γίνει αποδεκτή. Πρόθεση των συντακτών της υπήρξε με τον όρο «αμοιβαία κεφάλαια» να νοούνται οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες γενικότερα, ανεξάρτητα της νομικής μορφής τους. Η ρητή δυνατότητα επένδυσης σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας του Ν. 2778/99, τουλάχιστον με τα σημερινά δεδομένα, εμφανίζεται ως θεωρητική, αφού τέτοια αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν ακόμη συσταθεί, ούτε προβλέπεται να συσταθούν στο εγγύς μέλλον. Οι επενδύσεις σε ομόλογα πλην του Ελληνικού Δημοσίου επιτρέπεται, εφόσον αυτά έχουν εκδοθεί από άλλο κράτος - μέλος της Ευρωζώνης, εκτός εάν πρόκειται για σύνθετο ομόλογο, οπότε η επένδυση, κατ' εξαίρεση, δεν επιτρέπεται. Η διάκριση των χωρών της Ευρωζώνης από τα λοιπά κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και η απόλυτη εξαίρεση της επένδυσης σε σύνθετα ομόλογα άλλων κρατών - μελών της Ένωσης, πλην της Ελλάδας, δημιουργεί πάντως ζήτημα συμφωνίας με τις αρχές της κοινοτικής νομοθεσίας. Η λύση του νόμου σε αυτό το σημείο μαρτυρεί τις προθέσεις των συντακτών του να αποτρέψουν τα ταμεία από την ανάληψη συναλλαγματικού κινδύνου. Η ίδια λογική παρατηρείται και για τις επενδύσεις σε μετοχές, αφού αυτές θα πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε Ευρώ. Δεν ισχύει όμως το ίδιο για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, οι οποίοι αρκεί να εί-

ναι εναρμονισμένοι στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ η αξία των μετοχών ή μεριδίων τους μπορεί να εκφράζεται και σε άλλο νόμισμα πλην του Ευρώ. Η ανάληψη συναλλαγματικού κινδύνου από το φορέα κοινωνικής ασφάλισης, ως προς αυτές τις επενδύσεις, κρίθηκε συνεπώς αποδεκτή, χωρίς όμως δικαιολογία της διαφορετικής ρύθμισης σε αυτό το σημείο. Στο ίδιο πλαίσιο ιδεών, η αποδοχή της δυνατότητας επένδυσης μόνο σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και σε δικαιώματα προαίρεσης που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και όχι σε αντίστοιχα συμβόλαια ή δικαιώματα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλες οργανωμένες αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συνιστά διακριτική μεταχείριση των τελευταίων αγορών έναντι του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και των προϊόντων που διαπραγματεύονται στις πρώτες αγορές έναντι εκείνων που διαπραγματεύονται στη δεύτερη. Πέρα από αυτό όμως, η απόλυτη εξαίρεση από τη δυνατότητα επένδυσης σε άλλα στοιχεία, εκτός εκείνων που αριθμούνται στο άρθρο 4, δεν επιτρέπει στους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς να εκμεταλλευθούν ευκαιρίες που παρέχονται, για αποκόμιση κερδών, με τη μορφή της υπεραξίας, από επενδύσεις σε οργανισμούς που παρουσιάζουν υψηλές αποδόσεις. Η περίπτωση των Funds of Hedge Funds, στα οποία επενδύουν συνταξιοδοτικά σχήματα της αλλοδαπής, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, είναι χαρακτηριστική. Ο Έλληνας νομοθέτης επέλεξε την οδό της απαγόρευσης, ενώ η εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης θα μπορούσε να λειτουργήσει σε αυτό το σημείο ως εξισορροπητικός παράγοντας της τάσης προς κερδοσκοπία και της κοινωνικής προστασίας. Η επιδίωξη κοινωνικής προστασίας περιόρισε εδώ το πεδίο για κερδοσκοπία, με τον περιορισμό να επιτυγχάνεται με τη μείωση των επενδυτικών επιλογών του διαχειριστή.

### **Οριοθέτηση της κερδοσκοπίας με τη θέσπιση ανώτατων ορίων επένδυσης**

10. Η θέσπιση ανώτατου ορίου τοποθέτησης σε επενδυτικό μέσο καταδεικνύει πάντως την αναγνώριση σε αυτό το μέσο ποιοτικών χαρακτηριστικών, που καθιστούν αυτό αποδεκτή επένδυση. Από την άλλη πλευρά όμως συγχρόνως αναγνωρίζεται η ύπαρξη κινδύνων από τη συγκεκριμένη επένδυση, με το όριο να λειτουργεί ως μέτρο οριοθέτησης των αναλαμβανόμενων κινδύνων. Η πρόβλεψη ορίου επένδυσης στα σύνθετα ομόλογα εκφράζει αυτή την τάση. Αντίθετα όμως, η πρόβλεψη ανώτατου ορίου και για τις επενδύσεις σε προθεσμιακές καταθέσεις σε τράπεζες της ημεδαπής –και πάλι χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η διάσταση του ζητήματος από την πλευρά του δικαίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης– δεν υποδηλώνει επικινδυνότητα της επένδυσης, αλλά φανερώνει τις προθέσεις των συντακτών του νόμου να μην επιτρέψουν τη δέσμευση των κεφαλαίων του φορέα κοινωνικής ασφάλισης πέρα από ένα ποσοστό. Τα όρια εξάλλου προσδιορίζουν και τη χαμηλότερη επιτρεπτή διασπορά του χαρτοφυλακίου του φορέα, όσο δε μικρότερα είναι αυτά τα όρια, τόσο μεγαλύτερη διασπορά επιτυγχάνεται. Αυτή η διασπορά συνιστά πρωταρχικό μέτρο περιορισμού των κινδύνων για το συνολικό χαρτοφυλάκιο του φορέα. Ο Ν. 3586/07 όμως, από την αντίστροφη πλευρά, δε θέτει όριο για τις καταθέσεις των πλεονάζοντων κεφαλαίων των φορέων κοινωνικής ασφάλισης στην Τράπεζα της Ελλάδος, με την ποσότητα των επενδύσεων των φορέων από αυτά τα κεφάλαια να αποφασίζονται, από τις διοικήσεις τους, χωρίς να προβλέπεται κατώτατο όριο επενδυμένων κεφαλαίων. Ακόμη δε περισσότερο, η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί και τη δραστηριότητα του διαχειριστή της περιουσίας τους, σύμφωνα με το άρθρο 3 Ν. 2216/94 και του άρθρου 15 παρ. 11<sup>α</sup> Ν. 2469/97, για το Κοινό Κεφάλαιο των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων. Η διασπορά του χαρτοφυλακίου των φορέων, αλλά και η αποφυγή της σύρρευσης κινδύνων, για το σύνολο του χαρτοφυλακίου, κατά την έννοια του άρθρου 17 παρ. 1 στοιχ. αδ Ν. 3586/07, τίθενται συνεπώς σε σοβαρή αμφισβήτηση, με αυτές τις ρυθμίσεις, αφού, πρώτο, η διασπορά καθορίζεται τελικά από τον ίδιο το φορέα, ο οποίος δικαιούται να αφήσει τα πλεονάζοντα κεφάλαια στην Τράπεζα της Ελλάδος και, δεύτερο, η σύρρευση των κεφαλαίων στο Κοινό Κεφάλαιο των Νομικών Προσώπων Δημοσίου Δικαίου και Ασφαλιστικών Φορέων αντίκειται σε κάθε έννοια διασποράς του χαρτοφυλακίου που θα έχει ενταχθεί σε αυτό το Κεφάλαιο.

### Οριοθέτηση της κερδοσκοπίας από την αρχή της συνετής διαχείρισης

11. Η αρχή της συνετής διαχείρισης<sup>2</sup>, η οποία απαιτεί την εξισορροπημένη και υπεύθυνη διαχείριση, δια μέσου μίας διαφοροποίησης των επενδύσεων και αυτοπεριορισμών, υπό το πρίσμα της ποιότητας των επενδύσεων, από την πλευρά της, παρέχει στο φορέα ο οποίος έχει επιφορτιστεί με την ευθύνη για τη διαχείριση του συνταξιοδοτικού οργανισμού, το δικαίωμα να αποφασίζει την επενδυτική στρατηγική αυτού του οργανισμού, χωρίς να υπόκειται σε νομικούς περιορισμούς, ως προς ανώτατο ή κατώτατο όριο επενδύσεων του ενεργητικού του σε συγκεκριμένα στοιχεία ή στην αλλοδαπή. Αυτό το δικαίωμα περιορίζεται μόνο από την υποχρέωση της διενέργειας επενδυτικών πράξεων με σύνεση. Η εφαρμογή αυτής της αρχής, η οποία πάντως δεν είναι απόλυτα ασυμβίβαστη με τη θέσπιση επενδυτικών ορίων, αρκεί αυτά τα όρια να δικαιολογούνται υπό το πρίσμα της αρχής της συνετής διαχείρισης, επιτρέπει ελαστικότητα στην επενδυτική πολιτική του οργανισμού, ανάλογα με τις διαχειριστικές επιδιώξεις και τα χαρακτηριστικά του και παρέχει τη δυνατότητα μεταβολής της επενδυτικής στρατηγικής, ανάλογα με τις οικονομικές, νομισματικές ή άλλες συνθήκες, που ισχύουν τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η αρχή της συνετής διαχείρισης δεν αποκλείει ωστόσο την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου. Απλά επιτάσσει το επίπεδο του κινδύνου στο οποίο εκτίθεται ο οργανισμός να είναι ανάλογο, αφενός με το σκοπό και τις υποχρεώσεις του οργανισμού και αφετέρου με το ύψος της αναμενόμενης, υπό κανονικές συνθήκες, απόδοσης. Εξάλλου, η επένδυση σε παράγωγα δε φανερώνει, αφ' εαυτή, μη συνετή διαχείριση. Η αρχή της συνετής διαχείρισης σημαίνει κατ' ακολουθία ότι ο διαχειριστής θα ασκεί τα καθήκοντά του με την επιμέλεια, την ικανότητα και τη σύνεση, την οποία θα επεδείκνυε ένας συνετός επαγγελματίας, που θα ενεργούσε, με αυτή την ιδιότητα, ανάλογη δραστηριότητα. Ο διαχειριστής θα ενεργεί δηλαδή με βάση αποκλειστικά το συμφέρον των μελών του οργανισμού, αποσκοπώντας στην επίτευξη κερδών για τους δικαιούχους. Αυτό που αναμένεται από το διαχειριστή είναι να ενεργεί με καλή πίστη και να ασκεί συνετά τη διακριτική του ευχέρεια. Σε αυτό το πλαίσιο ιδεών, η αρχή της συνετής διαχείρισης συνδέεται άμεσα με την επιμέλεια. Το ερώτημα, κάτω από αυτές τις συνθήκες τίθεται, κατά πόσο η συνετή διαχείριση περιλαμβάνει και την επιμέλεια, ή εάν η σύνεση θα κρίνεται και με βάση την επιμέλεια. Το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α.<sup>3</sup> φαίνεται να εντάσσει την επιμέλεια, όπως και την υποχρέωση πίστης, στη συνετή διαχείριση, στο μέτρο που, με βάση τη σχετική νομολογία, η συνετή διαχείριση απαιτεί και καλόπιστη συμπεριφορά. Μία τέτοια ένταξη, ωστόσο, παραγνωρίζει το γενικότερο χαρακτήρα της επιμέλειας, η οποία δεν περιορίζεται στην επενδυτική συμπεριφορά. Δε θα μπορούσε πάντως κανείς να διαφοροποιήσει τη σύνεση από την επιμέλεια, αποδεχόμενος ότι η πρώτη αφορά μόνο τη διαχείριση, ενώ η δεύτερη τη λοιπή συμπεριφορά. Είναι δε ανατίρρητο ότι η υποχρέωση επιμέλειας και πίστης εφαρμόζονται και για τη διενέργεια των επενδύσεων. Η επιμέλεια ωστόσο θα πρέπει να καλύπτει και την οργάνωση του συνταξιοδοτικού οργανισμού, κατά τρόπο ώστε αυτός να είναι σε θέση να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στα καθήκοντά του, δηλαδή στην εκπλήρωση των στόχων του. Αντίστροφα, η σύνεση, ως υπόδειγμα συμπεριφοράς, εφαρμόζεται στις επενδύσεις, αλλά και στις άλλες περιπτώσεις όπου αναγνωρίζεται διακριτική ευχέρεια, δηλαδή δυνατότητα επιλογής μεταξύ διαφορετικών λύσεων. Ωστόσο, θα πρέπει να διακρίνεται η επιμέλεια, η πίστη και η σύνεση. Αυτό προκύπτει και από τη διαφορετική αναφορά και στις τρεις λέξεις.

### Η αρχή της συνετής διαχείρισης και η θεμελίωση της ευθύνης του διαχειριστή

12. Η αρχή της συνετής διαχείρισης μεταθέτει όμως τη μεθοδολογία για τη θεμελίωση της ευθύνης<sup>4</sup>. Η τελευταία θα καταδεικνύεται όχι με την προσφυγή σε μία συγκεκριμένη νομοθετική ή κανο-

2. Βλ. για αυτή την αρχή, Σ. Μούζουλα, Το υπόβαθρο για μία «ποιοτική» διαχείριση της κινητής περιουσίας των συνταξιοδοτικών οργανισμών, ΧρΔ 2008, 181 επ.

3. Υπόθεση *Harvard v. Amory*, η οποία πάντως είχε ως αντικείμενο έρευνας επένδυση και όχι άλλη συμπεριφορά.

4. Βλ. Μούζουλα, ό.π., αριθ. 11.

νιστική διάταξη, αλλά με γνώμονα μία γενικότερη συμπεριφορά, που θα αποτελεί πρότυπο για το διαχειριστή, κατά τρόπο ώστε η εκτροπή από αυτή τη συμπεριφορά να συνιστά το γενεσιουργό λόγο της ευθύνης. Απομακρύνεται συνεπώς κανείς από μία περιπτώσιολογική ευθύνη, που θα προκύπτει από ειδικές διατάξεις και κατευθύνεται σε μία αναζήτηση του υπόβαθρου για τη θεμελίωση της ευθύνης στην εφαρμογή γενικής αρχής. Αυτή η τάση ανταποκρίνεται στις σύγχρονες αντιλήψεις του δικαίου, με βάση τις οποίες αξιολογείται η συμπεριφορά. Η ευθύνη θα μπορεί να είναι δε αυξημένη, στο μέτρο που η εφαρμογή μίας γενικής αρχής, με ευρύτατο περιεχόμενο, δεν αφήνει πεδίο για καταστρατήγηση κανόνα δικαίου. Υπό αυτή την έννοια, η λειτουργία της ευθύνης, ως μηχανισμός αποτροπής επιλήψιμης συμπεριφοράς, αλλά και επανόρθωσης της ζημίας, εμφανίζεται περισσότερο αποτελεσματική. Η θεμελίωση δε της ευθύνης σε μία γενική αρχή αντιστοιχίζεται με τον περιορισμό της εξουσίας του διαχειριστή από μόνο ένα γενικό πλαίσιο αρχών, το οποίο επιτρέπει την αναζήτηση της υψηλότερης δυνατής απόδοσης, μέσα από την ποιότητα. Η ποιότητα της συμπεριφοράς, από την αντίστροφη πλευρά, απομακρύνει την ευθύνη για μη προσήκουσα συμπεριφορά. Ο διαχειριστής που ενεργεί σύμφωνα με το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο, τηρώντας τους τυχόν επενδυτικούς περιορισμούς και, γενικότερα, τις διαδικασίες διενέργειας των επενδύσεων, κατά τεκμήριο, ενεργεί πάντως με σύνεση. Η τελευταία όμως δεν κρίνεται μόνο με βάση αυτό το κριτήριο, όπως και η επιμέλεια. Επομένως, η συμμόρφωση του διαχειριστή με τους κανόνες για την επενδυτική πολιτική του οργανισμού δε συνεπάγεται τον αποκλεισμό του ενδεχόμενου να του αναζητηθούν ευθύνες από τη διαχείριση. Στο ίδιο πλαίσιο ιδεών, η ενέργεια σύμφωνα με τον εσωτερικό κανονισμό της εταιρείας, με την έννοια ότι θα έχουν ακολουθηθεί οι διαδικασίες που εκεί προβλέπονται, δημιουργεί (μαχητό) τεκμήριο για την έλλειψη της ευθύνης του διαχειριστή. Βασικό στοιχείο για τη διακυβέρνηση των συνταξιοδοτικών οργανισμών συνιστά και η διατύπωση επενδυτικών αρχών, οι οποίες δεσμεύουν το διαχειριστή, κατά την ενάσκηση των καθηκόντων του. Η ύπαρξη τέτοιων αρχών, που θα καθιερώνονται στο επίπεδο των κατ' ιδίαν συνταξιοδοτικών οργανισμών, δεν αναιρεί την αρχή της συνετής διαχείρισης, σύμφωνα με την οποία δε θα προβλέπονται ποσοτικά όρια επένδυσης σε συγκεκριμένα στοιχεία, αλλά το βάρος θα τίθεται στην αναζήτηση της ποιότητας των επενδύσεων, μέσα από ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, εξειδικεύοντας ιδίως τα είδη των επενδύσεων του οργανισμού, την ισορροπία μεταξύ αυτών των ειδών επενδύσεων και τον κίνδυνο, την αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεων, καθώς και τις πραγματοποιηθείσες επενδύσεις. Σύμφωνα δε με πρόσφατες θέσεις του Υπουργείου Εργασίας των Η.Π.Α., η ERISA απαιτεί να μην ακολουθείται η επενδυτική πολιτική που αναγράφεται στα έγγραφα του συνταξιοδοτικού οργανισμού, όταν η εφαρμογή αυτής της πολιτικής δε θα συνιστούσε συνετή διαχείριση. Σε τελική ανάλυση, θα πρέπει να διακρίνει κανείς μεταξύ μη προσήκουσας και μη νόμιμης συμπεριφοράς: μη προσήκουσα μπορεί να είναι και συμπεριφορά που δεν απαγορεύεται από τη νομοθεσία, ενώ μη νόμιμη είναι αυτή που δεν επιτρέπεται. Βέβαια, η μη προσήκουσα συμπεριφορά μπορεί τελικά να είναι και μη νόμιμη, στο μέτρο που η συμπεριφορά παραβαίνει αρχή του δικαίου, που οφείλει να σέβεται το υποκείμενο ης συμπεριφοράς. Τέτοια αρχή συνιστά η καλή πίστη, η υποχρέωση πίστεως, επιμέλειας κλπ. Διερωτάται πάντως κανείς, πώς η εποπτική αρχή ή το δικαστήριο θα διαπιστώνει εάν μία επένδυση υπήρξε συνετή, ή εάν η διαχείριση γενικότερα είναι συνετή, χωρίς να υπεισέρχεται στο επίπεδο του ελέγχου σκοπιμότητας. Το ίδιο πρόβλημα ενυπάρχει στην αναζήτηση του εάν ή όχι συγκεκριμένη επένδυση είναι προς το συμφέρον των μελών του οργανισμού. Το μόνο που θα μπορεί να ελέγξει η αρχή ή το δικαστήριο, είναι εάν η υπό κρίση επένδυση εντάσσεται στην επενδυτική στρατηγική του οργανισμού και έχει αποφασιστεί και υλοποιηθεί σύμφωνα με τις προβλεπόμενες διαδικασίες.

#### **Επίμετρο: Η εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης με βάση τα σημερινά δεδομένα στην Ελλάδα**

13. Η ανωτέρω προσέγγιση του τρόπου επενδυτικής διαχείρισης των συνταξιοδοτικών οργανισμών, με βάση την αρχή της συνετής διαχείρισης, θεωρεί ως δεδομένο ότι ο διαχειριστής διαθέτει την



αξιολογική ικανότητα, ώστε να σταθμίσει, με βάση τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επένδυσης, εάν θα επιλέξει αυτή για το χαρτοφυλάκιο του οργανισμού. Η οδηγία για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα επαγγελματικής απασχόλησης, η οποία βασίζει τη διαχείριση αυτών των ιδρυμάτων στην τήρηση της αρχής της συνετής διαχείρισης, περιέχει διατάξεις που διασφαλίζουν την καταλληλότητα του διαχειριστή για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Από την άλλη πλευρά, η ανάθεση της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών οργανισμών σε εταιρείες του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι οποίες αποτελούν αντικείμενο προληπτικής εποπτείας και δραστηριοποιούνται με βάση μία οργανωτική δομή, η οποία παρέχει εγγύα αξιοπιστίας, λειτουργεί ως μία ασφαλιστική δικλείδα για τη διασφάλιση της κοινωνικής προστασίας από κερδοσκοπικές τάσεις, οι οποίες θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων. Ο Ν. 3586/07 και η υπουργική απόφαση για τους κανόνες συμπεριφοράς των φορέων κοινωνικής ασφάλισης περιέχουν επίσης ένα πλέγμα κανόνων, η εφαρμογή των οποίων θα οδηγήσει σε σημαντική βελτίωση του τρόπου διακυβέρνησης αυτών των φορέων. Δε θα πρέπει όμως να διαφεύγει της προσοχής ότι η θέσπιση των όποιων κανόνων δε μπορεί παρά να λαμβάνει υπόψη και τις πραγματικές περιστάσεις, όπως ισχύουν στην πράξη. Δυστυχώς, σε αυτό το σημείο, η ελληνική εμπειρία εμφανίζεται ιδιαίτερα αρνητική. Μόνο όταν η διαχείριση του χαρτοφυλακίου έχει ανατεθεί σε εξειδικευμένο προς τούτο επαγγελματία, παρέχονται εγγύα για μία αποτελεσματική διαχείριση. Στην πραγματικότητα, όπως και σε άλλους τομείς, το σύστημα διαχείρισης πάσχει περισσότερο στο επίπεδο των προσώπων που ασκούν αυτή, παρά στο επίπεδο των κανόνων για την άσκηση της διαχείρισης. Η έλλειψη καταλληλότητας καθιστά την ορθή εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης αμφίβολης αποτελεσματικότητας. Υπό αυτό το πρίσμα, η θέσπιση επενδυτικών ορίων εμφανίζεται ως περισσότερο ενδεδειγμένη, για την αποτροπή καταστάσεων από επενδύσεις σε στοιχεία που παρουσιάζουν αυξημένους κινδύνους, την ύπαρξη των οποίων δεν είναι σε θέση να κατανοήσει αυτός που λαμβάνει τις επενδυτικές αποφάσεις, αν και θα μπορούσε κανείς βάσιμα να υπογραμμίσει ότι η αξιολογική ικανότητα είναι αναγκαία και όταν οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται με την τήρηση ανώτατων ορίων επένδυσης. Σε κάθε περίπτωση, κάτω από αυτή την οπτική γωνία, η ελληνική νομοθεσία στερείται μεν καινοτόμων λύσεων, που θα επέτρεπαν την υιοθέτηση κερδοσκοπικών τάσεων προς την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων, προβλέπει όμως επενδυτικούς κανόνες που περιορίζουν τη διακριτική ευχέρεια του διαχειριστή, θεωρώντας ότι τέτοιοι περιορισμοί επενεργούν ως μέτρα κοινωνικής προστασίας, προς αποτροπή μίας υπέρμετρης κερδοσκοπίας. Απλά η συντηρητική προσέγγιση του Έλληνα νομοθέτη βρίσκει τη δικαιολογητική της βάση στην έλλειψη μίας υποδομής που θα επιτρέψει την υποστήριξη των όποιων διαδικασιών λήψης επενδυτικών αποφάσεων, με κριτήρια που θα μετριάσουν την κερδοσκοπία με τη σωστή στάθμιση και αξιολόγηση των υφιστάμενων κινδύνων. Αυτή η έλλειψη όμως δεν υφίσταται και στο επίπεδο των επαγγελματιών διαχειριστών, που θα μπορούσαν να αναλάβουν τη διαχείριση των συνταξιοδοτικών οργανισμών με την εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης, με αυτή την αρχή να συνιστά τότε το ενδεδειγμένο μέτρο κοινωνικής προστασίας, για την αποτροπή της ανάληψης υπέρμετρων κινδύνων από τάσεις κερδοσκοπίας.

## Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΚΑΙ Η ΕΠΟΠΤΕΙΑ ΤΩΝ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ ΣΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΜΥΛΩΝΑ,  
Καθηγητή Χρηματοοικονομικής,  
Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, Ε.Κ.Π.Α.

Βρισκόμαστε εν μέσω μιας οικονομικής κρίσης στη χώρα μας που προέκυψε από την ανισορροπία των μακροοικονομικών μεγεθών, κυρίως τον υψηλό δανεισμό που προκάλεσε και το έλλειμμα εμπιστοσύνης των δανειστών ως προς την ικανότητα της χώρας μας να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της. Η κρίση αυτή έχει επιπτώσεις σε όλα τα επίπεδα δραστηριότητας με άμεσο αντίκτυπο στην πορεία της οικονομίας καθώς επηρεάζεται αρνητικά από την εφαρμογή της δημοσιονομικής αυστηρότητας.

Εύλογο ερώτημα είναι πως οι οικονομικές εξελίξεις θα επηρεάσουν τα ασφαλιστικά ταμεία και πως αυτά μπορούν να έχουν δημιουργικό ρόλο στην ανάταση της οικονομίας αξιοποιώντας τους παραγωγικούς πόρους που διαθέτουν στο πλαίσιο ενός αποτελεσματικού μηχανισμού εποπτείας και ελέγχου.

Τα ασφαλιστικά ταμεία συγκεντρώνουν κεφάλαια από εργαζόμενους, εργοδότες, και το κράτος και τα επενδύουν ώστε να προσφέρουν τα αναγκαία χρήματα όταν ο εργαζόμενος συνταξιοδοτηθεί. Οι βασικές μορφές με τις οποίες λειτουργούν τα ασφαλιστικά ταμεία είναι δύο:

Προσδιορισμένων συντάξεων και προσδιορισμένων εισφορών. Στην Ευρώπη τα περισσότερα συνταξιοδοτικά συστήματα είναι δομημένα με την πρώτη μορφή, είναι υποχρηματοδοτημένα και το κράτος κατανέμει καθ' έτος ένα μέρος του προϋπολογισμού του προς αυτό το σκοπό. Η δεύτερη μορφή των ασφαλιστικών ταμείων διαθέτει τα κεφάλαια προς επένδυση και καταβάλλει συντάξεις με βάση τη δυναμικότητα των κεφαλαίων να επιτύχουν στοχευόμενες αποδόσεις. Η ως άνω λειτουργία των ασφαλιστικών ταμείων ομοιάζει με τη λειτουργία άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όπως, τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, αμοιβαία κεφάλαια, στο να συγκεντρώνουν κεφάλαια και να τα αποδίδουν. Με άλλα λόγια διαπιστώνουμε ότι τα ασφαλιστικά ταμεία λειτουργούν ως θεσμικοί επενδυτές εντός του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ως θεσμικοί επενδυτές τα ασφαλιστικά ταμεία διεθνώς προσφέρουν μια σειρά από ωφέλειες:

- επενδύουν για λογαριασμό των ασφαλισμένων προσφέροντας καλύτερους όρους κινδύνου απ' ότι θα πετύχαινε ο ίδιος ο ασφαλισμένος
- επιτυγχάνουν διασπορά του κινδύνου όχι μόνο μεταξύ των βασικών κατηγοριών επένδυσης (ομόλογα/μετοχές) αλλά και στις διεθνείς αγορές.
- προτιμούν (αλλά και υποχρεώνονται από την εποπτεία) επενδύσεις σε αγορές και τίτλους που διαθέτουν ρευστότητα
- διαθέτουν ικανότητα να αναλύουν τις δημόσιες πληροφορίες καλύτερα από τους ατομικούς επενδυτές
- διαθέτουν μεγάλα μεγέθη επιτυγχάνοντας οικονομίες κλίμακας που μειώνουν τα κόστη συναλλαγών, τις αμοιβές των επενδυτικών συμβούλων και τα έξοδα διαχείρισης και θεματοφύλακα ανά μονάδα επενδυμένου κεφαλαίου.
- διοχετεύουν χρήματα σε ένα σημαντικό μέρος του πληθυσμού και επομένως παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του βιοτικού επιπέδου στο μέλλον
- προσφέρουν χρηματοδότηση στις κυβερνήσεις για να υλοποιήσουν τα προγράμματά τους αυξάνοντας τη ζήτηση στους κρατικούς τίτλους διατηρώντας χαμηλό το κόστος δανεισμού.

Καθώς οι πληρωμές προς τους ασφαλισμένους γίνεται μετά την συνταξιοδότηση, οι υποχρεώσεις

των ασφαλιστικών ταμείων είναι μακροπρόθεσμες γεγονός που επιτρέπει να αναλάβουν υπολογισμένους κινδύνους ώστε να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις τους. Αυτή η δυνατότητα μετατροπής των σημερινών εισφορών σε περιουσιακά στοιχεία που έχουν μεγάλη χρονική διάρκεια (ομολογίες, μετοχές, ακίνητα, ομόλογα υπερεθνικών οργανισμών) καθιστά σημαντική την παρουσία των ασφαλιστικών ταμείων στις αγορές κεφαλαίου. Βέβαια μια συνετή διαχείριση φροντίζει πάντα να διαθέτει ρευστά διαθέσιμα στις αγορές χρήματος.

Στη μετάβαση από ένα τραπεζοκεντρικό χρηματοοικονομικό σύστημα σε σύστημα που βασίζεται στις κεφαλαιαγορές, τα ασφαλιστικά ταμεία αντικαθιστούν τις τράπεζες και έχουν σημαντικό ρόλο.

Η συνεχής ροή κεφαλαίων επιτρέπει στα ασφαλιστικά ταμεία να λειτουργούν αποτελεσματικά στο ρόλο τους ως θεσμικοί επενδυτές συμπληρώνοντας και δίνοντας ανάπτυξη στις κεφαλαιαγορές.

Τα ασφαλιστικά ταμεία διαμορφώνουν τον τρόπο που λειτουργούν οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου ενισχύοντας την αποτελεσματικότητα, το βάθος και τη ρευστότητα των αγορών.

Η συνεισφορά στη βελτίωση της λειτουργίας του χρηματοπιστωτικού συστήματος βοηθά την ομαλή διοχέτευση της νομισματικής πολιτικής. Στις σημερινές συνθήκες των αγορών όπου πολλοί επενδυτές και διαχειριστές χαρτοφυλακίων έχουν την ανάγκη να αναδιαρθρώσουν τα χαρτοφυλάκια τους, η παρουσία των ασφαλιστικών ταμείων με μακροπρόθεσμους επενδυτικούς ορίζοντες λειτουργεί ευεργετικά για την αγορά και τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ο χαρακτήρας τους ως μακροπρόθεσμοι επενδυτές υποχρεώνει τα ασφαλιστικά ταμεία να αναζητούν ομαλές μακροοικονομικές συνθήκες. Πρωτίστως ενδιαφέρονται για οικονομικό περιβάλλον με μικρό πληθωρισμό ώστε να διατηρήσουν την αγοραστική δύναμη των κεφαλαίων τους.

Το πόσο σημαντικά είναι τα ασφαλιστικά ταμεία στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου προκύπτει από το μέγεθος του ενεργητικού τους. Το 2006 στις χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. υπερέβαινε τα 14 τρις ευρώ. Σε μια μελέτη για το ενεργητικό των ασφαλιστικών ταμείων ανά την υφήλιο της εταιρείας Towers Watson, το μέγεθος των κεφαλαίων τους φθάνει τα 20 τρις ευρώ το 2009. Μάλιστα υπολογίζεται ότι αυτή η αξία προήλθε από αύξηση κατά 15% το 2009 μετά από πτώση 22% το 2008. Τα ασφαλιστικά ταμεία στις ΗΠΑ (57%), Ιαπωνία (14%) και Βρετανία (5%) αποτελούν το 79% του συνόλου.

Η Ολλανδία διατηρεί το μεγαλύτερο ποσοστό κεφαλαίων στα ασφαλιστικά ταμεία ως προς το ΑΕΠ (120%), και ακολουθείται από την Ελβετία (113%) και την Αυστραλία (93%).

Τέλος, ως προς τα σχετικά μεγέθη των ασφαλιστικών ταμείων προσδιορισμένων πληρωμών και προσδιορισμένων εισφορών στις 7 χώρες με τα μεγαλύτερα ταμεία (ΗΠΑ, Βρετανία, Ελβετία, Ολλανδία, Ιαπωνία, Αυστραλία, Καναδάς) τα ταμεία προσδιορισμένων εισφορών αποτελούν το 42% του συνόλου το 2009 ενώ ήταν μόνο το 32% το 1999.

Με τόσο σημαντικό μέγεθος των ταμείων, το κρίσιμο ερώτημα που δημιουργείται είναι πως εποπτεύονται όλα αυτά τα κεφάλαια.

Η απάντηση στο ερώτημα αυτό διαφέρει από χώρα σε χώρα αλλά γενικώς η εποπτεία προέρχεται αφενός από ένα κρατικό φορέα και αφετέρου από την εποπτική αρχή της κεφαλαιαγοράς.

Ο κρατικός φορέας είναι συνήθως μια διεύθυνση ενός υπουργείου ή μια ανεξάρτητη αρχή που λογοδοτεί σε διαρκείς επιτροπές του κοινοβουλίου. Ως προς τη διαχείριση αυτή εξετάζει

- εάν ακολουθούνται οι κανονισμοί ως προς το είδος και το ποσοστό των επενδυμένων κεφαλαίων
- εάν διατηρείται η ρευστότητα στο οριζόμενο ποσοστό
- εάν ακολουθείται η διάρθρωση των κεφαλαίων σύμφωνα με τις κατευθύνσεις που θέτει ο αναλογισμός
- εάν οι διαχειριστές επιτυγχάνουν αποτελέσματα σύμφωνα με τους συγκριτικούς δείκτες αναφοράς.

Σε κάθε περίπτωση το εποπτικό όργανο ορίζει συγκεκριμένους στόχους και πρακτικές που θα πρέπει να ακολουθούνται από τους διαχειριστές.

Συγκεκριμένοι μέθοδοι μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου, του αγοραίου κινδύνου, του κινδύνου ρευστότητας είναι τα βασικά στοιχεία των κατευθυντηρίων γραμμών των διαχειριστών.

Οι διαχειριστές είναι πιστοποιημένοι επαγγελματίες με εμπειρία στη διαχείριση κεφαλαίων που αξιολογούνται για την αποτελεσματικότητά τους.

Χαρακτηριστικό της περιγραφής των περιορισμών στον τρόπο διαχείρισης που ασκείται από τον επιλεγμένο διαχειριστή είναι ένα απόσπασμα από τον κανονισμό διαχείρισης του Νορβηγικού Κρατικού Συνταξιοδοτικού Ταμείου - Διεθνείς Επενδύσεις που εφαρμόζει ο επενδυτικός βραχίονας της Norges Bank σχετικά με τον προσδιορισμό ενός μέγιστου ορίου για τον σχετικό κίνδυνο της αγοράς:

*«Η προσδοκώμενη διαφορά στην απόδοση του χαρτοφυλακίου από την απόδοση του χαρτοφυλακίου αναφοράς όπως μετράται με το λάθος ιχνηλάτησης (tracking error) σε ετήσια βάση δεν θα πρέπει να ξεπερνά το 1,5%».*

Ο επενδυτικός βραχίονας εποπτεύεται από την Νορβηγική Κεντρική Τράπεζα η οποία με τη σειρά της εποπτεύεται από το Υπουργείο Οικονομικών.

Στην Ελλάδα, η εποπτεία της διαχείρισης των ασφαλιστικών ταμείων εναπόκειται άμεσα στο Υπουργείο Εργασίας και έμμεσα στην Τράπεζα της Ελλάδος και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Ο Νόμος 3586/2007 ορίζει το θεσμικό πλαίσιο επενδύσεων και αξιοποίησης των Φ.Κ.Α. Συγκεκριμένα, ορίζει τις επιτρεπόμενες και μη επιτρεπόμενες επενδύσεις σε διάφορα προϊόντα και το πλαίσιο διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων.

Συστήνεται Ειδική Επιτροπή Ελέγχου Επενδύσεων Φ.Κ.Α. σε αντικατάσταση ανάλογης Επιτροπής του Ν. 2676/1999. Η 11-μελής Επιτροπή ελέγχει:

- τη νομιμότητα των συναλλαγών των πάσης φύσεως επενδύσεων σε κινητές αξίες
- την εφαρμογή των αρχών διαχείρισης και των κανόνων επενδυτικής συμπεριφοράς
- τα στοιχεία στα οποία στηρίζονται οι επενδυτικές επιλογές των Δ.Σ. των Φ.Κ.Α. και των διαχειριστών τους

Για την πραγματοποίηση των ως άνω ελέγχων, οι Φ.Κ.Α. για κάθε επένδυση ή ρευστοποίηση υποχρεούνται να υποβάλουν στην Επιτροπή με κοινοποίηση στη Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων όλα τα στοιχεία των συναλλαγών που πραγματοποίησαν εντός 10 ημερών.

Η Επιτροπή υποστηρίζεται στο έργο της από την Διεύθυνση Εργασιών Δημοσίου της Τράπεζας της Ελλάδος. Με αυτό τον τρόπο η ΤτΕ έχει έμμεση συμμετοχή στην εποπτεία των Φ.Κ.Α. καθώς και με τη διαχείριση των διαθεσίμων που οι Φ.Κ.Α. υποχρεούνται να επενδύουν σε αυτήν.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ευθύνεται για τη διασφάλιση της διαφάνειας και την εύρυθμη λειτουργία της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Μεταξύ των εποπτευόμενων φορέων στη διακιοδοσία της είναι και τα αμοιβαία κεφάλαια. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με τους ελέγχους της διασφαλίζει ότι τα Α/Κ λειτουργούν σύμφωνα με τους αυστηρούς κανονισμούς που έχουν θεσπισθεί με τον Νόμο 3283/2004 και τις Αποφάσεις της. Τα Α/Κ οφείλουν να έχουν πιστοποιημένο διαχειριστή και να υπάρχει εσωτερικός ελεγκτής ο οποίος ελέγχει την ορθή τήρηση των διαδικασιών.

Τα κεφάλαια των ασφαλιστικών ταμείων που είναι τοποθετημένα σε Α/Κ έχουν το προνόμιο ότι η ασκούμενη διαχείριση επ' αυτών υπόκειται στους κανόνες διαφάνειας και επαγγελματικής διαχείρισης.

Στα Α/Κ μπορούν να τοποθετηθούν μέχρι το 23% του ενεργητικού τους που προβλέπεται για επενδύσεις σε μετοχές Α/Κ και ακίνητα. Πρόκειται για μικρό συνολικά ποσό. Τα γνωστά επενδυμένα κεφάλαια είναι στα Α/Κ Ασφαλιστικών Οργανισμών (Ομολογιακό και Μικτό) συνολικής αξίας 1 δις

ευρώ. Εποπτεία από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς έχουν και τα 550 εκατομμύρια περίπου που διαχειρίζεται η Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. Α.Ε.Π.Ε.Υ. για λογαριασμό του ταμείου Τ.Α.Π. - Ο.Τ.Ε.

Ο πολυκατακερματισμός της εποπτείας διαχείρισης ξεκινά από την ύπαρξη πολυάριθμων ταμείων με διαχειριστές τα διοικητικά συμβούλια που κατά κόρον στερούνται στοιχειωδών γνώσεων για τις επενδύσεις. Ως εκ τούτου τα περισσότερα τοποθετούν τα αποθεματικά σε τίτλους του δημοσίου και σε καταθέσεις στην Τράπεζα της Ελλάδος από φόβο μήπως κατηγορηθούν για λάθη στη διαχείριση. Κάποια όμως δεν έχουν ανισταθεί στον πειρασμό να κάνουν αγοροπωλησίες ομολόγων με προφανή στόχο τη δημιουργία προμηθειών για τον ενδιάμεσο φορέα ή και να προχωρήσουν σε αγορές δομημένων ομολόγων με αδιαφανή τρόπο.

Η πληθώρα των ταμείων στο ασφαλιστικό σύστημα της χώρας δημιουργεί πρόβλημα στον εποπτικό ρόλο του Υπουργείου το οποίο καλείται να επιλύσει το ζήτημα όταν προκύψει το πρόβλημα. Στην καλύτερη περίπτωση ο εποπτικός έλεγχος επικεντρώνεται στο εάν έχει παραβιαστεί κάποιος νόμος και όχι εάν οι διαχειριστές ωφέλησαν το ταμείο ή το στέρησαν από δυνητικές αποδόσεις.

Σήμερα τα ταμεία της κύριας ασφάλισης έχουν συνενωθεί σε 13 αλλά η διαχείριση των αποθεματικών παραμένει στα συμβούλια του καθενός εκ των οποίων συντίθενται. Οι προτάσεις για το νέο ασφαλιστικό αναφέρονται σε περαιτέρω συνένωση σε 3 ταμεία, και κινούνται στη σωστή κατεύθυνση. Ακόμη πιο σωστή θα είναι η συνένωση όλων των ταμείων σε ένα και μοναδικό για να παύσουν οι εύνοιες και αδικίες σε ορισμένες κατηγορίες εργαζομένων. Αλλά ακόμη και η δημιουργία τριών ταμείων θα αποτελεί μεγάλη βελτίωση της υπάρχουσας κατάστασης αρκεί η ενοποίηση να μη γίνει κατ'επίφαση αλλά να οδηγήσει σε ουσιαστική και ενιαία λειτουργία.

Εάν για την ώρα είναι δύσκολη η πλήρης ενοποίηση των ασφαλιστικών οργανισμών σε ένα ταμείο, εν τούτοις, η ενιαία διαχείριση όλων των αποθεματικών είναι εύκολη. Αρκεί να δημιουργηθεί ένας κεντρικός διαχειριστής με σαφή αποστολή τη διαχείριση των αποθεματικών με αυστηρά επαγγελματικούς όρους. Ο διαχειριστής θα δημιουργήσει 4-5 κεφάλαια που αναλογούν στις διαφορετικές κατηγορίες επενδύσεων και με γεωγραφική κάλυψη. Ανάλογα με το μέγεθος των κεφαλαίων που τοποθετούνται θα κόβονται μερίδια για κάθε ασφαλιστικό φορέα.

Στο τέλος της ημέρας θα προκύπτει η τιμή κάθε μεριδίου και θα είναι γνωστή η αξία των αποθεματικών κάθε ταμείου. Η ενιαία διαχείριση θα μειώσει τα έξοδα διαχείρισης λόγω των οικονομιών κλίμακας που θα προκύψουν, θα αυξήσει τη διαφάνεια των συναλλαγών, θα σταματήσει τα διαχειριστικά λάθη και την αδράνεια όσων άσχετων με το αντικείμενο της επένδυσης αποφασίζουν, θα αντιμετωπίσει καλύτερα την κερδοσκοπία στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, θα επιτρέψει το διαχωρισμό των λειτουργικών διαδικασιών των ταμείων από τη διαχείριση των αποθεματικών και κυρίως θα επιτρέψει την αποτελεσματική εποπτεία από ανεξάρτητες αρχές όπως είναι η Εθνική Αναλογιστική Αρχή και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ως προς τον κεντρικό διαχειριστή μοντέλο ανάπτυξης αποτελούν δύο ήδη υπάρχοντα σχήματα στους κόλπους του μεγαλύτερου ασφαλιστικού ταμείου του Ι.Κ.Α., αφενός η Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. Α.Ε.Π.Ε.Υ. και αφετέρου η Α.Ε.Δ.Α.Κ. Ασφαλιστικών Οργανισμών.

## ΕΥΘΥΝΕΣ ΟΣΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΖΟΝΤΑΙ ΤΑ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ ΤΩΝ ΦΟΡΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΩΝ

ΠΑΝΑΓΙΩΤΗ ΒΑΣΙΛΑΚΟΠΟΥΛΟΥ,  
Δ.Ν., Δικηγόρου

### I. Βασικές λογικές - μεθοδολογικές παρατηρήσεις

1. Ανήκει στα αυτονόητα, ότι ζητήματα *ευθύνης* –κάποιου ή κάποιων– γεννώνται, όταν, γενικώς, κάτι «*πάει στραβά*»! Αυτό, όμως, το ότι κάτι «*πάει στραβά*» είναι, ως έκφραση, πολυσήμαντο.

Σημαίνει, πρώτα - πρώτα, ότι κάτι «*πήγε στραβά*», οπότε εννοεί, ότι παρά τις προσπάθειες, δεν επιτεύχθηκε ο σκοπός, πράγμα που με την σειρά του σημαίνει, είτε ότι επήλθε ένα απευκτέο αποτέλεσμα, είτε ότι δεν επιτεύχθηκε ένα ευκτέο αποτέλεσμα, έκφραση της οποίας η εκφορά προϋποθέτει ως οριστικώς τετελεσμένη την τελική διαμόρφωση των πραγμάτων μετά την ολοκλήρωση ενός, όποιου, σχεδίου ενεργειών προς την αντίστοιχη κατεύθυνση.

Ανεξάρτητα, όμως από το όποιο αποτέλεσμα, ήδη κατά την διαδρομή, δηλ. σε ένα προγενέστερο στάδιο της επελεύσεως ή μη του τελικού αποτελέσματος, χρησιμοποιούμε την έκφραση, ότι κάτι «*πάει στραβά*» και όταν δεν πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, που είναι γενικώς αποδεκτές για την επίτευξη ή την αποφυγή του αποτελέσματος.

Εκ τρίτου –πράγμα που, στην κοινή αντίληψη, δεν είναι και τόσο αυτονόητο– η κατάφαση ευθύνης κάποιου ή κάποιων, προϋποθέτει παράβαση *κανόνων συμπεριφοράς*, εκ μέρους του ενεργούντος, ως *αιτιώδους παράγοντος* επιτεύξεως η αποφυγής του ευκτέου ή απευκτέου, αντιστοίχως, αποτελέσματος.

Από τον συνδυασμό των παραπάνω δεδομένων τα πράγματα, *λογικώς*, σχηματοποιούνται κατά περίπτωση ως εξής:

1. Μπορεί να συμβαίνει: *Τήρηση των κανόνων συμπεριφοράς και επίτευξη* του σκοπούμένου.
2. Μπορεί να συμβαίνει: *Μη τήρηση των κανόνων συμπεριφοράς και (παρά ταύτα!) επίτευξη* του σκοπούμένου.
3. Μπορεί να συμβαίνει: *Τήρηση των κανόνων συμπεριφοράς και (παρά ταύτα!) μη επίτευξη* του σκοπούμένου.
4. Μπορεί να συμβαίνει: *Μη τήρηση των κανόνων συμπεριφοράς και μη επίτευξη* του σκοπούμένου.

2. Μία άλλη επισήμανση, που προεισαγωγικά πρέπει επίσης να γίνει, αφορά στην λογική δόμηση ενός *κανονιστικού συστήματος*.

Ένα σύστημα κανόνων συμπεριφοράς, μπορεί λογικώς να έχει μία από τις δύο διαμετρικά αντίθετες (και επομένως ασύμβατες μεταξύ τους) αφετηρίες:

Η μεν μία, έχει ως βασική κανονιστική διευθέτηση, δηλ. ως αφετηρία, την κανονιστική πρόταση ότι: «*επιτρέπεται, ό,τι δεν απαγορεύεται*» ή/και ότι «*επιτρέπεται το αντίθετον εκείνου, που δεν επιτάσσεται*» (για να συμπεριλάβουμε και τις *παραλείψεις*).

Έκφραση μίας τέτοιας αφετηρίας, ως προς τις *σχέσεις μεταξύ ιδιωτών*, αποτελεί από πλευράς αστικού δικαίου το άρθρο 361 του Α.Κ. δια του οποίου αναγνωρίζεται η ελευθερία των συμβάσεων. Όσον δε αφορά στην αστική αδιοπρακτική ευθύνη ισχύει και πάλιν ο κανόνας ότι «*επιτρέπεται, ό,τι δεν απαγορεύεται*» και συνεπώς αν κάποιος ενήργησε δικαιωματικά επειδή η πράξη ή η παράλειψή του δεν ήταν κανονιστικός δεσμία, δεν υπέχει ευθύνη. Τα παραπάνω δεν ανατρέπονται ούτε από την

αναγνώριση αστικής *αντικειμενικής ευθύνης*, (= ευθύνης από διακινδύνευση) ούτε από την ονομαζόμενη *νόθο αντικειμενική ευθύνη*. Η μεν αστική *αντικειμενική ευθύνη* αποτελεί ευθύνη εκ του νόμου, άνευ δηλ. της ανάγκης παραβάσεως κάποιου κανόνα συμπεριφοράς, η δε αστική *νόθος αντικειμενική ευθύνη*, προϋποθέτει και πάλι παράβαση κανόνων συμπεριφοράς με ανεστραμμένο απλώς το βάρος αποδείξεως.

Τουναντίον, ένα διαμετρικά αντίθετο προς το ανωτέρω, κανονιστικό σύστημα, θα έχει ως αφηρητική κανονιστική διευθέτηση την πρόταση, ότι *«απαγορεύεται ό,τι δεν επιτρέπεται»*. Έκφανση μιας τέτοιας βασικής κανονιστικής διευθετήσεως αποτελούν εν πρώτοις οι περιπτώσεις για τις οποίες προς δραστηριοποίηση σε ένα χώρο απαιτείται *άδεια* μιας Αρχής. Πράγματι στις περιπτώσεις που απαιτείται κατά Νόμον μία άδεια, τούτο σημαίνει ότι ο Νομοθέτης κατ' αρχήν απαγορεύει την επιχείρηση της αντιστοίχου δραστηριότητας, εκτός αν την επιτρέψει διά τής χορηγήσεως της άδειας! Πέραν όμως τούτου, στο Διοικητικό Δίκαιο λόγω της ισχύουσας αρχής της νομιμότητας της δράσεως της Διοικήσεως και λόγω της απαιτούμενης (καθ' ύλην και κατά τόπον) *αρμοδιότητας*, της δραστηριοποιημένης Διοικητικής Αρχής ο βασικός κανόνας, που αποτελεί την αφηρητή συνίσταται στην κανονιστική πρόταση ότι: *«απαγορεύεται ό,τι δεν επιτρέπεται»!*

Η παραδοχή, όμως, μιας τέτοιας βασικής κανονιστικής διευθετήσεως (= *«απαγορεύεται ό,τι δεν επιτρέπεται»*) συνεφέλκει κατ' ανάγκην και κάτι άλλο: τον ερμηνευτικό κανόνα ότι οι συναφείς διατάξεις είναι: *«στενώς ερμηνευτές»*.

Ερωτάται μετά ταύτα: Ποια είναι η υποκείμενη βασική κανονιστική διευθέτηση του ν. 3586/2007;

Ήδη από το άρθρο 1 παρ. 1 του ν. 3586/2007, προκύπτει ότι *ειδικώς* ενόψει της ύλης και του τρόπου, που την ρυθμίζει, ο νόμος εισάγει τον κανόνα ότι: *«απαγορεύεται ό,τι δεν επιτρέπεται»*, πράγμα που επιβάλλει και την αντίστοιχη (στενή) ερμηνευτική προσέγγιση των διατάξεών του!

Θα πρέπει συνεπώς να δεχθεί κανείς ότι ό,τι ο νόμος δεν επιτρέπει ρητά, απλώς το απαγορεύει!

3. Το τρίτο και τελευταίο ζήτημα, που πρέπει να επισημανθεί στην παρούσα αλληλουχία αφορά στην σχέση *αρχών* (Prinzipien) και *κανόνων* (Normen).

Οι *αρχές*, παρουσιάζουν ελαστικότητα (: μία αρχή μπορεί να παραβιάζεται χάριν μιας άλλης) ενώ οι *κανόνες* όχι. Έτσι σε ένα κανονιστικό σύστημα μπορεί να συνυπάρχουν αντίθετες αρχές, αξιώνοντας να συνεξυπηρετηθούν (π.χ. η επίτευξη της *μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης* και της *ελαχιστοποίησης του αναλαμβανομένου κινδύνου* –βλ. άρθρο 17 παρ. 1 στοιχ. αα' ν. 3586/2007– κινούνται με προφανώς διαμετρικά αντίθετη φορά). Τουναντίον αντίθετοι κανόνες δεν μπορούν να συνισχύουν. Τέλος ενώ κάθε κανόνας ανάγεται πάντοτε σε μία αρχή, λόγω της ισχύος της οποίας θεσπίζεται, μία αρχή δεν συνεπάγεται αυτομάτως και κανόνα, αφού διαφορετικά θα εξαφανιζόταν η εξυπηρέτηση άλλων αντιθέτων αρχών, οι οποίες συνισχύουν μέσα στο ίδιο κανονιστικό σύστημα.

Για κατάφαση της ευθύνης ενός προσώπου, *προϋποτίθεται (και οφείλει να διαπιστώνεται) η εκ μέρους του παράβαση συγκεκριμένων κανόνων και όχι γενικώς η παραβίαση αρχών*.

## II. Οι ρυθμίσεις του Ν. 3586/2007

1. Ο Ν. 3586/2007 περιέχει και *κανόνες* και *αρχές*. Επί τη βάση των τελευταίων, μέσω νομοθετικής εξουσιοδότησεως, ανατέθηκε στον αρμόδιο Υπουργό η διατύπωση περαιτέρω κανόνων επενδυτικής συμπεριφοράς (άρθρο 17 παρ. 2), που δεν μπορούν όμως να είναι αντίθετοι από τους κανόνες, που θεσπίζει ο ίδιος ο Νόμος της τυχόν αντιθέσεως κρινομένης με βάση τον ερμηνευτικό κανόνα που προαναφέρθηκε.

Οι παραπάνω κανόνες επενδυτικής πολιτικής που περιλαμβάνονται στο Ν. 3586/2007 και στην κατ' εξουσιοδότηση του υπουργική απόφαση αποτελούν κανόνες αφηρημένης επιμελείας περί τη διαχείριση των αποθεματικών και διαγράφουν αφενός μεν ποιοτικά και ποσοτικά όρια ως προς τα ε-

πενδυόμενα κεφάλαια αφετέρου δε διαδικασίες ως προς τη λήψη αποφάσεων και ως προς προληπτικούς και κατασταλτικούς ελέγχους. Και μόνη η παράβαση των κανόνων αυτών αποτελεί προϋπόθεση δημιουργίας ευθύνης, ανεξάρτητα τόνος από την πραγματική του επέλευση ή μη περιουσιακής ζημίας (η οποία περιλαμβάνει και τυχόν διαφυγόν κέρδος) όσο και από την ύπαρξη δόλου σε σχέση με την επέλευση μιας τέτοιας ζημίας.

Παράλληλα όμως με τους παραπάνω εξειδικευμένους κανόνες αφηρημένης επιμέλειας ισχύει και ο γενικός κανόνας του «μη ζημιούν άλλον» κανόνας ο οποίος στην γενική μορφή του αποτυπώνεται στο άρθρο 919 Α.Κ., σύμφωνα με το οποίο «*όποιος με πρόθεση ζημίωσε άλλον κατά τρόπο αντίθετο στα χρηστά ήθη, έχει υποχρέωση να τον αποζημιώσει*». Εδώ πλέον το πρυτανεύον στοιχείο είναι η πρόθεση, δηλαδή ο δόλος περί την επαγωγή της ζημίας. Αν συντρέχουν τα στοιχεία αυτά τότε και αστική και ποινική ευθύνη γεννάται –όπως αναλυτικότερα κατωτέρω εκτίθεται– *ανεξαρτήτως του αν έχουν τηρηθεί οι αφηρημένοι κανόνες επιμέλειας, που αναφέρθηκαν*. Μάλιστα το κύριο χαρακτηριστικό των λεγομένων οικονομικών εγκλημάτων –για να προσεγγίσουμε ήδη την ποινική διάσταση του πράγματος–, είναι ότι αυτά τελούνται κατ' εκμετάλλευσιν και κατ' εκμετάλλευσιν τεθεσπισμένων νομίμων διαδικασιών, κατά τρόπον ώστε, η τήρησις των αφηρημένων κανόνων επιμέλειας που αναφέρθηκαν, να αποτελεί την φενάκη υπό την οποίαν συγκαλύπτεται αλλά και τελείται το ουσιαστικό οικονομικό έγκλημα. Αλλά στο ζήτημα αυτό θα επανέλθουμε.

2. Η ευθύνη οδηγεί σε κυρώσεις. Και ήδη ο ν. 3586/2007 στο άρθρο 20 παρ.6 υπό τον τίτλο «*επιβολή ποινών*» ορίζει ότι:

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

α. Χρηματικών προστίμων στα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων και των διοικητικών υπηρεσιών των Φ.Κ.Α. που έλαβαν τη σχετική απόφαση, στα μέλη των οργάνων διοίκησης των Α.Ε.Δ Α.Κ. και των Ε.Ε.Α.Π. των Φ.Κ.Α., καθώς και στους διαχειριστές των Φ.Κ.Α. και μέχρι ποσοστού ένα τοις εκατό (1%) επί της αξίας της επένδυσης για την οποία διαπιστώθηκε η παράβαση.

β. Διοικητικών ποινών στα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων και των διοικητικών υπηρεσιών των Φ.Κ.Α., στα μέλη των διοικητικών συμβουλίων των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Ε.Ε.Α.Π των Φ.Κ.Α., καθώς και στους διαχειριστές των Φ.Κ.Α., οι οποίες δύνανται να φθάνουν έως και την οριστική τους παύση.

Οι αποφάσεις επιβολής ποινών υπόκεινται σε προσφυγή στα διοικητικά δικαστήρια.

Η παραπάνω ρύθμιση είναι προβληματική. Καθόσον αφορά στις διοικητικές ποινές δεν περιγράφονται ποιές είναι, η δε φράση ότι «*δύνανται να φτάσουν έως και την οριστική τους παύση*» μάλλον επιτείνει παρά εξαφανίζει την αοριστία. Από της άλλης πλευράς θεωρώ ότι η εξειδίκευση των ποινών μέσω νομοθετικής εξουσιοδότησεως είναι μη νόμιμη, δοθέντος ότι και οι διοικητικές ποινές όπως και τα «χρηματικά πρόστιμα» αποτελούν ποινική ύλη κατά την έννοια της Ε.Σ.Δ.Α. με αποτέλεσμα να απαιτείται ο εκ του νόμου καθορισμός τους.

Από παρόμοια αοριστία πάσχει και ο καθορισμός των χρηματικών προστίμων «*μέχρι ποσοστού ένα τοις εκατό (1%) επί της αξίας της επένδυσης για την οποία διαπιστώθηκε η παράβαση*», επειδή δεν διευκρινίζεται αν το 1% αποτελεί την οροφή του αθροίσματος των προστίμων που θα επιβληθούν σε όλα τα πρόσωπα που μνημονεύονται στη διάταξη, ή κατά πόσον το 1% αποτελεί την οροφή για το πρόστιμο που θα επιβληθεί σε καθέναν.

Πέραν τούτων, ας μου επιτραπεί η παρατήρηση ότι ο νόμος για μια ακόμη φορά ακολουθεί την οδό ενός αντικειμενικού προσδιορισμού των προστίμων, που πολλές φορές τα καθιστά μη ρεαλιστικά και επομένως μη εισπράξιμα. Ναι μεν αφήνει περιθώριο επιμετρήσεως με άγνωστο το κατώτατο



και γνωστό το ανώτατο όριο (=1%), η πρόσδεση όμως του όποιου ποσοστού θα επιλεγεί με την αξία της επένδυσης, μπορεί να οδηγήσει σε δυσθεώρητα ύψη αναντίστοιχα προς την οικονομική δυνατότητα των τιμωρουμένων. Η ελληνική πραγματικότητα φιλοξενεί πολλά τέτοια παραδείγματα.

3. Τα μέλη των Διοικητικών Συμβουλίων και των διοικητικών υπηρεσιών των Φ.Κ.Α. τα μέλη των οργάνων διοίκησης των Α.Ε.Δ.Α.Κ. και των Ε.Ε.Α.Π. των Φ.Κ.Α., καθώς και οι διαχειριστές των Φ.Κ.Α., αποτελούν στην συνήθη περίπτωση *υπαλλήλους* κατά την έννοια των άρθρων 13 και 263Α του Ποινικού Κώδικα.

α. Οι παραβάσεις των κανόνων αφηρημένης επιμελείας που προαναφέρθηκαν –μόνες αυτές– θα μπορούσαν εκ πρώτης όψεως να στοιχειοθετήσουν το έγκλημα του άρθρου 259 Π.Κ., δηλαδή την παράβαση καθήκοντος. Εντούτοις η παράβαση καθήκοντος αφενός μεν έχει ρήτρα επικουρικότητας, δηλαδή η πράξη τιμωρείται ως παράβαση καθήκοντος αν δεν τιμωρείται με άλλη διάταξη, αφετέρου δε η τέλεση του εγκλήματος προϋποθέτει ένα πρόσθετο υποκειμενικό στοιχείο, δηλαδή ο δράστης να εμφορείται από σκοπό οφέλους ή βλάβης. Αν όμως υπάρχει σκοπός οφέλους ή βλάβης, λόγω του χώρου στον οποίο κινούμεθα θα προβάλλει στις περισσότερες περιπτώσεις, άλλο βαρύτερο έγκλημα (πχ. Απάτη ή απιστία ή και απιστία περί την υπηρεσία) τουλάχιστον εν αποπείρα, αν τελικώς δεν πραγματοποιηθεί η ζημία ή το όφελος.

β. Υπό την προϋπόθεση ότι υπάρχει δόλος στα παραπάνω πρόσωπα είναι δυνατόν να στοιχειοθετηθεί απιστία είτε κοινή (α. 390 Π.Κ.) είτε απιστία σχετική με την υπηρεσία (α. 256 Κ.), Και στις δύο όμως περιπτώσεις απαιτείται άμεσος δόλος, δηλαδή απαιτείται ο δράστης όχι απλώς να προβλέπει ως πιθανή και να αποδέχεται τη ζημία αλλά να είναι βέβαιος για την επέλευσή της. Από της άλλης πλευράς όμως, ο περιορισμός αυτός του αξιοποίνου, που επιτυγχάνεται με το στοιχείο του αμέσου δόλου, διευρύνεται από της άλλης πλευράς με την παραδοχή ότι η απιστία αντικειμενικώς στοιχειοθετείται όχι μόνον με την επέλευση και την οριστικοποίηση της ζημίας αλλά και με τη συγκεκριμένη διακινδύνευση επελεύσεως ζημίας. Τόσον δηλαδή από τη θεωρία όσο και από τη νομολογία γίνεται δεκτό ότι με ζημία εξισούται και ο *in concreto* κίνδυνος επελεύσεώς της.

Βεβαίως οι επενδύσεις που έχουν ως στόχο τη μεγιστοποίηση των αποδόσεων με ελαχιστοποίηση των κινδύνων, (όπως ο ίδιος ο νόμος περιγράφει) είναι πάντοτε συνυφασμένες με κίνδυνο. Εύλογα μετά ταύτα τίθεται το ερώτημα; μήπως συνιστά απιστία κάθε επενδυτική δραστηριότητα; Η απάντηση είναι αρνητική, υπό την προϋπόθεση βέβαια, ότι τηρούνται οι αφηρημένοι κανόνες επιμελείας περί την διαχείριση και ότι δεν συντρέχει βεβαιότητα ως προς την πρόκληση ζημίας.

Αν πάλι οι κανόνες αυτοί δεν τηρούνται, τούτο δεν σημαίνει ότι αυτομάτως έχει τελεστεί απιστία αλλά προσ απαιτείται αφενός μεν αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ της παραβάσεως των αφηρημένων κανόνων επιμελείας και της επελεύσεως της ζημίας αφετέρου βεβαιότητα ως προς την πρόκλησή της - αν και δυσχερώς θα γίνει δεκτό ένα τέτοιο επιχείρημα στην ελληνική δικαστηριακή πραγματικότητα!.

Πριν κλείσουμε τα ζητήματα απιστίας, πρέπει να εξάρουμε το εξής:

Στο νόμο προβλέπονται περιπτώσεις επενδυτικών δραστηριοτήτων που μόνον με την έγκριση του αρμοδίου υπουργού μπορούν να πραγματοποιηθούν. Αν και ο υπουργός εμφορείται από δόλο απιστίας τότε αυτός είναι ο αυτουργός του εγκλήματος –ως τελευταίος δράσας προ της επελεύσεως της ζημίας– όλοι δε οι λοιποί αποτελούν ηθικούς αυτουργούς ή συνεργούς του, με αποτέλεσμα να τίθεται θέμα εφαρμογής του νόμου περί ευθύνης υπουργών με ό,τι αυτό συνεπάγεται.

Αν όμως ο υπουργός πλανάται και εγκρίνει κατά πλάνη τότε οι προκαλέσαντες την πλάνη αποτελούν αυτουργούς απάτης. Απάτη συντρέχει επίσης, αν στα συλλογικά όργανα που συναποφασίζουν μετέχουν πρόσωπα τα οποία πλανώνται, συνεπεία ψευδών παραστάσεων, ή αθέμιτων παρασιωπήσεων ή αποκρύψεων στις οποίες προέβησαν άλλα μέλη των ιδίων οργάνων.

Τόσον η απάτη όσο και η απιστία αποτελούν πρόδρομες συμπεριφορές για την τέλεση του εγ-

κλήματος της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματική δραστηριότητα (κοινώς ξέπλυμα βρώμικου χρήματος), υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι διακινήθηκε προϊόν που προήλθε από τις εν λόγω συμπεριφορές.

Τέλος, και επειδή πρόκειται περί πολυπρόσωπων οργάνων, η κοινή συμπεφωνημένη δράση τριών ή περισσότερων προσώπων, προς τέλεση κακουργηματικής απάτης, συνιστά το αυτοτελώς τιμωρούμενο κακούργημα της εγκληματικής οργάνωσης (α. 187 παρ. 1 Π.Κ.) ή (με συμφωνία τουλάχιστον δύο προσώπων) το πλημμέλημα της συμμορίας, αν πρόκειται για συμφωνία τελέσεως του κακούργηματος της απιστίας (α. 187 παρ. 3 Π.Κ.).

Περιορίζομαι στην παράθεση των ανωτέρω εγκλημάτων που είναι και τα πλέον συνήθη στην ελληνική πραγματικότητα ως συνδεδόμενα με πράξεις διαχειρήσεως. Βεβαίως, υπάρχουν και άλλα, όπως πχ. το άρθρο 255 Π.Κ., όπου υπό τον τίτλο «Αθέμιτη συμμετοχή» ορίζεται ότι: «Υπάλληλος που, άμεσα ή έμμεσα και ιδίως χρησιμοποιώντας άλλο πρόσωπο ή με πράξεις συγκαλυμμένες, πήρε μέρος σε πλειστηριασμό, μίσθωση, δημοπρασία ή σε οποιαδήποτε άλλη πράξη στην οποία ασκεί τα υπηρεσιακά του καθήκοντα, τιμωρείται με φυλάκιση μέχρι δύο ετών και με χρηματική ποινή», το άρθρο 252 Π.Κ. ή η εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών για επενδύσεις στο Χρηματιστήριο, το άρθρο 257 Π.Κ. κ.λπ.

Τέλος για όσα από τα παραπάνω (αλλά και άλλα) εγκλήματα συντρέχουν οι προϋποθέσεις του Ν. 1608/1950, οι ποινές επιτείνονται και μπορούν να φθάσουν ακόμη και σε ισόβιο κάθειρξη.

4. Η ποινική ευθύνη των προσώπων που στελεχώνουν τους ελεγκτικούς μηχανισμούς, εφ' όσον δρουν δολίως προς συγκάλυψη τελεσθέντων εγκλημάτων αρχίζει από την απλή παράβαση καθήκοντος (259 Π.Κ.) διέρχεται διά της υποθάψεως εγκληματία (231 Π.Κ.) και ενδεχομένως φθάνει στην απάτη, υπό την έννοια ότι δι' αθεμίτου αποκρύψεως ή παρασιωπήσεως αληθών γεγονότων, πλανώνται τα αρμόδια όργανα και παραλείπουν να αξιώσουν αποζημίωση από τους δράστες των τελεσθέντων εγκλημάτων.

### III. Τελικές παρατηρήσεις

Ο Νόμος 3586/2007, όπως και πολλά άλλα νομοθετήματα ψηφίσθηκε εν θερμώ, δηλ. υπό το βάρος των «δομημένων ομολόγων». Δεν γνωρίζω αν τα δομημένα ομόλογα αποτελούν δαίμονα ή ευλογία! Εκείνο που γνωρίζω είναι ότι πρόκληση για άσκηση ποινικών διώξεων απετέλεσε το γεγονός ότι από την πρώτη αγοράστρια του ομολόγου μέχρι τον τελικό αγοραστή παρενεβλήθησαν ενδιάμεσοι μέσω των οποίων φέρεται ότι αυξήθηκε η τιμή του και ότι όλα αυτά απετέλεσαν έκφανση προδι-αγεγραμμένου σχεδίου υπό πλειόνων εκπονηθέντος. Η νομοθετική αντίδραση υπήρξε πληθωρική: Καθίδρυσε πολλαπλές διαδικασίες προληπτικού και κατασταλτικού ελέγχου με κινητοποίηση τέτοιου αριθμού προσώπων, ώστε τελικώς παραιτήθηκα από την φιλόδοξη προσπάθεια που έκανα για να τα μετρήσω. Δεν έχω τίποτε εναντίων των ελέγχων! Εκείνο που με απασχολεί είναι τούτο: όσο περισσότεροι εμπλέκονται στους ελέγχους τόσο διαχέεται η ευθύνη, ώστε στο τέλος έκαστος των αιτίων ή έστω υπαιτίων βασίμως να ισχυρίζεται ότι: «ο όφιος με εξηπάτησε»! Επενδύσεις αυτού του είδους έχουν και οφείλουν να έχουν έναν αμιγώς τεχνικό χαρακτήρα. Αν η επένδυση γίνεται lege artis καλώς εγένετο ανεξαρτήτως αποτελέσματος. Σε τελική ανάλυση νόμοι ως ο 3586/2007 προσπαθούν να αντιμετωπίσουν την *διαφορά* ως στοιχείον του DNA! Για το κατά πόσον θα το επιτύχουν οφόμεθα.

## ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ

**ΝΙΚΟΥ ΠΡΩΤΟΝΟΤΑΡΙΟΥ,  
Ορκωτού Εκτιμητή του Σ.Ο.Ε.,  
Πολιτικού Μηχανικού Ε.Μ.Π., Msc ENPC, Paris**

Σκοπός μας είναι να δώσουμε μία συνοπτική εικόνα της ακίνητης περιουσίας των κύριων Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης (Φ.Κ.Α.) και των δυνατοτήτων αξιοποίησης αυτής.

Τα στοιχεία στα οποία βασιζόμαστε ελήφθησαν από ιστοσελίδα του Υπουργείου, όπου έχουν καταχωρηθεί τα ακίνητα ιδιοκτησίας 68 Φ.Κ.Α. Σημειώνεται, ότι σε αυτά δε συμπεριλαμβάνονται τα ακίνητα όλων των ταμείων, όπως του Ν.Α.Τ. και του Ο.Γ.Α., καθώς και εκείνα οργανισμών που υπάγονται στο Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης, όπως Ο.Α.Ε.Δ., Ο.Ε.Κ. και Ο.Ε.Ε.

Πρόκειται, λοιπόν, κυρίως για εμπορικά - επαγγελματικά ακίνητα, τα οποία βρίσκονται σε κεντρικά σημεία διαφόρων πόλεων της χώρας, όπως επίσης και ορισμένα ελεύθερα αστικά οικόπεδα.

Κατηγοριοποιώντας τα ακίνητα αυτά, ξεκινάμε την παρουσίασή τους ανά φορέα:

Εδώ παρατηρούμε ότι τέσσερις Φ.Κ.Α. κατέχουν πάνω από το 50% της ακίνητης περιουσίας,

Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων - Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης Μισθωτών	425.191.134,54 €	32,37%
Ταμείο Ασφάλισης Προσωπικού Ο.Τ.Ε.	114.994.565,92 €	8,75%
Μετοχικό Ταμείο Υπαλλήλων Τράπεζας της Ελλάδος	85.072.017,32 €	6,48%
Ταμείο Συντάξεως Προσωπικού Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος	72.113.516,98 €	5,49%

Ενώ δεκατρείς Φ.Κ.Α. κατέχουν το 80% της συνολικής ακίνητης περιουσίας.

Ίδρυμα Κοινωνικών Ασφαλίσεων - Ενιαίο Ταμείο Ασφάλισης Μισθωτών	425.191.134,54 €	32,37%
Ταμείο Ασφάλισης Προσωπικού Ο.Τ.Ε.	114.994.565,92 €	8,75%
Μετοχικό Ταμείο Υπαλλήλων Τράπεζας της Ελλάδος	85.072.017,32 €	6,48%
Ταμείο Συντάξεως Προσωπικού Εθνικής Τραπέζης της Ελλάδος	72.113.516,98 €	5,49%
Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Δημοσίων Υπαλλήλων	68.640.985,31 €	5,23%
Ταμείο Νομικών	56.604.492,49 €	4,31%
Ταμείο Πρόνοιας Δημοσίων Υπαλλήλων	44.239.745,11 €	3,37%
Ταμείο Συντάξεως & Αυτασφάλισης Υγειονομικών	40.026.674,42 €	3,05%
Οργανισμός Ασφάλισης Ελευθέρων Επαγγελματιών - Ταμείο Ασφάλισης Εμπόρων	35.718.823,83 €	2,72%
Οργανισμός Ασφάλισης Ελευθέρων Επαγγελματιών - Ταμείο Ασφάλισης Επαγγελματιών & Βιοτεχνών	30.564.130,07 €	2,33%
Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών & Εργοληπτών Δημοσίων Έργων	28.509.175,73 €	2,17%
Ταμείο Συντάξεων Προσωπικού Τράπεζας της Ελλάδος	26.757.723,81 €	2,04%
Ενιαίο Ταμείο Επικουρικής Ασφάλισης Μισθωτών	22.190.935,67 €	1,69%

Παρατηρείται ότι στην ταξινόμηση των ακινήτων κατά αντικειμενική αξία, τα πρώτα 37 ακίνητα :

ΑΚΙΝΗΤΟ	ΠΟΛΗ	ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ	ΑΝΤ. ΑΞΙΑ
Ξενοδοχείο ΜΑΚΕΔΟΝΙΑ	Θεσσαλονίκη	Μ. Αλεξάνδρου 2	67.365.890,97
Ξενοδοχείο ΗΛΕΚΤΡΑ	Θεσσαλονίκη	Πλ. Αριστοτέλους 2	47.960.803,90
Ξενοδοχείο ΕΣΠΕΡΙΑ	Αθήνα	Σταδίου 22	41.607.376,59
4οροφο κτίριο	Αθήνα	Πανεπιστημίου 46	34.446.322,12
Θέατρο ΟΛΥΜΠΙΑ και γραφεία	Αθήνα	Ακαδημίας 59	30.711.390,28

ΑΚΙΝΗΤΟ	ΠΟΛΗ	ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ	ΑΝΤ. ΑΞΙΑ
Πολυόροφη Οικοδομή	Αθήνα	Δραγατσάνιου 8	28.495.122,18
8 όροφο κτίριο	Αθήνα	Σταδίου 29	27.132.915,08
Οικόπεδα	Νέα Ερυθραία	Αγίων Σαράντα	23.295.816,26
Κινηματογράφος ΕΛΛΗΝΙΣ & καταστήματα	Αθήνα	Κηφισίας 29	21.314.680,52
Οικόπεδο	Κηφισιά	Νίκης	21.146.400,00
Οικόπεδο	Μελίσσια	Εθνάρχου Μακαρίου	16.920.153,72
Πολυόροφο κτίριο	Αθήνα	Ακαδημίας 22	16.867.168,50
7όροφο κτίριο	Αθήνα	Σταδίου 41	15.493.204,61
4όροφο κτίριο	Αθήνα	Βουλής 20	15.320.803,14
Οικόπεδο	Παλαιόν Φάληρον	Ποσειδώνος	14.193.223,53
Θέατρο ΜΙΝΩΑ & Καταστήματα	Αθήνα	Πατησίων 91-93	12.132.691,97
8όροφο κτίριο (πρ. Εφετείο)	Αθήνα	Σωκράτους 65-67	11.465.100,65
Ισόγειο με υπόγειο	Θεσσαλονίκη	Βασ. Ολγας	11.227.531,21
Πολυόροφη Οικοδομή	Ηράκλειο	Δαιδάλου	10.980.715,10
7οροφο κτίριο	Αθήνα	Ακαδημίας 58	10.888.376,91
8οροφο κτίριο με 2 υπόγεια	Αθήνα	Πειραιώς 64	10.527.324,48
Νοσοκομείο ΑΓΙΟΣ ΠΑΥΛΟΣ (4οροφο)	Καλαμαριά	Εθν. Αντιστάσεως	10.408.816,61
Ξενοδοχείο ΘΕΟΞΕΝΙΑ	Μύκονος		10.311.742,71
Οικόπεδο	Κηφισιά	Μπακογιάννη 10	10.093.009,80
Μονόροφη οικοδομή	Καλαμαριά	Βενιζέλου Ελ.	10.090.450,03
Όροφοι κτιρίου (4ος-10ος) & υπόγειο	Χαλάνδρι	Κηφισίας 178	9.864.935,95
7όροφο κτίριο γραφείων-καταστημάτων	Αθήνα	Ακαδημίας 61	9.425.872,80
Πολυόροφο κτίριο	Αθήνα	Συγγρού 87	9.304.473,24
6όροφο κτίριο με υπόγειο	Θεσσαλονίκη	Αριστοτέλους 17	9.045.314,50
Κατάστημα και όροφος γραφείων (1ος)	Αθήνα	Πανεπιστημίου 19	8.918.074,39
3όροφο κτίριο με υπόγειο	Ηράκλειο	Εθν. Οδός Ηρακλείου-Μοιρών	8.438.284,22
2όροφο κτίριο με υπόγειο	Μοσχάτον	Πειραιώς 167	8.391.660,77
7όροφο κτίριο	Αθήνα	Σταδίου 31	8.323.313,33
3όροφο κτίριο με υπόγειο	Θεσσαλονίκη	Γρ. Λαμπράκη 100	8.296.597,84
3όροφο κτίριο με υπόγειο	Χανιά	Λεωφ. Καραμανλή 99	8.252.680,33
3όροφο κτίριο με υπόγειο και 2 διατηρητέα	Πάτρα	Ιωαννίνων 14	8.249.606,36
6όροφο κτίριο με υπόγειο	Θεσσαλονίκη	Πολυτεχνείου 1	8.146.930,60

ΣΥΝΟΛΟ

635.054.775,20

πάντα στη βάση του αντικειμενικού προσδιορισμού του ΥΠ.ΟΙΚ., έχουν τη μισή περίπου αξία από τα 580 ακίνητα των 68 Φ.Κ.Α.

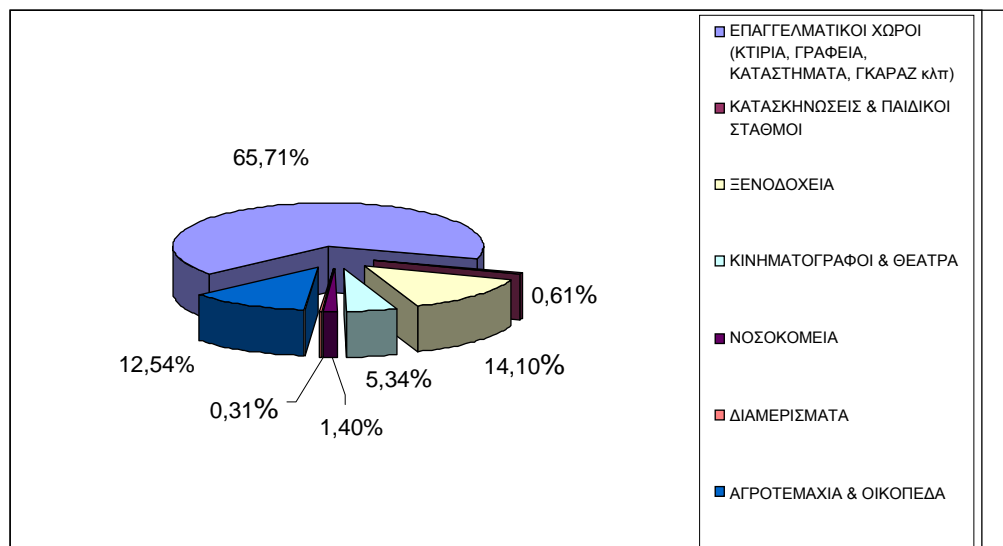
Αυτό γίνεται ακόμα πιο ουσιαστικό όταν δούμε ότι τα επτά από αυτά ανήκουν στην κατηγορία των «προς αξιοποίηση» ακινήτων.

Πρέπει να σημειωθεί ότι όλες οι προαναφερόμενες αξίες των ακινήτων, αφορούν αντικειμενικές αξίες και όχι αγοραίες. Και τούτο διότι, τα ακίνητα αυτά έτσι είναι καταχωρημένα στην ιστοσελίδα του Υπουργείου και δεν έχει προσδιοριστεί η αγοραία αξία τους από το Σώμα Ορκωτών Εκτιμητών. Αυτό το αναφέρω διότι ειδικά σε αστικά – επαγγελματικά ακίνητα η απόκλιση της αγοραίας από την αντικειμενική αξία μπορεί να είναι πολύ μεγάλη.

Η συνολική, λοιπόν, αντικειμενική αξία των ακινήτων των 68 Φ.Κ.Α. ανέρχεται σε: 1,4 δις €, με τιμές του ισχύοντος αντικειμενικού προσδιορισμού.

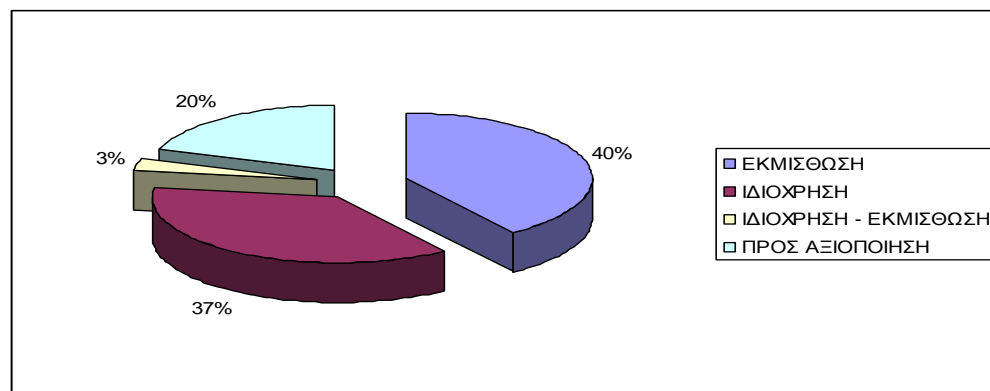
Η κατηγοριοποίηση των ακινήτων με βάση το είδος τους είναι:

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΟΙ ΧΩΡΟΙ (ΚΤΙΡΙΑ, ΓΡΑΦΕΙΑ, ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ, ΓΚΑΡΑΖ κ.λπ.)	856.061.947	65,71%
ΚΑΤΑΣΚΗΝΩΣΕΙΣ & ΠΑΙΔΙΚΟΙ ΣΤΑΘΜΟΙ	7.976.752	0,61%
ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	183.687.268	14,10%
ΚΙΝΗΜΑΤΟΓΡΑΦΟΙ & ΘΕΑΤΡΑ	69.533.931	5,34%
ΝΟΣΟΚΟΜΕΙΑ	18.275.122	1,40%
ΔΙΑΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	3.981.035	0,31%
ΑΓΡΟΤΕΜΑΧΙΑ & ΟΙΚΟΠΕΔΑ	163.335.943	12,54%



Από αυτά:

ΕΚΜΙΣΘΩΣΗ	564.406.116,33	40,29%
ΙΔΙΟΧΡΗΣΗ	521.543.630,67	37,23%
ΙΔΙΟΧΡΗΣΗ - ΕΚΜΙΣΘΩΣΗ	38.647.997,96	2,76%
ΠΡΟΣ ΑΞΙΟΠΟΙΗΣΗ	276.307.526,74	19,72%



Ξεκινώντας τη συζήτηση της αξιοποίησης αυτής της περιουσίας, πρέπει να σημειωθεί ότι επιβάλλεται μία εκτίμηση της αγοραίας αξίας (market value) των ακινήτων προκειμένου να μεταβούμε στο στάδιο των βέλτιστων αξιοποιήσεων αυτών.

Η αξιοποίηση πρέπει να ξεκινήσει από τα μισθωμένα ακίνητα. Για να γίνω πιο σαφής, θα πρέπει να ελεγχθούν όλα τα μισθωτήρια συμβόλαια και να γίνει επαναδιαπραγμάτευση αυτών στη βάση των μισθωμάτων της κτηματαγοράς.

Σε δεύτερο στάδιο θα πρέπει να ληφθούν άμεσες αποφάσεις για τα λεγόμενα «προς αξιοποίηση» ακίνητα.

Συνολικά όμως, όταν μιλάμε για αξιοποίηση μιας τόσο μεγάλης ακίνητης περιουσίας, προκειμένου φυσικά να αποδώσει τα αναμενόμενα, οι μέθοδοι που θα μπορούσαν να εφαρμοστούν στη χώρα μας είναι:

- Η δημιουργία Α.Ε.Ε.Α.Π. (Ανωνύμων Εταιριών Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία)
- Εκμετάλλευση των ακινήτων με συνεχή έλεγχο

### **Χαρακτηριστικά των Α.Ε.Ε.Α.Π.**

Οι Α.Ε.Ε.Α.Π. είναι ανώνυμες εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο, επενδύουν σε ακίνητα που «παράγουν» εισόδημα και διέπονται από ιδιαίτερα ευνοϊκό φορολογικό καθεστώς.

Βασικό χαρακτηριστικό τους είναι η δυνατότητα εσωτερικής αλλά και εξωτερικής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου των ακινήτων τους, πάντα από επαγγελματίες.

Άλλο χαρακτηριστικό τους είναι η συνεχής αποτίμηση της αξίας της επένδυσης.

Εδώ να σημειώσουμε ότι το νομοθετικό πλαίσιο των Α.Ε.Ε.Α.Π. υφίσταται στη χώρα μας από το 1999 (Ν 2778/99) και τροποποιήθηκε με το Ν. 2992/2002 και το Ν. 3581/2007, ενώ υπάρχει και η Κ.Υ.Α. 26.924/Β1.425/19-07-00 που αναφέρεται στις μεθόδους αποτίμησης της αξίας των ακινήτων του χαρτοφυλακίου.

Άλλα βασικά χαρακτηριστικά των Α.Ε.Ε.Α.Π. είναι:

- Απαιτούμενο ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο: 29,3 εκατ. €
- Επενδύσεις σε ακίνητα των χωρών του Ε.Ο.Χ. χωρίς περιορισμούς
- Επενδύσεις σε λοιπές χώρες με όριο 10% επί του συνόλου
- Ανακαίνιση ακινήτου εφόσον το κόστος είναι μικρότερο από το 25% της συνολικής αγοραίας αξίας αυτού
- Δανεισμός έως 50% του ενεργητικού
- Υποχρέωση υποβολής αίτησης στο Χ.Α.Α.
- Απαλλαγή από όλους τους φόρους
- Μέχρι 25% μπορεί να επενδυθεί σε ένα ακίνητο
- Κάθε 6 μήνες εκτιμάται το χαρτοφυλάκιο από το Σ.Ο.Ε.
- Δεν πωλείται ακίνητο νωρίτερα από ένα χρόνο από την απόκτησή του

Τέλος να σημειωθεί ότι ο θεσμός των Α.Ε.Ε.Α.Π. αποκτά σταδιακά όλο και μεγαλύτερη βαρύτητα στη διεθνή αγορά εταιρειών ακίνητης περιουσίας.

### **Εκμετάλλευση των ακινήτων**

Η αξιοποίηση, όμως, των ακινήτων είναι δυνατή και μέσω της μεθόδου της αντιπαροχής (για τα οικόπεδα) ή της μακροχρόνιας μίσθωσης (για τα επαγγελματικά κτίρια).

Βέβαια, σε περιόδους ύφεσης όπως η σημερινή, οι όροι θα είναι δυσμενέστεροι για τα ταμεία. Αυτό όμως, δε σημαίνει ότι δεν πρέπει να αξιοποιηθεί η περιουσία τους. Ακριβώς λόγω της ύφεσης, η αξιοποίηση καθίσταται επιτακτική.

### Αξιοποίηση στην πράξη

Προκειμένου να αποδώσει τα αναμενόμενα η αξιοποίηση της μεγάλης αυτής ακίνητης περιουσίας και προκειμένου να ληφθούν οι σωστές αποφάσεις θα πρέπει να δημιουργηθεί ένας φορέας κεντρικής διαχείρισης ο οποίος και θα είναι υπεύθυνος για τις αποφάσεις αλλά και τα αποτελέσματα της αξιοποίησης αυτής. Είμαστε η μόνη χώρα του Ο.Ο.Σ.Α. που έχουμε τόσους πολλούς (21) φορείς διαχείρισης της περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων.

Τα διαχειριστικά αποτελέσματα του φορέα αυτού, θα αξιολογούνται ετησίως από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης και το Υπουργείο Οικονομικών, θα αναρτώνται στο διαδίκτυο και θα παρουσιάζονται στη Βουλή.

Στον παρακάτω πίνακα βλέπουμε τους φορείς κεντρικής διαχείρισης των αποθεματικών των Φ.Κ.Α. που υφίστανται σε χώρες του Ο.Ο.Σ.Α. καθώς και το έτος ίδρυσής τους:

ΧΩΡΑ	ΦΟΡΕΑΣ	ΙΔΡΥΣΗ	εκ. \$, 2006
United States	Social Security Trust Fund	1940	2,048,112
Japan	National reserve funds (incl. GPIF)	1959	1,217,551
Norway	Government Pension Fund - Global	1990	278,124
Korea	National Pension Fund	1988	190,842
Sweden	National Pension Funds (AP 1-4 and 6)	2000	117,468
Canada	Canada Pension Plan reserve fund	1962	86,392
Spain	Social Security Reserve Fund	1997	44,875
France	Pension Reserve Fund (FRR)	1999	39,140
Ireland	National Pensions Reserve Fund	2001	23,710
Australia	Future Fund	2006	13,678
Portugal	Financial Stabilisation Fund	1989	8,330
Mexico	IMSS Reserve Fund		7,392
New Zealand	Superannuation Fund	2001	6,666
Poland	Demographic Reserve Fund	2002	1,760
Denmark	Social Security Fund	1964	659

### Συμπεράσματα

1. Άμεση επίσημη και αναλυτική καταγραφή ακίνητης περιουσίας των Φ.Κ.Α.
2. Εκτίμηση αγοραίας και μισθωτικής αξίας των ακινήτων από το Σ.Ο.Ε.
3. Έλεγχος και επαναδιαπραγμάτευση όλων των μισθωμάτων
4. Δημιουργία ενιαίου φορέα διαχείρισης της ακίνητης περιουσίας των Φ.Κ.Α.
5. Λήψη αποφάσεων για τη βέλτιστη αξιοποίηση της περιουσίας αυτής με αποτέλεσμα, βέβαια, τη βέλτιστη απόδοση.

## ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ: ΕΜΠΕΙΡΙΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΚΑΙ ΤΟΝ ΚΟΣΜΟ

ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΤΕΣΣΑΡΟΜΑΤΗ,  
Γενικού Διευθυντή της Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. Α.Ε.Π.Ε.Υ.  
Αναπλ. Καθηγητή Χρηματοοικονομικής  
στο Alba Graduate Business School

Την τελευταία δεκαετία πραγματοποιήθηκαν διεθνώς σημαντικές αλλαγές στην διακυβέρνηση και την διαχείριση της περιουσίας ταμείων κοινωνικής ασφάλισης που είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία σύγχρονων δομών διακυβέρνησης, επενδυτικές στρατηγικές που αντικατοπτρίζουν τις υποχρεώσεις των ταμείων και όχι την χρηματοδότηση των κρατικών ελλειμμάτων. Πλέον, η διαχείριση της περιουσίας των δημοσίων ταμείων γίνεται από επαγγελματίες διαχειριστές που επιλέγονται και αξιολογούνται μέσα από διαφανείς και αντικειμενικές διαδικασίες. Τα ταμεία παρέχουν δημόσια, έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση στις αρχές, τους ασφαλισμένους και τους πολίτες για τις υποχρεώσεις, τους στόχους και την χρηματοοικονομική κατάσταση του ταμείου.

Στην Ελλάδα η διαχείριση της περιουσίας των αποθεματικών των ταμείων χαρακτηρίζεται από σημαντικές αδυναμίες στην διακυβέρνηση των ταμείων που έχουν την βάση τους στο τρόπο διοίκησης τους και στην απουσία αποτελεσματικών μηχανισμών αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων. Ακόμη και στα μεγαλύτερα ταμεία υπάρχει ελλιπής οργάνωση, απουσία εξειδικευμένου προσωπικού, ελλιπής μηχανογράφηση και ελλείψεις σε λογισμικό διαχείρισης επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Προφανώς η διεθνής εμπειρία μπορεί να αξιοποιηθεί για την δημιουργία των κατάλληλων δομών διακυβέρνησης και οργάνωσης με στόχο την αποτελεσματικότερη διαχείριση των αποθεματικών του Ελληνικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

### Δημόσια Ταμεία Διεθνώς

Ο ορισμός των δημόσιων συνταξιοδοτικών ταμείων (public pension reserve funds) περιλαμβάνει ταμεία συντάξεων που ιδρύονται από την κυβέρνηση ή τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης στα πλαίσια του αναδιανεμητικού συστήματος συντάξεων (pay-as-you-go system). Τα ταμεία αποθεματικών κοινωνικής ασφάλισης (social security reserve funds) αποτελούν μέρος του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης και έχουν σαν σκοπό την χρηματοδότηση των μελλοντικών υποχρεώσεων του δημόσιου συστήματος συντάξεων, όταν οι εισφορές δεν θα επαρκούν για την πληρωμή των μελλοντικών συντάξεων. Την διαχείριση των ταμείων αναλαμβάνουν είτε οι ίδιοι οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης, είτε ανεξάρτητοι, συνήθως δημόσιοι, φορείς διαχείρισης. Παραδείγματα τέτοιων ταμείων βρίσκουμε στην Αμερική, την Ιαπωνία και την Δανία (USA Social Security Trust Fund, Japan's Government Pension Investment Fund και Denmark's Social Security Fund).

Οι Ελληνικοί Φ.Κ.Α. ανήκουν σε αυτή την κατηγορία. Τα ταμεία αποθεματικών εθνικής σύνταξης (sovereign pension reserve funds) ιδρύονται απευθείας από την κεντρική κυβέρνηση, δεν αποτελούν συνήθως μέρος του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης και χρηματοδοτούνται από τον κρατικό προϋπολογισμό. Στόχος των ταμείων αυτών είναι η κάλυψη μελλοντικών ελλειμμάτων του δημόσιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης.

Παραδείγματα τέτοιων ταμείων αποτελούν το Γαλλικό Fond de Reserve des Retraites, το Ιρλανδικό National Pensions Reserve Fund ή το New Zealand Superannuation Fund. Το Ασφαλιστικό Κεφάλαιο Αλληλεγγύης Γενεών (Α.Κ.Α.Γ.Ε.) που προβλέπει ο νόμος 3655 του 2008 ανήκει σε αυτή την κατηγορία ταμείων.

Η συνολική περιουσία των δημοσίων ταμείων στο τέλος του 2008 ξεπερνά τα 4 τρις δολάρια με



το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων των δημόσιων ταμείων να ανήκει στα ταμεία αποθεματικών κοινωνικής ασφάλισης.

Χώρα	Όνομα Ταμείου ή Οργανισμού	Ίδρυση	Περιουσία	
			\$ δις	% του ΑΕΠ
Ταμεία Αποθεματικών Κοινωνικής Ασφάλισης (social security reserve funds)				
Ελλάδα	Φ.Κ.Α. (ΓΓΚΑ)	--	38,4	12,3
Καναδάς	Canadian Pension Plan	1997	102,0	6,8
Ιαπωνία	Government Pension Investment Fund	2006	1.159,6	23,6
Κορέα	National Pension Fund	1988	216,0	23,2
Μεξικό	IMSS Reserve	1943	10,1	0,9
Ισπανία	Fondo de Reserva de la Seguridad Social	1997	83,7	5,2
ΗΠΑ	Social Security Trust Fund	1940	2.418,7	17,0
Ταμεία Αποθεματικών Εθνικής Σύνταξης (sovereign pension reserve funds)				
Αυστραλία	Future Fund	2006	49,8	4,8
Γαλλία	Fond de Reserve des Retraites	1999	40,4	1,4
Ιρλανδία	National Pensions Reserve Fund	2000	23,6	8,7
Νέα Ζηλανδία	New-Zealand Superannuation Fund	2001	8,5	6,6
Νορβηγία	Government Pension Fund - Norway	2006	15,9	3,5
Πολωνία	Demographic Reserve Fund	2002	1,8	0,3
Πορτογαλία	Social Security Financial Stabilisation Fund	1989	12,2	5,0
Σουηδία	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	2000	112,4	23,5
<b>Σύνολο χωρών του ΟΟΣΑ</b>			<b>4.293</b>	

Στην Ιαπωνία, την Κορέα, τις Η.Π.Α. αλλά και στην Ελλάδα σε σχέση με άλλες Ευρωπαϊκές χώρες η περιουσία των ταμείων κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί σημαντικό ποσοστό του Α.Ε.Π. Στα ταμεία αποθεματικών εθνικής σύνταξης η περιουσία είναι σχετικά μικρό ποσοστό του Α.Ε.Π., αναμένεται όμως ότι θα αυξηθεί σημαντικά τα επόμενα χρόνια.

Στις περισσότερες χώρες υπάρχει ένα ταμείο δημόσιων συντάξεων και ένας φορέας διαχείρισης των αποθεματικών του. Στα ταμεία αποθεματικών κοινωνικής ασφάλισης συνήθως ο φορέας διακυβέρνησης είναι ενταγμένος στο φορέα διαχείρισης και τα αποθεματικά είναι υπό τον άμεσο έλεγχο του κράτους ή του φορέα κοινωνικής ασφάλισης. Σε τρεις χώρες (Καναδάς, Νέα Ζηλανδία, Ιρλανδία) η διαχείριση των αποθεματικών γίνεται από ανεξάρτητη δημόσια εταιρεία διαχείρισης επενδύσεων.

Αντίθετα, στη Σουηδία έχουν δημιουργηθεί πέντε ανεξάρτητες δημόσιες εταιρείες διαχείρισης των αποθεματικών της (Förests AP-Fonden 1, 2, 3, 4, και 7), ενώ η Ελλάδα αποτελεί μοναδική περίπτωση με 21 Φ.Κ.Α. να διαχειρίζονται οι ίδιοι την περιουσία τους.

Τα τελευταία χρόνια υπήρξαν σημαντικές αλλαγές στην διακυβέρνηση και την επενδυτική στρατηγική των δημόσιων ταμείων διεθνώς. Με στόχο την πλήρη ανεξαρτησία από πολιτικές επιρροές πολλά δημόσια ταμεία προχώρησαν στην υιοθέτηση επαγγελματικής δομής διακυβέρνησης ανάλογη με αυτές των ιδιωτικών εταιρειών.

Στο κέντρο της δομής διακυβέρνησης είναι το Διοικητικό Συμβούλιο με αποκλειστική ευθύνη για τα πεπραγμένα του ταμείου. Το Δ.Σ. συμβουλεύει σε επενδυτικά θέματα η επενδυτική επιτροπή του

ταμείου τα μέλη της οποίας έχουν εμπειρία στην διαχείριση επενδύσεων. Η δομή διακυβέρνησης περιλαμβάνει επίσης ανεξάρτητο ελεγκτή και αναλογιστή για την διενέργεια αναλογιστικής μελέτης με στόχο την ανάλυση των επιπτώσεων της ακολουθούμενης επενδυτικής στρατηγικής στα οικονομικά του ταμείου. Ένας θεματοφύλακας συνήθως ορίζεται για την θεματοφυλακή των περιουσιακών στοιχείων του ταμείου. Η καλή διακυβέρνηση απαιτεί μηχανισμούς ελέγχου, επικοινωνίας και κινήτρων. Επιπλέον απαιτεί δημόσια, έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση για τις υποχρεώσεις και τους στόχους του ταμείου, την χρηματοοικονομική κατάσταση του ταμείου με πληροφορίες για τα εισοδήματα, τα έξοδα, την περιουσία και τις αποδόσεις του, την έκθεση του ορκωτού ελεγκτή και την έκθεση του αναλογιστή.

Στις περισσότερες χώρες, τα δημόσια ταμεία επιβάλλεται να έχουν γραπτή δήλωση επενδυτικής πολιτικής και επενδυτικών περιορισμών. Η δήλωση περιέχει πληροφόρηση σχετικά-και όχι μόνο-με την επενδυτική στρατηγική, την επενδυτική δομή (το μείγμα εσωτερικής-εξωτερικής διαχείρισης, το μείγμα παθητικής-ενεργητικής διαχείρισης), τα κριτήρια επιλογής (και απόλυσης) διαχειριστών καθώς και τα κριτήρια αξιολόγησης της συνολικής διαχείρισης.

Ενώ στο παρελθόν τα αποθεματικά του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης χρησιμοποιήθηκαν για την χρηματοδότηση κρατικών ελλειμμάτων ή και για την άσκηση κοινωνικής πολιτικής, η σύγχρονη τάση στην διαχείριση δημόσιων αποθεματικών αποβλέπει στην επίτευξη αποδόσεων με αποκλειστικό σκοπό την χρηματοδότηση συντάξεων. Μέχρι πρόσφατα η διαχείριση της περιουσίας των ταμείων γινόταν εσωτερικά από τους υπαλλήλους των ταμείων, σήμερα η διαχείριση γίνεται από επαγγελματίες διαχειριστές με βάση τη μοντέρνα πρακτική διαχείρισης επενδύσεων και τις αρχές διαχείρισης περιουσίας-υποχρεώσεων συνταξιοδοτικών ταμείων. Στις Η.Π.Α. 58% των μεγάλων δημόσιων ταμείων (περιουσία>\$5 δις) διαχειρίζονται τα αποθεματικά τους εσωτερικά και τα μικρότερα ταμεία επενδύουν 77% των κεφαλαίων τους μέσω εξωτερικών διαχειριστών. Το Γαλλικό *Fond de Reserve des Retraites* και το Ιρλανδικό *National Pensions Reserve Fund* υποχρεούνται από τον νόμο να προσλαμβάνουν εξωτερικούς διαχειριστές. Εσωτερικούς διαχειριστές χρησιμοποιούν το Νορβηγικό *Norwegian Government Fund* (80%), το Κορεάτικο *National Reserve Fund* (90%) και το Καναδικό *CPP reserve fund*. Τέλος, τα Σουηδικά AP1-AP4 και AP7 υποχρεούνται να προσλαμβάνουν εξωτερικούς διαχειριστές για τουλάχιστον το 10% των κεφαλαίων τους. Το ποσοστό των κεφαλαίων που διαχειρίζονται εξωτερικοί διαχειριστές για το AP1 και AP2 είναι 30% και 22% αντίστοιχα.

Την τελευταία δεκαετία υπάρχει επίσης η τάση μείωσης του ποσοστού των κεφαλαίων που επενδύονται σε ομόλογα και αύξηση επενδύσεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και στις εναλλακτικές μορφές επενδύσεων με στόχο υψηλότερες αποδόσεις και ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου μέσω της διασποράς.

	Μετοχές	Ομόλογα	Άλλα
<b>NPRF - Ireland</b>	60%	22%	18%
<b>Government Pension Fund – Norway</b>	50%	50%	0%
<b>AP2 - Sweden</b>	58%	33%	9%
<b>AP3 – Sweden</b>	46%	37%	17%
<b>NZ Superannuation Fund</b>	51%	17%	32%
<b>Fonds de Reserve - France</b>	50%	50%	0%

Όπως δείχνει ο παραπάνω πίνακας, οι επενδύσεις σε μετοχικές αξίες ξεπερνούν το 60% του συνολικού χαρτοφυλακίου των ταμείων (με εξαίρεση το Σουηδικό AP3 που επενδύει το 46% του συνολικού χαρτοφυλακίου). Σημαντικό ποσοστό του χαρτοφυλακίου του Ιρλανδικού, του Νεοζηλανδικού και των Σουηδικών ταμείων επενδύεται σε εναλλακτικές επενδύσεις (hedge funds, real estate, private equity).

## Διαχείριση Ταμείων στην Ελλάδα

Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία (30.9.2009), η περιουσία των 21 φορέων κοινωνικής ασφάλισης ήταν περίπου € 31 δις. Το χαρτοφυλάκιο των Φ.Κ.Α. ήταν επενδυμένο κατά 53% σε μετρητά (κυρίως στην Τράπεζα της Ελλάδος), κατά 30% σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, κατά 8% σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών, κατά 4% σε αμοιβαία και 5% σε ακίνητα (αποτιμημένα με αντικειμενικές τιμές). Παρά τις (δειλές) απόπειρες αναμόρφωσης του πλαισίου διαχείρισης στις αρχές της δεκαετίας του 1990 και πιο πρόσφατα (νόμος 3586, υπουργικές αποφάσεις Β/7/26028/4468 και Β/7/33102/5832), τα ταμεία δεν άλλαξαν αισθητά την πρακτική διαχείρισης των αποθεματικών τους.

Η διαχείριση των αποθεματικών των Ελληνικών Φ.Κ.Α. χαρακτηρίζεται από:

1. Αδυναμίες του συστήματος διακυβέρνησης που περιλαμβάνουν σύγχυση αρμοδιοτήτων του Δ.Σ. (ενασχόληση με καθημερινά θέματα διαχείρισης), επιλογή μελών Δ.Σ. με βάση την αντιπροσώπευση κράτους/εταιρειών/εκπροσώπων εργαζομένων και όχι την εμπειρία και την γνώση, έλλειψη αξιολόγησης σε ό,τι αφορά στην επίτευξη στόχων, έλλειψη προτάσεων για την βελτίωση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων και απουσία αποτελεσματικών μηχανισμών αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων.

2. Απουσία εξειδικευμένου προσωπικού, ελλιπής οργάνωση και μηχανογράφηση καθώς και ελλείψεις σε λογισμικό διαχείρισης επενδύσεων χαρτοφυλακίου. Οι ανάγκες σε εξειδικευμένο προσωπικό, οργάνωση και οι επενδύσεις σε συστήματα και λογισμικό μιας σύγχρονης μονάδας διαχείρισης απαιτεί οικονομίες κλίμακας που πιθανόν δεν έχουν ακόμη και τα μεγαλύτερα ταμεία στην Ελλάδα.

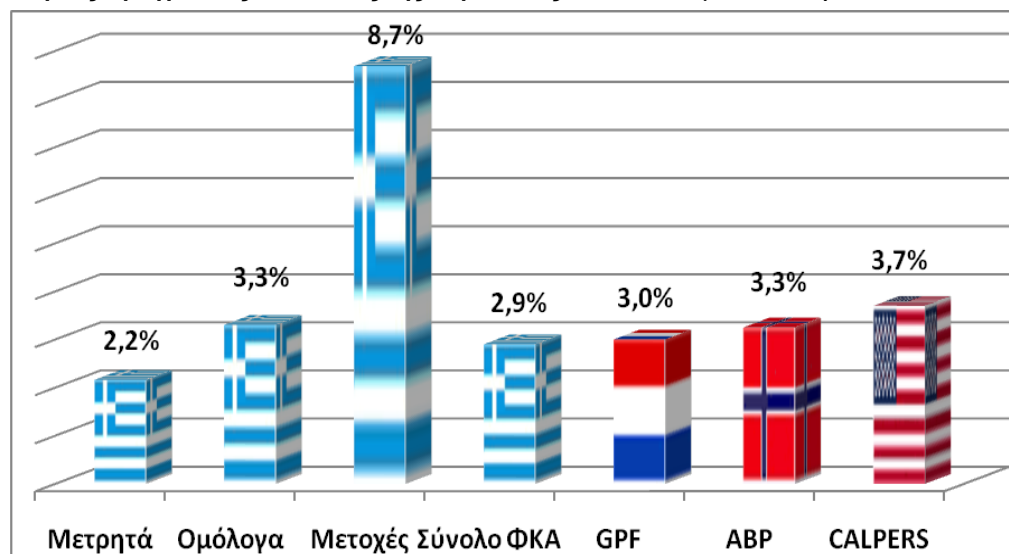
3. Περιοριστικό πλαίσιο επενδύσεων και εξαιρετικά γραφειοκρατικές διαδικασίες για αποφάσεις επενδύσεων ή από-επενδύσεων με αποτέλεσμα να μην αναλαμβάνονται σημαντικές κινήσεις επενδυτικής τακτικής από τα ταμεία. Η κατανομή των επενδύσεων αντικατοπτρίζει κατά κύριο λόγο τις κινήσεις των αγορών και όχι συστηματικές και στοχευμένες επενδυτικές αποφάσεις. Συγκριτικά με δημόσια ταμεία του εξωτερικού, οι Ελληνικοί Φ.Κ.Α. επενδύουν μικρό ποσοστό των αποθεματικών τους σε μετοχές και δυσανάλογα υψηλό ποσοστό σε μετρητά. Επίσης, ειδοποιό διαφορά αποτελεί η απαγόρευση στην Ελλάδα, μέχρι πρότινος, επενδύσεων στο εξωτερικό, σε αντίθεση με το Νορβηγικό Government Pension Fund Global, το Γαλλικό Fonds de Reserve και το Ιρλανδικό NPRF που επενδύουν σχεδόν το σύνολο της περιουσίας τους στο εξωτερικό. Τέλος, ενώ στην Ελλάδα τα ταμεία διαχειρίζονται εσωτερικά το μεγαλύτερο μέρος της περιουσίας τους, σε πολλά δημόσια ταμεία του εξωτερικού η διαχείριση γίνεται από εξωτερικούς διαχειριστές.

Με εξαίρεση μέρος της περιουσίας του Ι.Κ.Α., που διαχειρίζεται η Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. και η Α.Ε.Δ.Α.Κ. του Ι.Κ.Α., η διαχείριση της περιουσίας των ταμείων γίνεται με αδιαφανείς και ερασιτεχνικές διαδικασίες.

## Αποδόσεις των Ελληνικών Φ.Κ.Α. την Περίοδο 1997-2009

Οι ασφυκτικοί περιορισμοί στο πλαίσιο διαχείρισης των αποθεματικών των Ελληνικών Φ.Κ.Α. μέχρι τα μέσα της δεκαετίας του 1990, είχαν σαν αποτέλεσμα τα ταμεία να έχουν χαμηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τον πληθωρισμό. Χωρίς αμφιβολία ένα μέρος της σημερινής κρίσης του ασφαλιστικού συστήματος οφείλεται στις πενιχρές αποδόσεις των αποθεματικών την περίοδο 1950-1994 συγκριτικά με την αύξηση των υποχρεώσεων των ταμείων.

Ποια ήταν όμως η απόδοση της συνολικής περιουσίας των Ταμείων μετά την μερική έστω φιλελευθεροποίηση του πλαισίου επενδύσεων των Φ.Κ.Α. στα μέσα της δεκαετίας του 1990; Την περίοδο 1997-2009 η μέση ετήσια απόδοση του συνολικού χαρτοφυλακίου των φορέων κοινωνικής ασφάλισης ήταν 6,5%. Μετά την αφαίρεση του πληθωρισμού (3,5% ετησίως) τα ταμεία πέτυχαν ετήσια πραγματική απόδοση 2,9%. Την ίδια περίοδο η μέση πραγματική απόδοση των καταθέσεων ήταν 2,2%, των κρατικών ομολόγων 3,3% και των μετοχών 8,7%. Η πραγματική μέση ετήσια απόδοση.

**Ετήσιες πραγματικές αποδόσεις της περιουσίας των Φ.Κ.Α. (1997-2009)**

Πηγή: Γ.Γ.Κ.Α., Βάση δεδομένων EFFECT και υπολογισμοί του συγγραφέα

που επέτυχαν οι Ελληνικοί Φ.Κ.Α. τα τελευταία δεκατρία χρόνια, είναι δυνατόν να συγκριθεί με τις αποδόσεις ταμείων χωρών με μεγαλύτερη εμπειρία και επαγγελματισμό στην διαχείριση χαρτοφυλακίων. Για παράδειγμα την περίοδο 1997-2009 η πραγματική ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου του Νορβηγικού Global Government Fund ήταν 3%. Την ίδια περίοδο η μέση ετήσια απόδοση του ταμείου δημοσίων υπαλλήλων της Καλιφόρνια (CALPERS), από τα μεγαλύτερα συνταξιοδοτικά ταμεία στον κόσμο με € 200 δις. κεφάλαια, ήταν 3,7%. Τέλος, η ετήσια πραγματική απόδοση του Ολλανδικού Stichting Pensioenfondsen ABP ήταν 3,3%.

**Συμπεράσματα/Προτάσεις**

Η χρηστή διακυβέρνηση και η επαγγελματική διαχείριση και οργάνωση που θα στηρίζονται στη διαφάνεια, σε συνδυασμό με τη θέσπιση επενδυτικού πλαισίου που θα παρέχει περισσότερες επενδυτικές επιλογές, αποτελούν μονόδρομο για την αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών των ταμείων.

Προτείνουμε την δημιουργία από τους Φ.Κ.Α. μικρού αριθμού ανεξάρτητων δημόσιων εταιρειών διαχείρισης αποθεματικών (Ε.Δ.Α.), με την μορφή Α.Ε.Π.Ε.Υ. και εποπτεία από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με σκοπό την παροχή:

- Συμβουλών για τον καθορισμό της επενδυτικής πολιτικής του κάθε ταμείου, σύμφωνα με την αναλογιστική μελέτη που θα εκπονηθεί από την Εθνική Αναλογιστική Αρχή. Η παραπάνω πολιτική αφορά στον καθορισμό της πρωτοβάθμιας διάρθρωσης του χαρτοφυλακίου του κάθε ταμείου, δηλαδή την κατανομή των περιουσιακών του στοιχείων στις βασικές κατηγορίες επενδύσεων: μετοχές – ομόλογα – ακίνητα - κεφάλαια υψηλού κινδύνου - διαθέσιμα.
- Συμβουλών για τον καθορισμό της βέλτιστης δομής του χαρτοφυλακίου. Ενδεικτικά θα παρέχουν συμβουλές για κατανομή επενδύσεων στο εσωτερικό και το εξωτερικό, αριθμό διαχειριστών (Έλληνες και ξένοι), δείκτες αναφοράς, περιορισμοί για ελαχιστοποίηση του κινδύνου κ.λπ.
- Συμβουλών κατά την επιλογή και αξιολόγηση των διαχειριστών και την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων διαχείρισης.

- 
- Υπηρεσιών διαχείρισης μέρους του χαρτοφυλακίου των ταμείων.
  - Υπηρεσιών διαχείρισης του συνολικού κινδύνου χαρτοφυλακίου (risk management)
  - Υποστηρικτικών υπηρεσιών (middle and back office) και σύνταξη των σχετικών οικονομικών καταστάσεων κάθε ταμείου, όπως: αποτιμήσεις, περιοδικές εκθέσεις διαχείρισης προς το Διοικητικό Συμβούλιο του ταμείου, ετήσιο Ισολογισμό κ.λπ.

Τα διαχειριστικά αποτελέσματα των Ε.Δ.Α. θα πρέπει να αξιολογούνται ετήσια από το Υπουργείο Εργασίας/Οικονομικών και να παρουσιάζονται στη Βουλή.

---

## ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ: ΤΟ ΣΥΓΧΡΟΝΟ ΠΡΟΤΥΠΟ

Δρ. ΔΑΝΙΗΛ ΓΙΑΜΟΥΡΙΔΗ,  
Επ. Καθηγητή Χρηματοοικονομικής  
Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής,  
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών

### Εισαγωγή

Η πρόσφατη –παγκόσμια– χρηματοπιστωτική κρίση και οι επιπτώσεις της στην περιουσία των Δημόσιων Ασφαλιστικών Ταμείων ανέδειξε για πολλοστή φορά ένα θεμελιώδες ερώτημα: «Πρέπει τα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία να αναλαμβάνουν επενδυτικούς κινδύνους;». Όσο εύλογο φαντάζει το ερώτημα αυτό για όσους δεν έχουν εξειδικευμένη γνώση επί των αρχών λειτουργίας των Δημόσιων Ασφαλιστικών Ταμείων, των εννοιών «περιουσιακά στοιχεία», «υποχρεώσεις», «αειφορία» κ.λπ. άλλο τόσο εύλογη θα είναι η –καταφατική– απάντηση των επιστημόνων και επαγγελματιών που δραστηριοποιούνται σε αυτή την περιοχή. Οι οποίοι, κατά την άποψή μας, θα συμπληρώσουν –όπως και εμείς– ότι η ανάληψη επενδυτικών κινδύνων από τα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία είναι θεμιτή πρακτική όταν και μόνο όταν οι κίνδυνοι είναι λελογισμένοι.

Αυτό λοιπόν που πρέπει πρωτίστως να προβληματίζει είναι: α) Πως πρέπει να λογίζονται οι επενδυτικοί κίνδυνοι, β) Τι επενδύσεις πρέπει να κάνουν τα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία, και γ) Με ποιο(α) κριτήριο(α) πρέπει να επιλέγουν/συνδυάζουν τις πρακτικές αξιοποίησης της περιουσίας τους. Στις παραγράφους που ακολουθούν θα κάνουμε μία επισκόπηση των επενδυτικών κινδύνων που αναλαμβάνουν τα Δημόσια (και άλλα) Ασφαλιστικά Ταμεία διεθνώς, θα συζητήσουμε την έννοια της «Στρατηγικής Κατανομής Περιουσίας», θα αναλύσουμε τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν τα ασφαλιστικά ταμεία τόσο σε επίπεδο χαρτοφυλακίου επενδύσεων όσο και σε επίπεδο υποχρεώσεων, θα παρουσιάσουμε τις βασικές αρχές της παραδοσιακής προσέγγισης «Στρατηγικής Κατανομής Περιουσίας» σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική και θα αναπτύξουμε το σύγχρονο πρότυπο διαμόρφωση επενδυτικής πολιτικής των Δημόσιων (και άλλων) Ασφαλιστικών Ταμείων.

### Κατανομή περιουσίας Δημόσιων και άλλων Ασφαλιστικών Ταμείων διεθνώς

Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία το Ο.Ο.Σ.Α.<sup>1</sup>, η κατανομή της περιουσίας των Δημόσιων Ασφαλιστικών Ταμείων σε διεθνές επίπεδο χαρακτηρίζεται από (βλέπε Εικόνα 1): α) αυξημένη τοποθέτηση σε μετοχικούς τίτλους, και β) αυξημένη παρουσία στην κατηγορία των «άλλων<sup>2</sup>» επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα το Ιρλανδικό (Δημόσιο Ασφαλιστικό) Ταμείο, το Δεκέμβριο του 2008, είχε τη μεγαλύτερη έκθεση σε μετοχές, με ποσοστό της τάξης του 59,8% των συνολικών περιουσιακών του στοιχείων. Η Νέα Ζηλανδία είχε τη δεύτερη μεγαλύτερη έκθεση (53,8%), ακολουθούμενη από την Νορβηγία (50,8%) και τη Γαλλία (49,3%). Η εικόνα που παρουσιάζουν δηλαδή τα χαρτοφυλάκια επενδύσεων των Δημόσιων Ασφαλιστικών Ταμείων διεθνώς αντανακλά τη λογική της ανάληψης επενδυτικών κινδύνων που παρουσιάστηκε στην Εισαγωγή.

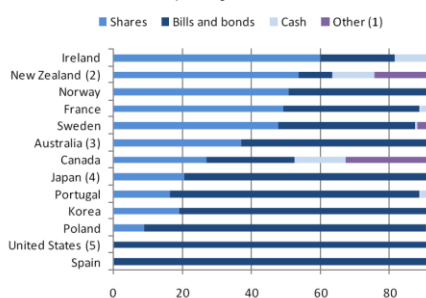
Παρόμοια εικόνα παρουσιάζουν και οι τοποθετήσεις των άλλων Ασφαλιστικών Ταμείων (βλέπε Εικόνα 2). Η έκθεση το Ο.Ο.Σ.Α. αναφέρει χαρακτηριστικά ότι τα χαρτοφυλάκια επενδύσεων των

1. Pension Markets in Focus, No. 6, October 2009.

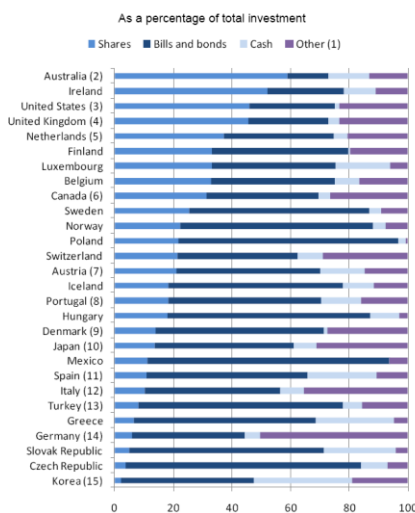
2. Η κατηγορία των «άλλων» επενδύσεων περιλαμβάνει δάνεια, τοποθετήσεις σε ακίνητη περιουσία, hedge funds, private equity funds, αμοιβαία κεφάλαια κατηγοριών εκτός μετοχικών, ομολογιακών και διαχείρισης διαθέσιμων καθώς και άλλες επενδύσεις.

άλλων Ασφαλιστικών Ταμείων χαρακτηρίζονται από: α) Αυξημένη διεθνή διαφοροποίηση μετοχικού χαρτοφυλακίου, β) Αυξημένη χρήση σύνθετων χρηματοοικονομικών εργαλείων για την αντιστάθμιση κινδύνων στα περιουσιακά τους στοιχεία αλλά και τις υποχρεώσεις, και γ) Συνεχή παρουσία σε εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία όπως τα hedge funds, το private equity και οι υποδομές (infrastructure).

Το συμπέρασμα που συνάγεται από την παρουσίαση της διάρθρωσης των χαρτοφυλακίων επενδύσεων τους, τα Δημόσια (και τα «άλλα») Ασφαλιστικά Ταμεία αναλαμβάνουν προφανείς επενδυτικούς κινδύνους. Άλλα μεγαλύτερους και άλλα μικρότερους. Αν και σε κάποιες περιπτώσεις οι πρακτικές που ακολουθούνται για τη διαμόρφωση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου είναι απολύτως διαφανείς και σε δημόσια θέα<sup>3</sup>, εκτιμούμε ότι το «μείγμα» των διαφορετικών επενδύσεων και κατά συνέπεια των ανειλημμένων κινδύνων είναι κατ' ελάχιστο το αποτέλεσμα μίας συστηματικής και επιστημονικά θεμελιωμένης διαδικασίας. Αυτή τη διαδικασία θα εξετάσουμε στην επόμενη Ενότητα.

**Εικόνα 1****Figure 6. Asset allocation of public pension reserve funds in selected OECD countries**  
As a percentage of total investment

Source: OECD Global Pension Statistics.

**Εικόνα 2****Figure 2. Pension fund asset allocation for selected investment categories in selected OECD countries**  
2008

Source: OECD Global Pension Statistics.

### Στρατηγική Κατανομή περιουσίας Ασφαλιστικών Ταμείων

Κατά μία απλουστευμένη ανάλυση, τα Ασφαλιστικά Ταμεία έχουν Περιουσιακά Στοιχεία και Υποχρεώσεις. Στα Περιουσιακά Στοιχεία συνηθίζεται η τρέχουσα Αξία της κινητής και ακίνητης Περιουσίας τους, η Παρούσα Αξία της αναμενόμενης Χρηματοδότησης (από τους ίδιους τους ασφαλισμένους, τους εργοδότες τους και το κράτος σύμφωνα με το ισχύον καθεστώς στην Ελλάδα) και το Δυνητικό όφελος/ζημιά από την αξιοποίηση της περιουσίας τους. Ως Υποχρεώσεις λογίζονται οι πάσης φύσεως τρέχουσες και μελλοντικές υποχρεώσεις προς τους ασφαλισμένους. Σχηματικά:

3. Βλέπε για παράδειγμα, Νορβηγία: <http://www.nbim.no/en/About-us/Government-Pension-Fund-Global/>.

Εικόνα 3

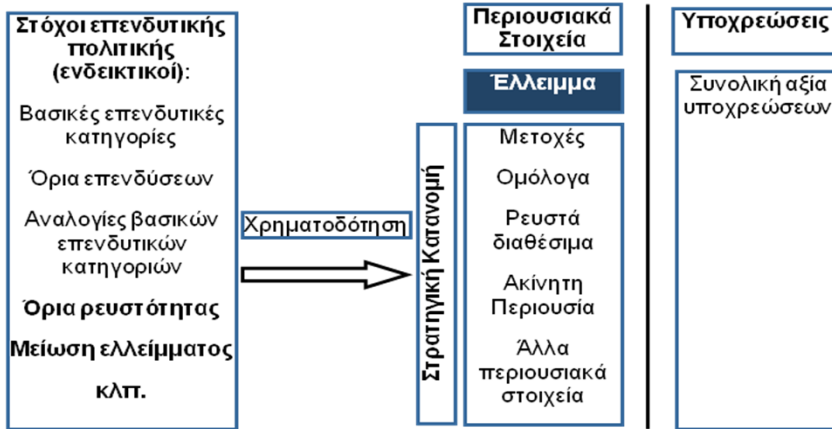
Περιουσιακά Στοιχεία	Υποχρεώσεις
<b>Ελλειμμα</b>	Συνολική αξία υποχρεώσεων
Μετοχές	
Ομόλογα	
Ρευστά διαθέσιμα	
Ακίνητη Περιουσία	
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	

Είναι προφανές ότι τόσο η αξία των Περιουσιακών Στοιχείων όσο και το μέγεθος των Υποχρεώσεων δεν μπορούν να υπολογιστούν με βεβαιότητα καθότι σε μεγάλο βαθμό εξαρτώνται από μεγέθη που δεν είναι σήμερα γνωστά. Για παράδειγμα, δεν μπορεί να είναι σήμερα γνωστό ποια θα είναι η αξία ενός ομολόγου ή μίας μετοχής σε ορίζοντα 5, 10, ή περισσότερων ετών. Οι τιμές των κινητών αξιών μεταβάλλονται με τρόπο που είναι πολύ δύσκολο να προβλεφθούν, ιδιαίτερα σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Ομοίως, δεν μπορεί να είναι σήμερα γνωστό ποιο είναι το μέγεθος της συνολικής δαπάνης για σύνταξη σε ορίζοντα 5, 10, ή περισσότερων ετών. Οι συντάξεις προσαρμόζονται συνήθως με βάση και τον πληθωρισμό τον οποίο δεν μπορεί κανείς με ευκολία να προβλέψει, ιδιαίτερα σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Είναι προφανές λοιπόν ότι οι προαναφερθέντες κίνδυνοι, δηλαδή οι επενδυτικοί κίνδυνοι (investment risks) και ο κίνδυνος πληθωρισμού (inflation risk) επηρεάζουν το μέγεθος των Περιουσιακών Στοιχείων και των Υποχρεώσεων των Ασφαλιστικών Ταμείων αντίστοιχα. Άλλοι βασικοί κίνδυνοι είναι μακροβιότητα των ασφαλισμένων (longevity risk), π.χ. δεν είναι γνωστό εκ των προτέρων για πόσα χρόνια θα πρέπει ένα Ασφαλιστικό Ταμείο να πληρώνει σύνταξη και άλλες δαπάνες για τον ασφαλισμένο, η ρευστότητα (liquidity risk) π.χ. δεν είναι γνωστό εκ των προτέρων αν το Ασφαλιστικό Ταμείο θα είναι σε θέση να ικανοποιήσει τις ανάγκες ρευστότητας του όταν και αν στο μέλλον παρουσιαστούν, και τα επιτόκια (interest rate risk), π.χ. δεν είναι γνωστό πως θα διαμορφωθούν τα επιτόκια και κατά συνέπεια η επίδραση στις κινητές αξίες αλλά και στην παρούσα αξία ενεργητικού/παθητικού.

Είναι παραπάνω από προφανές ότι η διαμόρφωση επενδυτικής πολιτικής δεν είναι μία εύκολη υπόθεση που αντιμετωπίζεται με ad-hoc πρακτικές. Σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική η διαμόρφωση επενδυτικής πολιτικής είναι μία διαδικασία η οποία πρέπει απαραίτητως να λαμβάνει υπόψη όλα τα παραπάνω, δηλαδή: α) τους κινδύνους των περιουσιακών στοιχείων που συνιστούν το σύνολο της τρέχουσας ή της δυναμικής περιουσίας του Ταμείου, β) τους κινδύνους των υποχρεώσεων, και οπωσδήποτε γ) την μεταξύ τους αλληλεπίδραση. Σχηματικά το πρόβλημα διαμόρφωσης της επενδυτικής πολιτικής μπορεί να παρουσιαστεί όπως στην Εικόνα 3:



**Εικόνα 4**



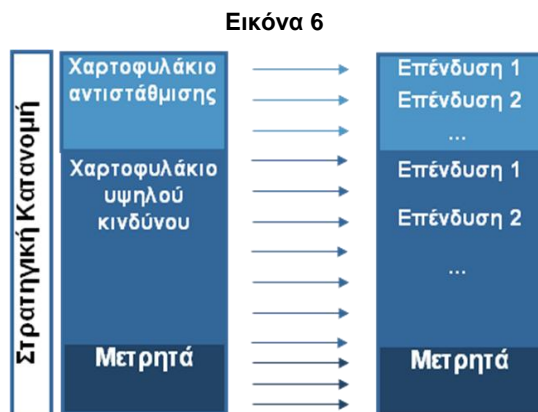
Στον πυρήνα αυτής της πρακτικής προσδιορισμού της «Στρατηγική Κατανομής Περιουσίας», γνωστής ως «Asset Liability Management (ALM)», βρίσκεται ένας δείκτης αναφοράς. Ο δείκτης αυτός προσδιορίζεται με το κριτήριο της βέλτιστης προσομοίωσης της σχέσης Περιουσιακών Στοιχείων/Υποχρεώσεων. Η επενδυτική πολιτική (ενεργητική και παθητική διαχείριση) διαμορφώνεται με κριτήριο την «παρακολούθηση» του δείκτη αναφοράς (βλέπε Εικόνα 4). Η επενδυτική πολιτική υλοποιείται με ανάθεση διαχείρισης σε επιλεγμένους διαχειριστές ή –ανάλογα με την επάρκεια σε ανθρώπινους πόρους και υποδομές– με απευθείας διαχείριση από το Ταμείο. Οι διαχειριστές αξιολογούνται σε τακτά χρονικά διαστήματα και η πολιτική επενδυτική πολιτική επανακαθορίζεται κάθε 3-5 χρόνια.

**Εικόνα 5**



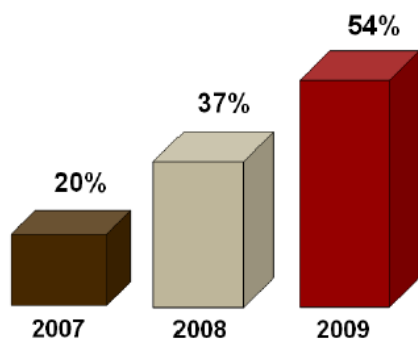
Η διαχείριση με βάση την προσέγγιση ALM φαίνεται εξαιρετικά ελκυστικά και επαρκής. Ο ταχύτερος ρυθμός με τον οποίο μεταβάλλονται τα οικονομικά και κοινωνικά δεδομένα ωστόσο την καθιστά επιρρεπή σε ένα (τουλάχιστον) κίνδυνο. Τον κίνδυνο να αποκλίνουν οι τρέχουσες υποχρεώσεις από το δείκτη αναφοράς (τον οποίο «παρακολουθούν» οι επενδύσεις). Ως εκ τούτου είναι πιθανό το Ταμείο να εφαρμόζει μία επενδυτική πολιτική που σε κάποιο βαθμό αποκλίνει από τις ισχύουσες/επικαιροποιημένες υποχρεώσεις του. Προκειμένου να αντιμετωπιστεί αυτή η πιθανή αδυναμία της προσέγγισης ALM προτείνεται η αντικατάσταση του δείκτη αναφοράς, από τις ίδιες τις εκάστοτε

τρέχουσες υποχρεώσεις. Η προσέγγιση αυτή ονομάζεται «Liability Driven Investing». Στα πλαίσια αυτής της προσέγγισης πραγματοποιείται ανάλυση κινδύνων και συσχέτιση κινδύνων και η «Στρατηγική Κατανομή Περιουσίας» περιλαμβάνει αποσκοπεί στην κατανομή κεφαλαίου σε τρεις βασικές κατηγορίες: α) στο χαρτοφυλάκιο αντιστάθμισης κινδύνων υποχρεώσεων (μέρος του συνολικού κινδύνου), β) στο χαρτοφυλάκιο μετρητών που υποστηρίζει τις αντισταθμιστικές θέσεις, και γ) χαρτοφυλάκιο υψηλότερου κινδύνου με τη σκοπιμότητα καταγραφής υψηλών κερδών. Σχηματικά το πρόβλημα διαμόρφωσης της επενδυτικής πολιτικής μπορεί να παρουσιαστεί όπως στην Εικόνα 5:

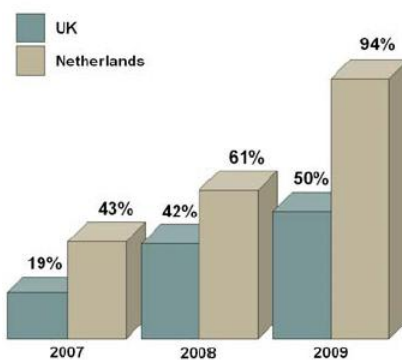


Η προσέγγιση LDI ευνοούμενη από την τρέχουσα οικονομική συγκυρία αλλά και το υψηλότερο βαθμό πραγματισμού με τον οποίο προσεγγίζει το πρόβλημα της διαμόρφωσης της «Στρατηγική Κατανομή Περιουσίας», τυχάνει ολοένα και υψηλότερης αποδοχής. Στην Εικόνα 7 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα μίας πρόσφατης έρευνας<sup>4</sup> που δείχνουν το βαθμό στο οποίο υιοθετείται η διαχείριση περιουσίας ασφαλιστικών ταμείων με βάση το πρότυπο LDI με έμφαση σε δύο χώρες Εικόνα 8 με σημαντική παράδοση στη διαχείριση και την καινοτομία στη διαχείριση κεφαλαίων ασφαλιστικών ταμείων.

**Εικόνα 7**  
**Percentage of pensions employing a Liability Driven Investing (LDI) strategy**



**Εικόνα 8**  
**Percentage of UK and Dutch pensions employing a Liability Driven Investing (LDI) strategy**



4. Πηγή: PENSION MANAGEMENT RESEARCH PANEL, Third Annual Liability Driven Investing (LDI) Poll.

## Συμπεράσματα

Στην παρουσίαση που προηγήθηκε προσεγγίσαμε το πρόβλημα της διαμόρφωσης επενδυτικής πολιτικής για τα Ασφαλιστικού Ταμεία και αναλύσαμε τα βασικά στοιχεία που συνθέτουν τη συστηματική και επιστημονικά θεμελιωμένη (στο βαθμό του εφικτού) σύγχρονη διαδικασία που το αντιμετωπίζει.

Η συζήτησή μας ανέδειξε τα εξής συμπεράσματα:

α) Τα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία μπορούν να αναλαμβάνουν επενδυτικούς κινδύνους, ιδιαίτερα δε ως το στάδιο της ωρίμανσης τους – είναι μία από τις βασικές προϋποθέσεις προκειμένου να εξασφαλίσουν την αειφορία τους.

β) Τα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία πρέπει σε κάθε περίπτωση να αναγνωρίζουν τους κινδύνους των επενδύσεών τους, των υποχρεώσεών τους και την μεταξύ τους αλληλεπίδραση – έτσι θα μπορούν να εντοπίσουν κινδύνους στο ενεργητικό και το παθητικό τους που αλληλοεξουδετερώνονται και να υπολογίσουν την βέλτιστη αναλογία κινδύνων στο χαρτοφυλάκιο τους.

γ) Τα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία πρέπει να αναγνωρίζουν τα επενδυτικά εργαλεία που αντισταθμίζουν τους κινδύνους τους και αυτά που χρησιμοποιούνται για προσφορά απόδοσης – έτσι θα έχουν μία ξεκάθαρη εικόνα για το τι σκοπό επιτελεί κάθε τοποθέτηση τους, για παράδειγμα θα ξέρουν αν οι τοποθετήσεις σε ομόλογα είναι τοποθετήσεις για προσφορά απόδοσης και όχι αντισταθμιστικού (σε σχέση με τον πληθωρισμό) χαρακτήρα όπως συνήθως θεωρούνται.

---

## Η ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΛΥΣΗ ΣΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ; ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

**Δρ.Ν. ΑΡΤΕΜΗΣ ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΥ - ΔΕΔΟΥΛΗ**

**Πρόεδρος Ε.Π.Κ.Ο.Δ.Ι.**

**Γεν. Δ/ντρια Υπ. Εργασίας & Κοινωνικής Ασφάλισης**

Η ημερίδα που διοργάνωσε η Ένωση για την Προάσπιση των Κοινωνικών Δικαιωμάτων με θέμα: «Η αξιοποίηση της περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών. Λύση στο πρόβλημα;» ξεκίνησε με την φιλόδοξη πρόθεση να φωτίσει με τεκμηριωμένες επιστημονικά θέσεις μία από τις πιο θολές ζώνες στο ασφαλιστικό ζήτημα της χώρας. Μία περιοχή που αναδείχτηκε στο παρελθόν και σε «ζώνη κινδύνου» για όλους όσους ενεπλάκησαν με τη διαχείριση κινητών αξιών. Δεν υπάρχει αμφισβήτηση ότι το κεφάλαιο «αποθεματικά Ταμείων» άλλοτε αναδεικνύεται σε σημείο τριβής ανάμεσα σε κυβερνήσεις και συνδικαλιστικούς φορείς, κι άλλοτε σε ευκαιρία εύκολου κέρδους για «ενδιαμέσους».

Η αξιοποίηση της περιουσίας των ασφαλιστικών Ταμείων, ο ρόλος τους και η σημασία τους για την ομαλή καταβολή των συντάξεων κυρίως σε περιόδους κρίσεως και οικονομικής δυσπραγίας, καθώς επίσης και ο ρόλος του κράτους στην διαχείριση και αξιοποίησή τους αποτελεί σημείο αιχμής και σύγκρουσης κράτους και κοινωνικών εταίρων για δύο κυρίως λόγους:

Σύμφωνα με πολλούς αναλυτές το κράτος έχει μεγάλο μερίδιο της ευθύνης για την σημερινή οικονομικά δυσχερή θέση των Ταμείων. Διότι επί σειρά ετών χρησιμοποίησε συστηματικά τα αποθεματικά τους για σκοπούς άλλους από κοινωνικοασφαλιστικούς, καταστρώντας τους ασφαλιστικούς οργανισμούς «δανειστές» και μόνο του δημόσιου χρέους, αποφεύγοντας να τους θωρακίσει με το κατάλληλο θεσμικό πλαίσιο για την προστασία τους. Αποτέλεσμα, η περιουσία να απομειώνεται και να μην επαρκεί για την εξασφάλιση συντάξεων και παροχών σε συνθήκες οικονομικής κρίσης.

Από την άλλη, πολλοί αναλυτές συσχετίζουν τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος με την αξιοποίηση των αποθεματικών. Θεωρούν ότι αποτελούν, ενδεχομένως, την πανάκεια για τη διατήρηση του διανεμητικού συστήματος, αρκεί η αξιοποίηση των αποθεματικών να συνδεθεί ορθολογικότερα με τις αγορές χρήματος και κεφαλαίων.

Για του λόγους αυτούς κι εν μέσω του κοινωνικού διαλόγου που διεξάγεται για πολλοστή φορά με θέμα την αναμόρφωση του ασφαλιστικού συστήματος της χώρας, και της προσπάθειας που καταβάλλεται για την βελτίωση της λειτουργίας και τη διασφάλιση της βιωσιμότητας του ασφαλιστικού συστήματος, πιστεύουμε ότι το θέμα της περιουσίας των Ταμείων έπρεπε να συζητηθεί με τη μέγιστη δυνατή ειλικρίνεια, ευαισθησία και τεκμηρίωση.

Θέλουμε να πιστεύουμε ότι πετύχαμε τουλάχιστον το στόχο της ειλικρινούς και της επιστημονικής τεκμηρίωσης των θέσεων που αναπτύχθηκαν.

Τα ερωτήματα που τέθηκαν προς διερεύνηση ήταν τα ακόλουθα:

Πού αρχίζει και πού τελειώνει ο «μύθος» για τα αποθεματικά των ασφαλιστικών οργανισμών; Είναι μέρος της λύσης για το ασφαλιστικό πρόβλημα ή ένα ακόμη «άλλοθι» που συντηρείται για να αποφύγουμε επιλογές επώδυνων μέτρων; Ποιος είναι ο ρόλος των αποθεματικών στο ελληνικό διανεμητικό σύστημα και ποια η πραγματική αποτίμηση της αξίας τους; Ποιος είναι οι ευθύνες του κράτους για την ορθολογική διαχείριση της περιουσίας των Ταμείων, και πώς οριοθετούνται οι ευθύνες των διοικήσεων και των εκπροσώπων των εργαζομένων;

Στα ερωτήματα αυτά δόθηκαν οι ακόλουθες εν συμπεράσмати απαντήσεις:

Τα αποθεματικά των Ασφαλιστικών οργανισμών και αν ακόμη είχαμε επιτύχει την αποτελεσματικότερη διαχείριση και τις καλλίτερες αποδόσεις δεν θα μπορούσαν σε καμία περίπτωση να αποτελέσουν την απάντηση στο τεράστιο χρηματοδοτικό έλλειμμα των ασφαλιστικών ταμείων, ούτε να επιλύσουν το πρόβλημα του ασφαλιστικού.

Δεν υπάρχει επίσης αμφιβολία ότι το κράτος έχει ευθύνη για την αναποτελεσματική διαχείριση και την ελλιπή αξιοποίηση των αποθεματικών των ταμείων όπως και για τα όργανα στα οποία επί σειρά ετών εμπιστεύτηκε την διαχείριση και αξιοποίησή τους.

Οι ευθύνες των οργάνων διαχέονται από την πολυπλοκότητα της νομοθεσίας και τα παράλληλα και πολυεπίπεδα όργανα που εμπλέκονται κάθε φορά καθώς και την ανάμειξη και τις παρεμβάσεις της πολιτικής εξουσίας. Καθώς οι ευθύνες Υπουργών δεν ποινικοποιούνται –ουσιαστικά και ο νόμος περί ευθύνης Υπουργών διασφαλίζει την ατιμωρησία τους– οι ευθύνες και οι κυρώσεις σπανίως επιβάλλονται και οι ποινές κυρίως επιβάλλονται στους δημοσίους υπαλλήλους.

Ειδικότερα:

Ο κ. Θεόδωρος Ρούπας, Διδάκτωρ Οικονομικών, Επιστημονικός Συνεργάτης Παν/μίου Πατρών, αν. Υπάλληλος Ι.Κ.Α. - Ε.Τ.Α.Μ., στην εισήγηση του με θέμα: «Η έννοια των αποθεματικών. Τα αποθεματικά των ασφαλιστικών οργανισμών 1950-2010» προέβη στην ιστορική αποτίμηση του ζητήματος των αποθεματικών και ανέδειξε το ρόλο τους στο Ελληνικό ασφαλιστικό σύστημα.

Η αποτίμηση της συγκεκριμένης περιόδου καταλήγει στο συμπέρασμα ότι δεν θα μπορούσε να εξαρτηθεί η βιωσιμότητα του ελληνικού συστήματος αποκλειστικά και μόνο από την κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών έστω και με διαφορετική διαχείριση από αυτή που υπήρξε. Η διαφορά μεταξύ αποθεματικών με την υπάρχουσα διαχείριση και αποθεματικών με ορθολογικότερη διαχείριση δεν αξιολογείται σημαντική, διότι τα μεγέθη τους εξ αρχής δεν ήταν επαρκή για κεφαλαιοποίηση. Τα ταμεία βρίσκονται πλέον αντιμέτωπα με το δυσμενές περιβάλλον της εσωτερικής τους κρίσης, με το δυσμενές περιβάλλον της παγκόσμιας οικονομικής συγκυρίας, με συνθήκες χαμηλών επιτοκίων (οι οποίες μειώνουν το περιθώριο κερδών από χαρτοφυλάκια σταθερών τίτλων) και ταυτόχρονα με συνθήκες έντονων διακυμάνσεων των κεφαλαιαγορών.

Ως τελικό συμπέρασμα κρίνεται ότι η αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών μπορεί να αποφέρει με βεβαιότητα πρόσθετα σημαντικά έσοδα. Σε καμία περίπτωση όμως δεν θεωρείται ότι αποτελεί απάντηση στο τεράστιο χρηματοδοτικό έλλειμμα των ασφαλιστικών ταμείων ούτε μπορεί να επιλύσει το πρόβλημα του ασφαλιστικού (όπως αυτό διαμορφώθηκε από τη διαχείριση που υπήρξε μέχρι σήμερα) ακόμη και αν τα ταμεία επιτύχουν τις καλύτερες αποδόσεις. Το εισόδημα από τη διαχείριση της περιουσίας αποτελεί όμως εναλλακτική πηγή εσόδων και ως τέτοια πρέπει να διασφαλίζεται.

Η ομιλία του κ. Σπήλιου Μούζουλα, Δ.Ν. Δικηγόρου, με τον τίτλο «Επενδύσεις των διαθεσίμων των συνταξιοδοτικών οργανισμών: Κοινωνική προστασία και χρηματοοικονομική κερδοσκοπία» ένα επίκαιρο και ιδιαίτερο φορτισμένο στις ημέρες μας όρο, μας ανοίγει μια νέα οπτική γωνία και καταδεικνύει την αντίθεση μεταξύ του κοινωνικού χαρακτήρα των ασφαλιστικών οργανισμών και της ανάγκης και υποχρέωσής τους ταυτόχρονα να εκφράζουν τάσεις κερδοσκοπίας.

Ο κ. Μούζουλας εξέτασε τις αρχές και τον τρόπο επενδύσεων των συνταξιοδοτικών οργανισμών φωτίζοντας τις δύο παραμέτρους, κοινωνική προστασία και κερδοσκοπία, τις οποίες ο νομοθέτης εξισορροπεί με τις ρυθμίσεις του. Από την επί μέρους εξέταση των επιλογών για την εξισορρόπηση κερδοσκοπίας και κινδύνου στον Ν. 3586/2007 και σε σύγκριση και με τον Ν. 3029/2009 για τα Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης, διαπιστώνει ότι ο Έλληνας νομοθέτης ακολουθεί περισσότερο την αρχή της θέσπισης ανώτατων επενδυτικών ορίων, τα οποία οφείλει να τηρεί ο διαχειριστής και λιγότερο την αρχή της συνετής διαχείρισης, σύμφωνα με την οποία ο διαχειριστής φέρει την ευθύνη της επιλογής ποιοτικών επενδύσεων.

Ωστόσο, όπως παρατηρεί, η θέσπιση επενδυτικών ορίων, αν και συντηρητική, μπορεί να είναι

περισσότερο ενδεδειγμένη για την ελληνική πραγματικότητα, διότι λείπει η υποδομή που θα επέτρεπε την υποστήριξη των όποιων διαδικασιών λήψης επενδυτικών αποφάσεων, με κριτήρια που θα μετράζον την κερδοσκοπία, με τη σωστή στάθμιση και αξιολόγηση των υφιστάμενων κινδύνων. Αυτή η έλλειψη δεν θα υφίστατο και στο επίπεδο των επαγγελματιών διαχειριστών, που θα μπορούσαν να αναλάβουν τη διαχείριση των συνταξιοδοτικών οργανισμών με την εφαρμογή της συνετής διαχείρισης και την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων.

Εξάλλου, η σώρευση των κεφαλαίων των ταμείων στο Κοινό Κεφάλαιο Νομικών Προσώπων και Ασφαλιστικών Φορέων, που διαχειρίζεται η Τράπεζα της Ελλάδος, λειτουργεί σε βάρος της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου των ταμείων, στερεί δε από αυτά τη δυνατότητα καλύτερης αξιοποίησης αυτών των κεφαλαίων.

Πέρα από αυτό, το ισχύον θεσμικό πλαίσιο για τις επενδύσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, μέσα από τα επενδυτικά όρια που θέτει, δημιουργεί και ζητήματα μη συμβατότητας με το δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Υφίσταται συνεπώς πεδίο για ενδεικνυόμενες μεταβολές του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου, οι οποίες θα δημιουργούσαν το υπόβαθρο για μία αποτελεσματικότερη διαχείριση των διαθεσίμων των ταμείων, με την οδηγία για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα επαγγελματικής ασφάλισης να μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως βάση για μία τέτοια μεταρρύθμιση.

Ο κ. Νικόλαος Μυλωνάς, Καθηγητής Χρηματοοικονομικής, Τμήμα Οικονομικών Επιστημών, Ε.Κ.Π.Α., στην εισήγησή του με θέμα: «Η σημασία και η εποπτεία των αποθεματικών των ταμείων στις αγορές χρήματος και κεφαλαίων» παρατηρεί ότι τα προβλήματα δεν πηγάζουν από την έλλειψη εποπτείας της Τράπεζας της Ελλάδος, αλλά πρωτίστως από το γεγονός ότι την ευθύνη των αποφάσεων για τις επενδύσεις την έχουν τα Δ.Σ. των ταμείων, τα οποία κατά κανόνα απαρτίζονται από άτομα με ανύπαρκτη ή μικρή εμπειρία στις επενδύσεις. Εξάλλου, ο κατακερματισμός των αποθεματικών σε μεγάλο αριθμό ταμείων κάνει την εποπτεία πράξη διαδικαστική και όχι ουσιαστική. Η εποπτεύουσα αρχή αδυνατεί να ελέγξει την επίτευξη των επενδυτικών στόχων και τη σύμπλευση της επενδυτικής πολιτικής με τις αναλογιστικές απαιτήσεις κάθε ταμείου. Για τον λόγο αυτό ο εισηγητής καταλήγει ότι πρέπει να συγκεντρωθούν όλα τα αποθεματικά σε έναν κεντρικό φορέα που θα εφαρμόζει επαγγελματική διαχείριση ή θα αναθέτει τη διαχείριση σε επαγγελματίες διαχειριστές που θα τους ελέγχει.

Ο κ. Νικόλαος Τεσσαρομάτης, Γενικός Διευθυντής της Ε.Δ.Ε.Κ.Τ. Α.Ε.Π.Ε.Υ. και Αναπληρωτής Καθηγητής Χρηματοοικονομικής στο ALBA Graduate Business School, στην εισήγησή του με θέμα: «Διαχείριση της περιουσίας δημόσιων ταμείων: Εμπειρία από την Ελλάδα και τον κόσμο» επισημαίνει ότι έχουν παρατηρηθεί διεθνώς την τελευταία δεκαετία σημαντικές αλλαγές στην διακυβέρνηση και τον τρόπο διαχείρισης των αποθεματικών των δημοσίων ταμείων με στόχο την κάλυψη των μακροχρόνιων υποχρεώσεων των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης. Στην Ελλάδα παρατηρούνται αδυναμίες στο σύστημα διακυβέρνησης και διαχείρισης της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, με κύρια χαρακτηριστικά το περιοριστικό πλαίσιο επενδύσεων, τις γραφειοκρατικές διαδικασίες και την έλλειψη εξειδικευμένου προσωπικού και οργάνωσης.

Το μεγαλύτερο μέρος των επενδύσεων των αποθεματικών των ελληνικών φορέων κοινωνικής ασφάλισης γίνεται σε μετρητά, εν αντιθέσει με τα δημόσια ταμεία του εξωτερικού που επενδύουν το υψηλότερο ποσοστό περιουσίας τους σε μετοχές, ενώ τους επιτρέπεται να επενδύουν στο εξωτερικό χρησιμοποιώντας εξωτερικούς διαχειριστές.

Παρά τις αδυναμίες στη διαχείριση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης μετά τη «μερική φιλελευθεροποίηση του θεσμικού πλαισίου» και συγκεκριμένα την περίοδο 1997-2009 η μέση ετήσια απόδοση ήταν 6,5% και αφαιρουμένου του πληθωρισμού 2,9%. Την ίδια περίοδο η μέση απόδοση καταθέσεων ήταν 5,7%, των κρατικών ομολόγων 6,9%, των μετοχών 12,5%, ενώ ο πληθωρισμός ήταν 3,5% ετησίως. Η πραγματική μέση ετήσια απόδοση των ασφαλιστικών οργανισμών

τα τελευταία δεκατρία χρόνια, είναι δυνατόν να συγκριθεί με τις αποδόσεις των ταμείων χωρών με μεγαλύτερη εμπειρία και επαγγελματισμό στην διαχείριση χαρτοφυλακίων.

Ο εισηγητής προτείνει την δημιουργία μικρού αριθμού ανεξάρτητων δημόσιων εταιρειών διαχείρισης των αποθεματικών με σκοπό την παροχή στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης συμβουλευτικών και διαχειριστικών υπηρεσιών. Τα διαχειριστικά αποτελέσματα θα αξιολογούνται ετησίως από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης και το Υπουργείο Οικονομικών και θα παρουσιάζονται στη Βουλή.

Ο κ. Νικόλαος Πρωτονοτάριος, Ορκωτός Εκτιμητής του Σ.Ο.Ε., μέλος του Εποπτικού Συμβουλίου του Σ.Ο.Ε., Πολιτικός Μηχανικός, στην εισήγησή του με θέμα: «Διαχείριση και αξιοποίηση ακίνητης περιουσίας ασφαλιστικών οργανισμών» εξετάζει τη διαχείριση της ακίνητης περιουσίας 68 φορέων κοινωνικής ασφάλισης και διαπιστώνει ότι το 20% της συνολικής ακίνητης περιουσίας δεν έχει αξιοποιηθεί. Επίσης διαπιστώνει ότι το Ι.Κ.Α. - Ε.Τ.Α.Μ., ο Ο.Α.Ε.Ε., το Τ.Σ.Π. - Ε.Τ.Ε. και το Μετοχικό Ταμείο Υπαλλήλων Τράπεζας της Ελλάδος έχουν πάνω από το 50% της ακίνητης περιουσίας, ενώ 37 ακίνητα έχουν περίπου το 50% της αντικειμενικής αξίας των 580 ακινήτων του συνόλου των 68 φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Τονίζει ότι η αξία που αναφέρεται στα επίσημα στοιχεία της Γ.Γ.Κ.Α. είναι η αντικειμενική και όχι η αγοραία και ότι θα έπρεπε να γίνει εκτίμηση της αγοραίας αξίας από το Σ.Ο.Ε., προκειμένου να υπάρχει μία «καθαρή» εικόνα. Συνολικά πάντως, η αντικειμενική αξία του συνόλου των ακινήτων 68 ασφαλιστικών οργανισμών ξεπερνά τα 1,4 δις Ευρώ και περιλαμβάνει κατά ποσοστό 65,71% επαγγελματικούς χώρους, κατά ποσοστό 14,10% ξενοδοχεία, κατά 12,54% αγροτεμάχια και οικόπεδα, κατά 5,34% κινηματογράφους και θέατρα, κατά 1,40% νοσοκομεία και μόλις κατά 0,31% διαμερίσματα.

Ο εισηγητής προτείνει την πλήρη καταγραφή όλων των ακινήτων και την εκτίμηση της αγοραίας αξίας αυτών, την επαναδιαπραγμάτευση των συμβάσεων μισθώσεως των μισθωμένων ακινήτων και τη δημιουργία μιας ανωνύμου εταιρείας επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (Α.Ε.Ε.Α.Π.) με βάση το ισχύον θεσμικό πλαίσιο και στόχο τη βέλτιστη εκμετάλλευση των ακινήτων και το συνεχή έλεγχο. Παράλληλα μπορεί κατά περίπτωση να εξετάζονται και τα ενδεχόμενα της αξιοποίησης με άλλες μεθόδους π.χ. αντιπαροχής, μακροχρόνιας μίσθωσης κ.λπ.

Ο κ. Δανιήλ Γιαμουρίδης, Επίκ. Καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, στην εισήγησή του με θέμα «Στρατηγική κατανομή περιουσίας δημόσιων ταμείων. Το σύγχρονο πρότυπο» ανέλυσε τη μέθοδο διαμόρφωσης επενδυτικής πολιτικής στα ασφαλιστικά ταμεία. Αρχικά έγινε μία παρουσίαση της κατανομής πλούτου των Δημόσιων Ασφαλιστικών Ταμείων σε διεθνές επίπεδο και διαπιστώθηκε η διαφοροποίηση σε σχέση με την Ελληνική πρακτική. Στη συνέχεια παρουσιάστηκε το ορθό πλαίσιο διαχείρισης της περιουσίας των Ασφαλιστικών Ταμείων, το οποίο έλαβε υπόψη και τις μελλοντικές τους υποχρεώσεις. Στο πλαίσιο αυτό απαιτείται μεθοδικός λογισμός των κινδύνων των υποχρεώσεων, των επενδυτικών κινδύνων καθώς επίσης και της αλληλεπίδρασής τους. Παρουσιάστηκε η αρχή διαμόρφωσης επενδυτικής πολιτικής με βάση τα σύγχρονα πρότυπα Asset Liability Management και Liability Driven Investment και συζητήθηκαν οι πιθανές επενδύσεις και ο ρόλος τους στο τελικό χαρτοφυλάκιο. Η παρουσίαση ανέδειξε ότι οι επενδυτικοί κίνδυνοι στα Δημόσια Ασφαλιστικά Ταμεία δεν πρέπει κατ' ανάγκη να αποφεύγονται – ειδικά στο στάδιο της ωρίμανση του συστήματος. Όταν αναλαμβάνονται ωστόσο θα πρέπει να είναι απολύτως λελογισμένοι: να υπάρχει δηλαδή πλήρης γνώση τους και εξίσου σημαντικό να αναλαμβάνονται στη σωστή τιμή.

Τέλος, κατά τη συζήτηση στο στρογγυλό τραπέζι από τους πολιτικούς και τους κοινωνικούς εταίρους που παρερεύθησαν τονίστηκαν τα εξής:

Ο κ. Ροβέρτος Σπυρόπουλος, Γεν. Γραμματέας Απασχόλησης, Υπ. Εργασίας και Κοινων. Ασφάλισης, αναφέρθηκε στην ανάγκη ευρύτερης συμφωνίας για να αντιμετωπισθεί η αλήθεια για το ασφαλιστικό. Τόνισε ότι από τον κοινωνικό διάλογο λείπουν οι νέοι ασφαλισμένοι και ότι αυτοί πρέπει

να πάρουν τη σκυτάλη. Όσον αφορά στην αξιοποίηση της ακίνητης περιουσίας συντάχθηκε με την εισήγηση του κ. Πρωτονοτάριου και όσον αφορά στην κινητή περιουσία με τους εισηγητές που ομόφωνα πρότειναν την ενιαία διαχείρισή της.

Ο κ. Ιωάννης Βρούτσης, Τομέαρχης Εργασίας και Κοινων. Ασφάλισης, Βουλευτής Κυκλάδων Ν.Δ., επεσήμανε ότι γενικά χρειάζεται συμφωνία για το ασφαλιστικό ζήτημα, αλλά σήμερα η συγκυρία επιτρέπει τη λήψη μέτρων. Υπογράμμισε ότι χρειάζονται κριτήρια και αρχές, όπως αυτά που θέτει ο Ν. 3586/2007 και ότι χρειάζεται η διατήρηση της αυτονομίας των Διοικητικών Συμβουλίων των ταμείων για τη διαχείριση της περιουσίας.

Ο κ. Ιωάννης Δραγασάκης, πρ. Βουλευτής ΣΥ.ΠΙ.ΖΑ., τόνισε ότι δεν μπορούμε να λέμε τα ίδια πράγματα μετά την κρίση και ότι χρειάζονται μέτρα για την αντιμετώπιση της ύφεσης και ιδίως της ανεργίας. Ειδικότερα για την αξιοποίηση της περιουσίας υποστήριξε ότι η συζήτηση πρέπει να ενταχθεί σε ευρύτερο πλαίσιο που θα αφορά στη διάσωση του συστήματος και στο πλαίσιο αυτό θα έπρεπε να μιλάμε για αύξηση της περιουσίας των ταμείων και για το με ποια κριτήρια και ποιοί θα αποφασίζουν για τη διαχείριση της περιουσίας τους.

Ο κ. Χαρίτων Κυριαζής, Αντιπρόεδρος Σ.Ε.Β., με τη σειρά του αναφέρθηκε στην ανάγκη ευρύτερης συμφωνίας και ουσιαστικού και τεχνικού διαλόγου για το ασφαλιστικό. Διαπίστωσε δε και αυτός ότι τα αποθεματικά είναι η παρανοχίδα του προβλήματος και δεν δίδουν λύση στο ασφαλιστικό ζήτημα.

Ο κ. Γεώργιος Ρωμανιάς, Οικονομολόγος Επιστημονικός Συνεργάτης Γ.Σ.Ε.Ε., επισήμανε ότι από τα στοιχεία και τις μελέτες του Ι.Ν.Ε. - Γ.Σ.Ε.Ε. προκύπτει ότι η κρίση θα κορυφωθεί μέχρι το 2019 και στη συνέχεια σταδιακά θα αμβλυνθεί. Τούτο, διότι σταδιακά οι γενεές των παλαιών ασφαλισμένων θα δώσουν τη θέση τους στις γενεές των νέων ασφαλισμένων, των οποίων το καθεστώς είναι από ασφαλιστικής πλευράς αρτιότερο. Όσον αφορά στο θέμα της διαχείρισης των αποθεματικών τόνισε ότι η κοινή διαχείριση μπορεί να δημιουργήσει προβλήματα από πλευράς περιουσιακών δικαιωμάτων, διότι όποιος έχει ιδιοκτησία πρέπει να έχει και τη δυνατότητα της διαχείρισής της.