ΝD=15389
ΚΕΕ:15258

ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ & ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ – ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ



ΦΙΟΡΑΚΗ Χ. ΒΑΣΙΛΙΚΗ

ΑΘΗΝΑ, ΑΠΡΙΛΙΟΣ 2006

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η αποτελεσματικότητα των συστημάτων διαχείρισης των σημερινών και των μελλοντικών αποθεματικών των συνταξιοδοτικών ταμείων αποτελεί ζήτημα υψίστης σημασίας, καθώς είναι πλέον σαφές ότι από τη ποιότητα της διαχείρισης αυτής θα καθοριστεί σε μεγάλο βαθμό η βιωσιμότητα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης στη χώρα μας αλλά και παγκοσμίως.

Στην παρούσα διδακτορική διατριβή εξετάζεται διεξοδικά το θέμα της αποτελεσματικής διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε σχέση με τους παράγοντες που τη διαμορφώνουν. Συγκεκριμένα:

Στο πρώτο μέρος, εξετάζονται οι παράγοντες που διαμορφώνουν τις επενδυτικές στρατηγικές και τις αποφάσεις διαχείρισης. Οι 'πρωτογενείς' παράγοντες που παρουσιάζονται στο πρώτο κεφάλαιο αφορούν τις εξελίξεις στη δημογραφία και στις επερχόμενες επιπτώσεις στην οικονομική επάρκεια των επιμέρους χωρών. Στο δεύτερο κεφάλαιο, εξετάζονται οι ιδιαιτερότητες που επιβάλλουν τα επιμέρους συνταξιοδοτικά συστήματα/σχήματα και οι επενδυτικές δυνατοτήτες που προσφέρει το νομοθετικό και φορολογικό περιβάλλον.

Το δεύτερο μέρος επικεντρώνεται στο τεχνικό κομμάτι της διαχείρισης χαρτοφυλακίου συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Ειδικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζεται το θεωρητικό υπόβαθρο της έρευνας (θεωρία χαρτοφυλακίου) και αναλύονται όλοι οι παράγοντες που διαμορφώνουν τη σύνθεση του άριστου χαρτοφυλακίου. Στο δεύτερο κεφάλαιο, προσεγγίζεται σε θεωρητικό και εμπειρικό επίπεδο η αριστοποίηση χαρτοφυλακίου κάτω από διαφορετικές συνθήκες/σενάρια (ρεαλιστικό, αισιόδοξο, απαισιόδοξο), κάνοντας χρήση ιστορικών δεδομένων. Το δεύτερο μέρος της διατριβής ολοκληρώνεται με την εφαρμογή τριών μοντέλων χαρτοφυλακίων διαφορετικής σύνθεσης.

Στο τρίτο και τελευταίο μέρος της διατριβής παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της διατριβής καθώς και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ευχαριστώ όλους εκείνους που με βοήθησαν είτε με τις γνώσεις τους, είτε με την παρότρυνσή τους να ολοκληρώσω τη διατριβή μου. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον καθηγητή κύριο Θ. Παλάσκα για τις πολύτιμες συμβουλές του και την αμέριστη συμπαράσταση στη διαμόρφωση αυτής της μελέτης, τη φίλη Ζωή Φραγκούλη που με ώθησε προς αυτό το δρόμο, τον Αλέξανδρο για τις πολύ χρήσιμες πληροφορίες, τους γονείς μου και την μικρή Δανάη για την υπομονή τους.

Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

ΠΕΡΙΛΗΨΗ 7

ΕΙΣΑΓΩΓΗ 20

ΜΕΡΟΣ Α
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΟΥΝ ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ & ΤΙΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι
ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

1 ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ 24
1.1 Προβλέψεις 24

2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΗΣ ΓΗΡΑΝΣΗΣ 26
2.1 Δείκτης Εξάρτησης - Δημογραφικός Δείκτης Στήριξης - Οικονομικός Δείκτης Στήριξης 27
2.2 Απασχόληση & ανεργία 30
2.3 Δημοσιονομικές εξελίξεις 32

3 ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΕΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 34
3.1 Δημογραφικές εξελίξεις - Διαμόρφωση του Δείκτη Εξάρτησης 34
3.2 Μεταναστευτικό ρεύμα 36
3.3 Απασχόληση & ανεργία 37
3.4 Δαπάνες για συντάξεις 38

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΗΣΗΣ

1 ΔΙΑΝΕΜΗΤΙΚΟ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ 40
1.1Σχήματα Προκαθορισμένης Παροχής 41
1.2 Σχήματα Προκαθορισμένης Εισφοράς 43
1.3 Συγκριτική ανάλυση των δύο σχημάτων 45
1.3 α Χρηματοδότηση υποχρεώσεων & κόστος 45
1.3 β Επιπτώσεις στις αποφάσεις εργαζομένων & εργοδοτών 45
1.3 γ Πληθωρισμός 48
1.3 δ Επενδύσεις & επενδυτικός κίνδυνος 49
1.3 ε Κατανομή πλούτου - Διαρροή κεφαλαίων 49
1.3 στ Εξοδα διοίκησης & πολυπλοκότητα 50

2 ΚΡΑΤΙΚΗ & ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ 52

3 ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ & ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ 53
3.1 Σύστημα Τριών Πυλώνων 53

3.2 Συστήματα συνταξιοδότησης στην Ευρωπαϊκή Ενωση 55

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ
ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ & ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

1 ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΩΝ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΩΝ 58
1.1 Ποσοτικοί περιορισμοί 58
1.1α Αντικρουόμενα συμφέροντα 61
1.1β Διεθνείς επενδύσεις 61
1.1γ Πολλαπλά χαρτοφυλάκια 62
1.1δ Συμμετοχή ασφαλισμένων στην επιλογή χαρτοφυλακίου διαχείρισης 62
1.1ε Επιβολή εγγυήσεων 63
1.1στ Παρεμβάσεις στη διαμόρφωση του κόστους διαχείρισης 64
1.2 Συνετή διαχείριση 65
1.3 Επιπτώσεις στη δομή & την απόδοση των χαρτοφυλακίων από τη θέσπιση νομοθετικών παρεμβάσεων 66

2 ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ 67
2.1 Κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς 67
2.2 Οδηγίες Ευρωπαϊκής Ενωσης-Ελληνική νομοθεσία 68

3 ΤΙΜΑΡΙΘΜΟΠΟΙΗΣΗ & ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ 71

ΜΕΡΟΣ Β
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ & ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΡΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1 ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ 74
1.1 Υπόδειγμα Μέσης Απόκλισης - Συμπεριφορά αποφυγής κινδύνου - Υπόδειγμα Τιμολόγησης Κεφαλαιακών Αξιοποιητέων Στοιχείων 74
1.2 Οριο μείωσης κινδύνου μέσω σχηματισμού χαρτοφυλακίου - Το νόημα του όρου β & της Χαρακτηριστικής Γραμμής 76

2 ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ 78
2.1 Ασύμετρη κατανομή πληροφοριών 79
2.2 Κίνδυνος μεσάζοντα διαχειριστή 79
2.3 Συστημικός κίνδυνος 80
2.4 Κίνδυνος χαρτοφυλακίου ή επενδυτικός κίνδυνος 80

3 ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 81
3.1Τεχνικές Διαχείρισης Ενεργητικού 81
3.1α Ανοσοποίηση 81
3.2 Τεχνικές Περιορισμού Κινδύνου Ελλείματος 84

3.2α Κερδοσκοπικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Hedge Funds) 85

4 ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 88
4.1 Βασικά βήματα 88
4.1α Καταγραφή υποχρεώσεων 88
4.1β Καταγραφή στόχων 89
4.1γ Καταγραφή περιορισμών 89
4.2 Καταγραφή επενδυτικής στρατηγικής 90
4.2α Στρατηγική & Τακτική Κατανομή 90
4.2β Παθητική & Ενεργητική Διαχείριση 92
4.2γ Παθητική vs Ενεργητικής Διαχείρισης - Η Λειτουργία των Index Funds 93
4.3 Κατανομή κεφαλαίων & επιλογή επενδυτικών προϊόντων 96
4.3α Επενδύσεις σε ομόλογα & μετοχές 97
4.3β Επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία 100
4.3γ Επενδύσεις σε παράγωγα προϊόντα 101

5 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ 102
5.1 Μέτρηση χρονικά σταθμισμένων αποδόσεων 103
5.2 Απόδοση σταθμισμένη με τον κίνδυνο - Δείκτες Jensen, Treynor & Sharpe 104
5.3 Δείκτης Sortino & μέτρηση Καθοδικού Κινδύνου 105
5.4 Συγκριτική αξιολόγηση επενδυτικών αποδόσεων με δείκτες αναφοράς (Benchmarking) 106

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ
ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΡΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ
1 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ 109
1.1 Απλοποιημένο υποδείγμα Μέσης Απόκλισης 109
1.1α Εφαρμογή του υποδείγματος σε μία σειρά επιλεγμένων χωρών 109
1.1β Εφαρμογή του υποδείγματος στην περίπτωση της Ελλάδας 113

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ
ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ - ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΟΜΕΙΩΣΗΣ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

1 ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ 120
1.1 Πρώτη στρατηγική 121
1.2 Δεύτερη στρατηγική 122
1.3 Τρίτη στρατηγική 124

2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΟΜΕΙΩΣΗΣ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ 127
2.1 Διαδικασία προσομείωσης & ανάλυση αποτελεσμάτων 127
2.2 Ανάλυση ευαισθησίας 128

ΜΕΡΟΣ Γ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ - ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΠΡΩΤΟΓΕΝΟΥΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

1 ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΤΑΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 133

1.1 Σύνταξη & αποστολή ερωτηματολογίου 133

1.2 Αποτελέσματα 134

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

1 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ & ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ 137

2 ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ & ΑΝΑΓΚΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ 140

3 ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ 143

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Ι.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΣΧΗΜΑΤΩΝ 145

Ι.1α Συνταξιοδοτικά ταμεία & συνταξιοδοτικές οντότητες 145

Ι.1β Συνταξιοδοτικά προγράμματα 145

Ι.1γ Δημόσια & ιδιωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα 145

Ι.1δ Επαγγελματικά επικουρικά συστήματα 146

Ι.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΕΙΣΦΟΡΩΝ & ΠΑΡΟΧΩΝ 147

Ι.2α Καταβολή εισφορών 147

Ι.2β Καταβολή παροχών 148

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ - ΕΛΛΑΔΑ & ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ 151

ΙΙ.1 Ν 1902/1990, Αρθρα 12,13 - Αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης 151

ΙΙ.2 Ν 2042/1992 - Επενδύσεις διαθεσίμων δημόσιων οργανισμών & ασφαλιστικών ταμείων 151

ΙΙ.3 Ν 1902/1990, Αρθρο 12 & Ν 2076/1992 - Ιδρυση ΑΕΔΑΚ 151

ΙΙ.4 Ν 2216/1994, Αρθρο 3 - Διαχείριση κεφαλαίων 152

ΙΙ.5 Ν 2335/1995 - Αξιοποίηση συμβούλων 152

ΙΙ.6 Ν 2469/1997, Αρθρο 9 - Πρόσληψη συμβούλων διαχείρισης, Αρθρο 11- Επενδύσεις δημοσίων οργανισμών & ασφαλιστικών ταμείων 152

ΙΙ.7 Ν 2676/1999, Αρθρο 40 - Αξιοποίηση κινητής & ακίνητης περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών 153

ΙΙ.8 Ν 2768/1999, Αρθρο 12 - Σύσταση ανώνυμης εταιρείας με την επωνυμία 'Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Ειδικού Κεφαλαίου Τ.Α.Π.-Ο.Τ.Ε' 153

ΙΙ.9 Ν 3029/2002, Αρθρο 7 - Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης 154

ΙΙ.10 Υπουργική Απόφαση αριθμ. 166316/β.972 - Πρόσληψη συμβούλων διαχείρισης 154

II.11 Υπουργική Απόφαση αριθμ. 155492/Β.638 - Καθορισμός κανόνων επενδυτικής συμπεριφοράς & την αξιοποίηση της κινητής περιουσίας των ασφαλιστικών φορέων 155
II.12 Υπουργική Απόφαση αριθμ. Φ. Επαγ. ασφ./οικ.16 - Οροι λειτουργίας των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης 157
II.13 Υπουργική Απόφαση αριθμ.1821/16/2004 - Καθορισμός διοικητικών κυρώσεων 158
II.14 Πράξη του Διοικητού της Τράπεζας της Ελλάδος- Ελεγχος φορέων κοινωνικής ασφάλισης 159
II.15 Οδηγίες 2001/107/ΕΚ, 2001/108/ΕΚ-Συντονισμός νομοθετικών, κανονιστικών & διοικητικών διατάξεων σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες 159
II.16 Οδηγία 2003/41/ΕΚ-Δραστηριότητες & εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών 161

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

ΙΙΙ.1ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΡΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ 165
ΙΙΙ.1α Συμπεριφορά επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο ανάληψης μιας επένδυσης 165
ΙΙΙ.1β Αποτέλεσμα διαφοροποίησης 166
ΙΙΙ.1γ Εφικτά & αποδοτικά χαρτοφυλάκια - Επιλογή βέλτιστου χαρτοφυλακίου 167
ΙΙΙ.1δ Βελτίωση άριστου χαρτοφυλακίου με χρήση τίτλου μηδενικού κινδύνου & της γραμμής κεφαλαιαγοράς 169
ΙΙΙ.1ε Χαρακτηριστική γραμμή 171

ΙΙΙ.2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ 172
ΙΙΙ.2α Δείκτης Jensen 172
ΙΙΙ.2β Δείκτης Sharpe 172
ΙΙΙ.2γ Δείκτης Sortino 173
ΙΙΙ.2δ Δείκτης Treynor 173

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV

ΕΡΩΤΗΜΑΤΟΛΟΓΙΟ 176

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 179

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Εξ ορισμού, η έννοια της επένδυσης βασίζεται στη μεγιστοποίηση της απόδοσης του επενδυόμενου κεφαλαίου εντός μιας ορισμένης περιόδου και της ελαχιστοποίησης του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Ο κίνδυνος μιας επένδυσης προέρχεται από την αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική πληρωμή και επομένως αντανακλάται στο βαθμό μεταβλητότητας των καθαρών ταμειακών εισροών που αυτή θα αποφέρει. Οι εισροές προεξοφλημένες μπορεί να είναι μεγαλύτερες ή μικρότερες από το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή. Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να κατανείμει τους πόρους του σε περισσότερες από μία επενδυτικές τοποθετήσεις και η επιλογή μίας από αυτές εξαρτάται πλέον από το επίπεδο του κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Αν και η εκμηδένιση του κινδύνου είναι πρακτικά ανέφικτη, η δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου, μιας δεσμίδας δηλαδή επενδύσεων 'χαλαρά' συσχετιζόμενων μεταξύ τους, συμβάλλει στην ελαχιστοποίηση του ρίσκου που αναλαμβάνει ο επενδυτής.

Στο παραπάνω πλαίσιο, οι συνταξιοδοτικοί φορείς αποτελούν τους μεγαλύτερους θεσμικούς επενδυτές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και χαρακτηρίζονται από τη φύση τους μακροχρόνιοι και συντηρητικοί. Μακροχρόνιοι αφενός, γιατί καλύπτουν τις ανάγκες εξασφάλισης συνταξιοδοτικού εισοδήματος στις διαδοχικές γενεές πολιτών. Συντηρητικοί εξ ορισμού, καθώς οι επενδυτικές τους τοποθετήσεις πρέπει να χαρακτηρίζονται από χαμηλό αναλαμβανόμενο επενδυτικό κίνδυνο και επενδυτικό ορίζοντα μακροπρόθεσμο.

Ο κύριος στόχος της επένδυσης κεφαλαίων μεγάλων οργανισμών, όπως των συνταξιοδοτικών φορέων, είναι η μεγιστοποίηση της σχέσης απόδοσης /κινδύνου μέσα από ορθά διαφοροποιημένα και αποδοτικά χαρτοφυλάκια. Το βασικό σημείο στη διαχείριση των κεφαλαίων αυτών είναι η κατανόηση των *επενδυτικών στόχων* και *προτιμήσεων* αλλά κυρίως *των περιορισμών* (ρευστότητα, επενδυτικός ορίζοντας, πληθωρισμός, νομοθετικές και φορολογικές ρυθμίσεις και διατάξεις, λογιστική απεικόνιση περιουσιακών στοιχείων προς αξιοποίηση) που δημιουργούνται από τη φύση *των υποχρεώσεων* που πρέπει να εκπληρωθούν. Η φύση των υποχρεώσεων είναι το κλειδί στο να κατανοήσουμε πως οι μεγάλοι οργανισμοί διαφοροποιούνται σε σχέση με τη διαχείριση των κεφαλαίων τους, αλλά και πως καθορίζονται σημαντικά θέματα όπως είναι η ρευστότητα. Η επενδυτική φιλοσοφία επομένως εστιάζεται στη στενή παρακολούθηση των αγορών με στόχο τον εντοπισμό ενός εύρους

επενδυτικών επιλογών, το οποίο προσθέτει αξία, προσφέρει επαρκή διασπορά και περιορίζει τον κίνδυνο.

ημασία της οροποίησης

ανομή δύσεων και δυτικά τόντα

Η διαφοροποίηση, η κατανομή δηλαδή των κεφαλαίων σε διαφορετικές επενδυτικές επιλογές, αποτελεί κατά συνέπεια βασική προϋπόθεση στην αποδοτική διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Τα στάδια που ακολουθούνται για την κατανομή των κεφαλαίων είναι τέσσερα. Αυτά αφορούν την *τμηματοποίηση/διάκριση* των επενδυτικών κατηγοριών στις χρηματαγορές, την *επεξεργασία* των ιστορικών αποδόσεων των επενδυτικών κατηγοριών και εκτιμήσεων για τις τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, την *ανάπτυξη υποθέσεων* για τις προσδοκώμενες αποδόσεις και τις μέσες αποκλίσεις για κάθε κατηγορία επενδύσεων καθώς και τις συσχετίσεις μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών επενδύσεων και τέλος τη *δημιουργία* του αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου.

Κάθε κράτος επιλέγει διαφορετικούς τρόπους διαχερίσης των συσσωρευμένων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων ανάλογα με τις ιδιαιτερότητές του. Η Ολλανδία λόγου χάρη, κατευθύνει ένα μεγάλο μέρος των επενδύσεών της σε μετοχές της διεθνούς αγοράς και ένα πολύ μικρό μέρος σε μετοχές της εγχώριας αγοράς. Και αυτό είναι λογικό δεδομένου ότι η χρηματιστηριακή αγορά της Ολλανδίας δεν προσφέρει μεγάλες δυνατότητες για διαφοροποίηση. Οι ΗΠΑ προτιμούν τις επενδύσεις σε μετοχές και ομόλογα της εγχώριας αγοράς λόγω του μεγάλου μεγέθους της αγοράς και της ποικιλίας των επενδυτικών επιλογών που αυτή προσφέρει. Το ίδιο συμβαίνει στη Μ. Βρετανία και την Αυστραλία, με μικρότερη προτίμηση στα ομόλογα της εγχώριας αγοράς και μεγαλύτερη προτίμηση στις εναλλακτικές τοποθετήσεις.

Αν και αποτελεί κοινή παρατήρηση ότι στις επενδυτικές επιλογές επικρατούν κυρίως οι μετοχές και τα ομόλογα, οι νέες επενδυτικές τάσεις έγκειται στη μείωση του ποσοστού επένδυσης στην εγχώρια κεφαλαιαγορά και στην αύξηση του ποσοστού επένδυσης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Ακόμη, έγκειται στη μείωση του ποσοστού διακράτησης μετρητών, στην αύξηση των τοποθετήσεων σε ακίνητη περιουσία και στην αύξηση σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης .

Σχετικά με την κατανομή των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων προς επένδυση μεταξύ ομολόγων και μετοχών υπάρχει μία μεγάλης έκτασης επιχειρηματολογία που υποστηρίζει είτε τη μια είτε την άλλη επενδυτική τοποθέτηση ή και τις δύο σε διαφορετικές αναλογίες, οι οποίες προσδιορίζονται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του διαχειριζόμενου κεφαλαίου (θεωρείται ότι το ένα στοιχείο συνδέεται με την ασφάλεια και το άλλο με υψηλές αποδόσεις) και τη γενικότερη οικονομική κατάσταση

που επικρατεί (λόγου χάρη, πρόσφατα στη Βρετανία σημειώνεται στροφή σε ομολογιακές τοποθετήσεις λόγω της μεγάλης παγκόσμιας χρηματιστηριακής αστάθειας των τελευταίων ετών). Υποστηρίζεται μάλιστα ότι η τέλεια αναλογία ομολόγων - μετοχών θεωρείται η πιο σημαντική απόφαση επενδυτικής πολιτικής στη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων [Davis,2002]. Συνήθως προτείνεται η αναλογία 60μετοχές/40ομόλογα ή 50/50 (balanced portfolio), ενώ η κατανομή των κεφαλαίων ανάμεσα στα δύο επενδυτικά προϊόντα θα πρέπει να συσχετίζεται με την ηλικία του ασφαλιζόμενου.

Τα τελευταία χρόνια σημειώνεται επίσης ιδιαίτερη κινητικότητα στο χώρο των επενδύσεων ακίνητης περιουσίας. Τα ακίνητα που επιλέγονται παρουσιάζουν ως κύρια χαρακτηριστικά, καλές μισθωτικές αποδόσεις, χαμηλούς σχετικά κινδύνους επαναμίσθωσης και ικανοποιητική μελλοντική υπεραξία. Το βασικό μειονέκτημα των επενδύσεων αυτών έγκειται στην πολυπλοκότητα των κινδύνων που αναλαμβάνουν (αδυναμία χρηματοδότησης έργου, καθυστερήσεις, διενέξεις, καθυστέρηση απόσβεσης, κόστος επανορθώσεων κλπ) και στην κακή διαχείριση (κακή εκτίμηση των δεδομένων της επένδυσης).

Επίσης, τα παράγωγα προϊόντα χρησιμοποιούνται κυρίως ως αντισταθμιστικά εργαλεία και η ορθή χρήση τους στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην κρίση του εκάστοτε διαχειριστή, στις γνώσεις που κατέχει για την αγορά και τις επενδυτικές ανάγκες του πελάτη του και κυρίως στη στρατηγική αντιστάθμισης κινδύνου (hedging) που θα ακολουθήσει.

νδυτική
ικασία

Πέραν της κατανομής των κεφαλαίων σε επιμέρους επενδυτικά προϊόντα η επενδυτική διαδικασία διακρίνεται σε Στρατηγική και Τακτική Κατανομή, Παθητική και Ενεργητική Διαχείριση.

Η στρατηγική κατανομή επενδύσεων (strategic asset allocation) αποτελεί την πιο σημαντική παράμετρο στον καθορισμό της επενδυτικής διαδικασίας. Αποτελεί μακροπρόθεσμη επιλογή, συνήθως από τρία έως πέντε έτη εκτός και αν μεταβληθούν σημαντικά τα οικονομικά δεδομένα ή το προφίλ και οι ανάγκες του επενδυτή. Η τακτική κατανομή επενδύσεων (tactical asset allocation) αποτελεί βραχυχρόνια στρατηγική και πραγματοποιείται ως περιοδική απόκλιση από τη στρατηγική κατανομή με λήψη υπέρβαρης (overweight) ή υπόβαρης (underweight) θέσης. Στο σημείο αυτό, απαιτείται η μελέτη της σχέσης απόδοσης/κινδύνου για κάθε επενδυτική κατηγορία και του κόστους της ανακατανομής.

Η παθητική διαχείριση έγκειται στην παρακολούθηση της αγοράς και καθορίζεται σε σχέση με την πορεία ενός καθορισμένου δείκτη. Ο διαχειριστής παρακολουθεί τις αποδόσεις του σε σχέση με το δείκτη και δεν προσπαθεί να πετύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αποδόσεις της αγοράς. Η έννοια της παθητικής διαχείρισης στηρίζεται στην υπόθεση των 'αποτελεσματικών αγορών', βάσει της οποίας η αγορά ενσωματώνει και αντανακλά πλήρως όλες τις επενδυτικές πληροφορίες. Αντίθετα, στην ενεργητική διαχείριση ο διαχειριστής αναζητά ευκαιρείες για να πετύχει αποδόσεις υψηλότερες από τις αποδόσεις της αγοράς.

πτυξη
σμικών/
ηματικών
τέλων και
η αποφάσεων
χείρισης

Στη διαδικασία λήψης στρατηγικών αποφάσεων διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, αναπτύσσονται λογισμικά-μαθηματικά μοντέλα βάσει των οποίων υπολογίζεται το «ιδανικό» βάρος της μετοχής ή άλλης κατηγορίας επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιο. Στόχος της εφαρμογής των μοντέλων αυτών είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου ή αντίστροφα η ελαχιστοποίηση του κίνδυνου για μια δεδομένη προσδοκώμενη απόδοση.

Οι Dutta, Kapur και Orszag [1999] εφαρμόζουν ένα παρόμοιο υπόδειγμα και εξετάζουν το ιδανικό ποσοστό κατανομής μεταξύ μετοχικών επενδύσεων και ομολόγων - η πορεία των τελευταίων αντανακλάται στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας - σε μία σειρά χωρών. Από τη μελέτη συμπεραίνεται ότι, μεταξύ των χωρών το ιδανικό ποσοστό κατανομής μεταξύ μετοχικών επενδύσεων και ομολόγων (τα τελευταία αντανακλούν το ποσοστό έκθεσης στο ΑΕΠ) σε διαφορετικά επίπεδα κινδύνου παρουσιάζει σημαντικές διαφορές, ενώ ποικίλλει και η δυνατότητα διαφοροποίησης στην αγορά μετοχών. Στις ΗΠΑ λόγου χάρη, όπου η μέση απόδοση των μετοχών είναι υψηλή, το μερίδιο των μετοχικών επενδύσεων είναι μεγαλύτερο σε σχέση με τις επενδύσεις σε ομόλογα. Στην Ιαπωνία, τα αντίστοιχα μερίδια μετοχικών επενδύσεων είναι σχετικά χαμηλά γιατί η διακύμανση της αποδοτικότητας των μετοχών είναι υψηλή και οι δυνατότητες διαφοροποίησης περιορισμένες.

Βασιζόμενοι στο υπόδειγμα των Dutta, Kapur και Orszag, εξετάζουμε το ιδανικό ποσοστό κατανομής μεταξύ μετοχικών επενδύσεων και ομολόγων στη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα. Τα συμπεράσματα σε σχέση με τα παραπάνω είναι διαφορετικά. Συγκεκριμένα, όσο μικρότερη καθίσταται η παράμετρος αποφυγής του κινδύνου, τόσο το ποσοστό κατανομής των επενδύσεων σε μετοχές είναι μεγαλύτερο. Ακόμη, λόγω της υψηλής συνδιακύμανσης που καταγράφεται μεταξύ ΑΕΠ και ομολόγων - που σημαίνει ότι υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των δύο παραμέτρων - οι επενδυτικές τοποθετήσεις σε ομόλογα

δεν συμφέρουν. Επιπρόσθετα, στην ανάλυση ευαισθησίας που διενεργούμε, διατηρώντας σταθερή την παράμετρο αποφυγής κινδύνου και δίνοντας διαφορετικές τιμές στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και στις αποδόσεις του μετοχικού δείκτη, οδηγούμαστε σε μία σειρά από συμπεράσματα. Με σταθερό το ΑΕΠ και αυξανόμενη την προσδοκώμενη απόδοση των μετοχών, αυξάνει η κατανομή των επενδύσεων σε μετοχές, ενώ με σταθερή την απόδοση των μετοχών και αυξανόμενη την απόδοση του ΑΕΠ μειώνεται η κατανομή των επενδύσεων σε μετοχές.

Κατά τον ίδιο τρόπο, διατηρώντας σταθερή την παράμετρο αποφυγής κινδύνου και δίνοντας διαφορετικές τιμές στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και στις αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων, παρατηρούμε ότι με σταθερό το ΑΕΠ και αυξανόμενη την προσδοκώμενη απόδοση των ομολόγων, αυξάνει η κατανομή των επενδύσεων σε ομόλογα. Με σταθερή την απόδοση των ομολόγων και αυξανόμενη την απόδοση του ΑΕΠ αυξάνει η κατανομή των επενδύσεων σε ομόλογα. Τέλος, ο βαθμός ευαισθησίας των ομολόγων σε μεταβολές του ΑΕΠ είναι μεγαλύτερος από το βαθμό ευαισθησίας των μετοχών σε μεταβολές του ΑΕΠ.

λλακτικές
ατηγικές
νδυσης

ικτική
ρμογή

Εστιάζοντας στην περίπτωση ενός εργαζομένου με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά[1] και έχοντας υπολογίσει προηγουμένως το επίπεδο της ετήσιας εισφοράς που απαιτείται να καταβάλει προκειμένου να λάβει την επιδιωκόμενη σύνταξη, προβαίνουμε στη διαχείριση των συσσωρευμένων κεφαλαίων που προορίζονται για τη συνταξιοδότησή του, υιοθετώντας εναλλακτικά τρεις επενδυτικές στρατηγικές.

Σύμφωνα με την πρώτη στρατηγική, ο επενδυτής τοποθετεί το 100% των συσσωρευμένων κεφαλαίων σε ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό (inflation indexed treasury securities) που σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης ισούται με το πραγματικό επιτόκιο. Σύμφωνα με τη δεύτερη στρατηγική, ο επενδυτής επενδύει την ετήσια εισφορά σε μετοχές. Εχουν οριστεί προηγουμένως (βάσει ιστορικών στοιχείων) συγκεκριμένα επίπεδα μέσης ετήσιας μακροπρόθεσμης απόδοσης δείκτη μετοχών ASE-index και τυπικής απόκλισης, απόδοσης, μερισματικής απόδοσης, μέσου όρου μακροπρόθεσμου πληθωρισμού και τυπικής απόκλισης και τέλος πραγματικής απόδοσης μετοχικού δείκτη ASE-index Βάσει της τρίτης στρατηγικής, δημιουργείται ένα μικτό ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο με κατανομή κεφαλαίων 50% σε ομόλογα, 50% σε μετοχές.

---

[1] Υποθέτουμε έναν εργαζόμενο με εργασιακή δραστηριότητα διάρκειας 35 ετών, με αρχικό ετήσιο μισθό 20.000 ευρώ που αυξάνεται σύμφωνα με το ρυθμό αύξησης του πληθωρισμού και προσδόκιμο ζωής μετά τη συνταξιοδότησή 20 χρόνια. Το συνταξιοδοτικό ταμείο στο οποίο είναι μέλος, πρέπει να του αποδώσει σύνταξη ίση με το 50% του μισθού του. Ορίζουμε ακόμη συγκεκριμένο επίπεδο ονομαστικού και πραγματικού επιτοκίου.

Η απόδοση κάθε επενδυτικής στρατηγικής κρίνεται βάσει του τελικού επιθυμητού επιπέδου συσσώρευσης κεφαλαίων. Τα αποτελέσματα των τριών παραπάνω στρατηγικών δείχνουν πως και οι τρεις μέθοδοι εκπληρώνουν το επιδιωκόμενο στόχο. Ειδικότερα, οι δύο τελευταίες στρατηγικές (100% σε ASE Index και 50% σε ομόλογα – 50% σε ASE Index) δημιουργούν πλεονάσματα σε σχέση με τον στόχο.

Στη συνέχεια υιοθετούμε τη διαδικασία της προσομείωσης για να ενσωματώσουμε στην απόδοση τον κίνδυνο της πιθανότητας να επιτευχθεί απόδοση κάτω του στόχου μας. Κατά τη διαδικασία προσομείωσης ενσωματώνουμε 1000 σενάρια μετοχικών αποδόσεων και πληθωρισμού για κάθε επενδυτική στρατηγική. Αυτές οι αποδόσεις χρησιμοποιούνται για να καθορίσουν την αξία του χαρτοφυλακίου καθ'όλη τη διάρκεια των 35 ετών, από την έναρξη δηλαδή της εργασίας μέχρι τη λήξη και τη συνταξιοδότηση.

Λόγω της υψηλότερης αναμενόμενης απόδοσης, η δεύτερη στρατηγική (100% ASE Index) πετυχαίνει υψηλότερη αξία χαρτοφυλακίου στην ηλικία των 65 ετών σε σχέση με τις δύο άλλες στρατηγικές. Ο κίνδυνος όμως να σημειωθεί απόδοση κάτω του στόχου είναι υψηλότερος. Αυτό είναι φανερό από το γεγονός ότι το 16.8% των προσομειώσεων, το συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο αποτυγχάνει να πετύχει τον επιδιωκόμενο στόχο. Συγκριτικά, το μικτό χαρτοφυλάκιο (η επενδυτική στρατηγική 50%-50%) σημειώνει μικρότερο κίνδυνο αν και σε αυτή την περίπτωση στο 14.6% των προσομειώσεων, το χαρτοφυλάκιο αποτυγχάνει να πετύχει τον επιδιωκόμενο στόχο.

ΕΘΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗΣ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

Μέχρι στιγμής τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας βασίστηκαν σε ορισμένες υποθέσεις. Ορίσαμε δηλαδή εξ' αρχής, συγκεκριμένα επίπεδα απόδοσης των μετοχών, διακύμανσης, πληθωρισμού και επιτοκίων. Στα πλαίσια των επενδυτικών στρατηγικών που καταγράψαμε, εξετάζουμε την ευαισθησία των αποδόσεων των τριών χαρτοφυλακίων σε διαφορετικά επίπεδα πραγματικού επιτοκίου.

Στην περίπτωση της πρώτης στρατηγικής (100% των επενδύσεων σε ομόλογα) η ανάλυση ευαισθησίας (αποδίδουμε στο πραγματικό επιτόκιο διάφορες τιμές) φανερώνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου (η απόδοση δηλαδή των ομολόγων) τόσο μικρότερη συσσώρευση κεφαλαίων απαιτείται για την καταβολή σύνταξης. Οσο μικρότερη καθίσταται η απόδοση των ομολόγων, τόσο μεγαλύτερη συσσώρευση κεφαλαίων απαιτείται για την καταβολή σύνταξης.

Στην περίπτωση της δεύτερης στρατηγικής (100% των επενδύσεων σε ASE – Index), η ανάλυση ευαισθησίας (αποδίδουμε στην πραγματική απόδοση των μετοχών διαφορετικές τιμές) υποδεικνύει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση των μετοχών τόσο αυξάνει η αξία του χαρτοφυλακίου, με αποτέλεσμα όχι μόνο να εξασφαλίζεται η καταβολή σύνταξης αλλά και να δημιουργείται ένα σημαντικό πλεόνασμα. Τα αντίθετα αποτελέσματα λαμβάνουμε με μικρότερα επίπεδα απόδοσης. Οσο μικρότερη η απόδοση των μετοχών, τόσο μειώνεται η αξία του τελικού χαρτοφυλακίου και σημειώνονται ελλείμματα.

Στο μικτό χαρτοφυλάκιο, (τρίτη στρατηγική, 50% ομόλογα - 50% ASE - Index) αν αποδώσουμε ταυτόχρονα διαφορετικά επίπεδα τιμών στο πραγματικό επιτόκιο και στην απόδοση των μετοχών, παρατηρούμε ότι η αξία του χαρτοφυλακίου σημειώνει υψηλή ευαισθησία στις μεταβολές των τιμών των παραμέτρων και επομένως ο κίνδυνος να σημειωθεί απόδοση κάτω του στόχου είναι υψηλότερος.

περάσματα για
αχείριση των
αξιοδοτικών
λαίων στην
δα

Στην Ελλάδα, βάσει των συλλεγόμενων πληροφοριών, η διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων προσαρμόζεται κυρίως στις δυνατότητες που προσφέρει η ελληνική αγορά. Κάτι τέτοιο αποτελεί περιοριστικό παράγοντα στην επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων γιατί η διαφοροποίηση δεν είναι επαρκής. Οι επενδυτικές τάσεις σε γενικές γραμμές διαμορφώνονται ως ακολούθως: τα διαθέσιμα κεφάλαια επενδύονται σε ευρέως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αξιών σταθερού εισοδήματος και μετοχών συνήθως με διάρθρωση 60% τίτλοι σταθερού εισοδήματος (κυβερνητικά ομόλογα), 20% μετοχικές αξίες, 20% ρευστά διαθέσιμα (τίτλοι χρηματαγοράς, καταθέσεις). Η διάρθρωση των χαρτοφυλακίων χαρακτηρίζεται από μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα (αφορά το 80% των κεφαλαίων, είτε τίτλους σταθερού εισοδήματος και μετοχικές αξίες), χαμηλό αναλαμβανόμενο κίνδυνο - αφού τα ομόλογα και τα ρευστά διαθέσιμα παρουσιάζουν μικρή μεταβλητότητα - και ικανοποιητική ρευστότητα λόγω διατήρησης υψηλών ρευστών διαθεσίμων (20%) και είσπραξης τοκομεριδίων και μερισμάτων από ομόλογα και μετοχές αντίστοιχα για την κάλυψη τρεχουσών υποχρεώσεων προς τους ασφαλισμένους.

Ακόμη, οι δείκτες αναφοράς των χαρτοφυλακίων είναι σύνθετοι και βασίζονται σε αναγνωρισμένους δείκτες αναφοράς για τις μετοχές και τα ομόλογα. Για τα ομόλογα λόγου χάρη, χρησιμοποιείται ο Ελληνικός Δείκτης Ομολόγων Δημοσίου της Salomon Smith Barney (Salomon Smith Barney Greek Government Bond Index-SSB EGBI), από τους πιο διαδεδομένους δείκτες αναφοράς των διαχειριστών της Ελλάδος.

Επιπλέον, οι ιδανικές αναλογίες των χαρτοφυλακίων (απόκλιση από την προτεινόμενη διάρθρωση) διαμορφώνονται δυναμικά από την επιλεγόμενη ομάδα διαχείρισης και προσαρμόζονται στις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς και της οικονομίας. Σε ότι αφορά τα ρευστά διαθέσιμα, αυτά τείνουν να μειωθούν στο επιθυμητό επίπεδο του 20% με μεγαλύτερο βάρος σε τίτλους της χρηματαγοράς όπως repos, synthetic swaps. Για το μετοχικό μέρος των χαρτοφυλακίων (20%), επιχειρείται η επιλεκτική τοποθέτηση σε μετοχές εσωτερικού και αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού και εξωτερικού.

Επίσης, το βάρος των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων υπερβαίνει αυτό των μεμονωμένων μετοχών καθώς έτσι μπορεί να επιτευχθεί μεγαλύτερη διασπορά επενδυτικού κινδύνου. Η μείωση των μετοχικών επενδύσεων συντελείται μέσω διαδικασίας ανταλλαγής των μετοχών με μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της διαχειρίστριας εταιρίας.

Τέλος, η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου επικεντρώνεται σε μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης που απαρτίζουν τους βασικούς δείκτες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς (MSCI Ελλάδος, FTSE/ASE20, Γενικός Δείκτης) και βρίσκονται στις πρώτες θέσεις κατάταξης με βάση τα ποσοστά συμμετοχής τους. Από το υποσύνολο αυτό των μετοχών επιλέγονται εκείνες οι μετοχές με ελκυστικές αποτιμήσεις σε σύγκριση με τις εταιρίες του κλάδου της ελληνικής αλλά και της ευρωπαϊκής αγοράς, με ικανοποιητικό μάνατζμεντ, με σαφή στρατηγική και επιτυχημένο επιχειρηματικό μοντέλο, καθώς και ικανοποιητική ρευστότητα.

άγοντες που ορφώνουν τις δυτικές φάσεις

Στη διαμόρφωση των επενδυτικών στρατηγικών σημαντικό ρόλο παίζει η έκταση του δημογραφικού προβλήματος στα πλαίσια των επιπτώσεων που θα επιφέρει στην οικονομική επάρκεια της κοινωνίας, η κατανόηση των ιδιαιτεροτήτων που επιβάλλουν τα επιμέρους συνταξιοδοτικά συστήματα και σχήματα και σαφώς το νομοθετικό και φορολογικό περιβάλλον.

ογραφικές εξελίξεις

ργία

Το δημογραφικό πρόβλημα και η ανεργία αποτελούν τους σημαντικότερους παράγοντες αβεβαιότητας για την κοινωνική προστασία των σημερινών εργαζομένων μετά την αποχώρησή τους από την αγορά εργασίας και την πιο σοβαρή απειλή για τη βιωσιμότητα των δημοσίων διανεμητικού τύπου ασφαλιστικών συστημάτων. Οπως δείχνουν τα στοιχεία, οι ευρωπαϊκές κυβερνήσεις αντιμετωπίζουν τις προκλήσεις ενός γηράσκοντος πληθυσμού και την έντονη πίεση που ασκείται στους δημόσιους πόρους λόγω του υψηλότερου προσδόκιμου της ηλικίας, του συνεχώς αυξανόμενου

δείκτη εξάρτησης και των αυξομειώσεων στα ποσοστά ανεργίας. Εκτιμάται ότι η παρούσα αξία των ελλειμμάτων στην ΕΕ15 ως ποσοστό του Α.Ε.Π. θα ξεπερνά το 50% το 2050 (κοντά στο 1,7% ετησίως) με πιθανότητα να φθάσει και το 90% [Συριόπουλος, Ασημακόπουλος, 2003].

Η Ελλάδα αποτελεί μία από τις χώρες που θα αντιμετωπίσει μέσα στην επόμενη πεντακονταετία τις δυσμενείς επιπτώσεις του γηράσκοντος πληθυσμού. Σε σχέση με την ΕΕ15, το 1990 ο δείκτης εξάρτησης της Ελλάδας είναι χαμηλότερος κατά 1,2% (20,4% έναντι 21,6%). Το 2000 η κατάσταση έχει αντιστραφεί και η Ελλάδα σημειώνει δείκτη δημογραφικής εξάρτησης 25,6%, έναντι 24,3% της ΕΕ15 [Ευρωπαϊκή Ενωση, 2003]. Οσον αφορά το σύνολο των κοινωνικών δαπανών, οι δαπάνες για συντάξεις απορροφούν το μεγαλύτερο συγκριτικά με άλλες χώρες ποσοστό των συνολικών κοινωνικών δαπανών. Το βάρος των συντάξεων στο σύνολο των δαπανών κοινωνικής προστασίας είναι 46,1% και είναι το υψηλότερο ποσοστό σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ15 όπου ο μέσος όρος ανέρχεται σε 41,5% [Παρατηρητήριο Απασχόλησης, 2003]. Επιπλέον, σύμφωνα με τον Κοινωνικό Προϋπολογισμό του 2003, οι δαπάνες για συντάξεις των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης και του Τακτικού Προυπολογισμού αυξήθηκαν από 11,85% του Α.Ε.Π. το 1999 σε 12,54 του Α.Ε.Π. το 2003. Η εξέλιξη της σχέσης ασφαλισμένων/συνταξιούχων για την κύρια σύνταξη μειώθηκε από 2,27% το 1996 στο 1,57% το 2000 και στο 1,51% το 2003.

ιτερότητες
ταξιοδοτικών
τημάτων

Οσον αφορά τα συνταξιοδοτικά συστήματα η μεγάλης έκτασης συζήτηση που έχει αναπτυχθεί σχετικά με την επιλογή του ορθότερου και βιωσιμότερου συνταξιοδοτικού συστήματος σχετίζεται με μία σειρά θεμάτων. Τα θέματα αυτά αφορούν καταρχήν την *μετάβαση*, έστω και μερική, από το διανεμητικό σύστημα στο σύστημα με κεφαλαιοποίηση[2]. Η μετάβαση αυτή θεωρείται ελκυστική λύση και κάτι τέτοιο άλλωστε έχει ήδη πραγματοποιηθεί σε ορισμένα κράτη.

Επιπλέον, τίθεται θέμα *επιλογής* ανάμεσα σε δύο ειδών σχήματα- το σχήμα προκαθορισμένης παροχής[3] και το σχήμα προκαθορισμένης εισφοράς. Η

---

[2] Σύμφωνα με το διανεμητικό σύστημα, στην αρχή κάθε έτους γίνεται πρόβλεψη των ετήσιων εξόδων του συνταξιοδοτικού ταμείου και για την κάλυψή τους αυξάνονται παράλληλα οι ασφαλιστικές εισφορές. Στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα, καθορίζεται ένα μέσο σταθερό ασφάλιστρο, ικανό για να καλύψει μακροχρόνια τόσο τις τρέχουσες όσο και τις μελλοντικές υποχρεώσεις του ταμείου προς τους ασφαλισμένους. Κατά τα πρώτα έτη λειτουργίας του ταμείου, τα έσοδα του από ασφαλιστικές εισφορές υπερβαίνουν κατά πολύ τις παροχές, με αποτέλεσμα τη δημιουργία αποθεματικών. Η απόδοση των αποθεματικών αποτελεί πρόσθετο έσοδο για το ταμείο.

[3] *Σχήματα Προκαθορισμένης Παροχής* : παρέχουν σε κάθε ασφαλισμένο ένα ορισμένο ετήσιο συνταξιοδοτικό δικαίωμα που συνήθως σχετίζεται με τον μέσο τελικό μισθό και τα έτη υπηρεσίας. Ο ασφαλισμένος κατά αυτό το τρόπο αποκτά δικαιώματα σε μελλοντικές ασφαλιστικές παροχές.

προχρηματοδότηση επίσης αποτελεί μείζον ζήτημα ως ορθότερη μέθοδος εκπλήρωσης των παροχών/ συντάξεων στο μέλλον και αυτό αφορά τη συσσώρευση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων εκ των προτέρων και όχι σταδιακά.

Επίσης, τίθεται το θέμα της *ιδιωτικοποίησης* - της αντικατάστασης δηλαδή της κρατικής διαχείρισης του συνταξιοδοτικού με ένα σύστημα ιδιωτικής διαχείρισης - και της επαρκούς *διαφοροποίησης* σε ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών τοποθετήσεων.

Η ανομοιογένεια των συνταξιοδοτικών συστημάτων τόσο στο εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ενωσης όσο και παγκοσμίως αποτελεί κοινή διαπίστωση. Εντούτοις, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή [2002] κατατάσει την παροχή των συντάξεων στην Ευρωπαϊκή Ενωση σε τρεις άξονες και δηλώνει ότι ο συνδυασμός αυτών παρέχει πρωτοφανή ευημερία και οικονομική ανεξαρτησία στα άτομα μεγαλύτερης ηλικίας. Το γνωστό ως σύστημα των τριών πυλώνων συνίσταται σε ένα μείγμα συστημάτων. Ειδικότερα,ο πρώτος πυλώνας αφορά τα θεσμοθετημένα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα προκαθορισμένων παροχών. Αυτά χρηματοδοτούνται γενικά βάσει του διανεμητικού συστήματος, έννοια που συνδέεται με την παραδοσιακή έννοια του κράτους πρόνοιας που διασφαλίζει την προστασία των εργαζομένων και το συναίσθημα ασφάλειας και αλληλεγγύης. Ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει τις επικουρικές συντάξεις, τα ιδιωτικά δηλαδή διαχειριζόμενα επικουρικά συνταξιοδοτικά συστήματα που παρέχουν τις συμπληρωματικές επαγγελματικές συντάξεις, είτε αυτά είναι υποχρεωτικά, είτε προαιρετικά. Ο δεύτερος πυλώνας αφορά τα κεφαλαιοποιητικού τύπου συστήματα. Ακόμη, μέσω του τρίτου πυλώνα οι πολίτες μπορούν να αυξήσουν περαιτέρω τις συνταξιοδοτικές τους απολαβές σε ατομική βάση. Ο τρίτος πυλώνας αφορά τις ιδιωτικές αποταμιεύσεις και τα επιμέρους ιδιωτικά ασφαλιστικά συμβόλαια.

Τα συστήματα του πρώτου πυλώνα αποτελούν το σαφώς κυρίαρχο πρότυπο καταβολής συντάξεων στο σύνολο της ΕΕ, με εξαίρεση την Ολλανδία, τη Μ. Βρετανία και την Ιρλανδία, όπου ο δεύτερος και τρίτος πυλώνας αποτελούν σημαντική συνιστώσα στην παροχή συντάξεων. Μικρή ανάπτυξη των εναλλακτικών πυλώνων εμφανίζεται κυρίως σε χώρες με γενναιόδωρες παροχές του πρώτου πυλώνα. Είναι γεγονός πάντως πως και σε αυτές τις χώρες εντείνεται η ανάγκη για μεταρρύθμιση και δίνεται έμφαση στην ανάπτυξη του δεύτερου και τρίτου πυλώνα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ανάπτυξη των επαγγελματικών ταμείων στην Ελλάδα.

Σχήματα Προκαθορισμένης Εισφοράς: λειτουργούν τελείως διαφορετικά από τα σχήματα προκαθορισμένης παροχής. Οι εργοδότες και οι εργαζόμενοι και οι δύο μαζί ή μόνο ένας από τους δύο συνεισφέρουν είτε ένα συγκεκριμένο ποσοστό επί του μισθού είτε ένα συγκεκριμένο σταθερό ποσό σε ένα επενδυτικό λογαριασμό. Το συσσωρευθέν κεφάλαιο επενδύεται σε μία ποικιλία επενδυτικών τοποθετήσεων.Ο κίνδυνος και κυρίως ο επενδυτικός κίνδυνος βαραίνει κατά αποκλειστικότητα είτε μονομερώς τον εργοδότη ή τον ασφαλισμένο, είτε και τους δύο.

οθετικό
σιο

Η αναγκαιότητα των νομοθετικών παρεμβάσεων στην περίπτωση διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων έγκειται στην εξασφάλιση ενός υψηλού επίπεδου προστασίας των συνταξιοδοτικών παροχών και υποχρεώσεων και στην έπακρον μέγιστη δυνατή διαχείριση και απόδοση των επενδύσεων μέσω ασφαλών και αποτελεσματικών τοποθετήσεων. Η επίτευξη αυτών των σκοπών πραγματοποιείται με κατοχύρωση της επαρκούς διαφοροποίησης, κατανόηση του αποδεκτού επιπέδου έκθεσης στους επιμέρους κινδύνους και ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου, του κινδύνου διαχειριστή, αλλά κυρίως του επενδυτικού κινδύνου.

Στην Ελλάδα μέχρι το 2000, το ισχύον θεσμικό πλαίσιο μεριμνά ουσιαστικά για τη μετατροπή των διαθεσίμων σε αποθεματικά, αλλά δεν περιέχει καμμία ουσιαστική πρόβλεψη για την ενεργητική διαχείριση των συσσωρευμένων αποθεματικών. Η θεσμική καινοτομία των αρχών της δεκαετίας του 1990 για τη συγκρότηση αμοιβαίων κεφαλαίων των ασφαλιστικών οργανισμών ουσιαστικά υλοποιείται από το 2001 και μετά.

Τόσο σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ενωσης η εφαρμογή της νομοθεσίας έγκειται κυρίως στη δημιουργία υποδομής για τη σύσταση των Επαγγελματικών Ταμείων και την επέκταση των δυνατοτήτων επενδύσης των ταμείων. Ακόμη, έγκειται στη σχετική απελευθέρωση των επενδυτικών επιλογών (σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια, repos, παράγωγα), στην προσπάθεια καθορισμού επενδυτικών κανόνων, στην προσπάθεια ορισμού των εννοιών του Συμβούλου και του Διαχειριστή, στον καθορισμό διαδικασιών πρόσληψης συμβούλων διαχείρισης (καθορισμός κριτηρίων, τεχνική και οικονομική προσφορά, εγγύηση) και τέλος στη δημιουργία ελεγκτικών μηχανισμών.

Οσον αφορά την ελληνική νομοθεσία, το σχετικό ρυθμιστικό πλαίσιο διαμορφώνεται προς τη σωστή κατεύθυνση και βάσει των οδηγιών της Ευρωπαϊκής Ενωσης και των διεθνών εξελίξεων. Παρόλα αυτά, υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης σε βασικά ζητήματα. Ειδικότερα, στην περίπτωση των ασφαλιστικών οργανισμών τα κριτήρια επενδυτικών αποφάσεων είναι περισσότερο επιστημονικά και πολύπλοκα από αυτά που χρησιμοποιούν οι ιδιώτες επενδυτές και αυτό θα πρέπει να διασφαλίζεται και να διευκρινίζεται. Εντούτοις, επικρατεί εννοιολογική και πρακτική σύγχυση. Επίσης, ο καθορισμός διαδικασιών για την πρόσληψη διαχειριστών και η απεμπλοκή του Διοικητικού Συμβουλίου των ταμείων από την επενδυτική διαδικασία, οι δυνατότητες επένδυσης στις διεθνείς αγορές, η βελτίωση του όρου εγγύησης και ο καθορισμός

του ρυθμιστικού πλαισίου δράσης των εταιρειών διαχείρισης ασφαλιστικών ταμείων αποτελούν ζητήματα που απαιτούν ειδικές διευθετήσεις.

Συμπεράσματα μελέτης

Δεδομένων των συλλεγόμενων πληροφοριών διαπιστώνουμε ότι η διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα προσαρμόζεται κυρίως στις δυνατότητες που προσφέρει η ελληνική αγορά γεγονός που αποτελεί περιοριστικό παράγοντα στην επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων, καθώς η διαφοροποίηση δεν είναι επαρκής. Η επάρκεια της διαφοροποίησης από την άλλη - όπως απαιτείται ρητά στις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ορθή διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων - ναι μεν επιμερίζει τον κίνδυνο δεν αποτελεί όμως τον 'χρυσό κανόνα' για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων.

Στην επάρκεια της διαφοροποίησης προσθέτουμε δύο ακόμη παράγοντες που αποτελούν αναγκαία και ικανή συνθήκη για την επίτευξη θετικών αποδόσεων: το υψηλό επίπεδο διακυβέρνησης (διαχωρισμός ιδιοκτησίας, εκτελεστικής διοίκησης και λειτουργικών εργασιών) τον ικανό επαγγελματία διαχειριστή. Ειδικά, στην περίπτωση της ελληνικής πραγματικότητας ο συνδυασμός της οργανωτικής δομής, των επαγγελματιών διαχειριστών και της επαρκούς διαφοροποίησης μπορεί να δημιουργήσει ευνοϊκότερες συνθήκες για την επίτευξη ικανοποιητικών επενδυτικών αποδόσεων των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων. Ειδικότερα:

Η οργανωτική δομή των ταμείων και το υψηλό επίπεδο διακυβέρνησης κατέχουν πρωτεύοντα ρόλο καθώς κατά κύριο λόγο η μη αποτελεσματική διαχείριση είναι απόρροια οργανωσιακής δυσλειτουργίας. Η δυσλειτουργία προέρχεται κυρίως από ελλιπείς διαδικασίες λήψης αποφάσεων, αναποτελεσματική χρήση ανθρώπινου δυναμικού, τεχνολογίας και κατανομής κεφαλαίων και κυρίως ανικανότητα προσδιορισμού του στόχου. Γιατί ακόμη και αν τη διαχείριση των κεφαλαίων αναλάβει εξωτερικός διαχειριστής, ο προσδιορισμός της άριστης επενδυτικής πολιτικής και η εφαρμογή συνετής επιτήρησης είναι αποκλειστική ευθύνη του συνταξιοδοτικού φορέα. Επομένως, πρέπει να γίνεται όσο το δυνατόν ακριβέστερος ο προσδιορισμός των βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων αναγκών για ρευστά διαθέσιμα (συνολικές υποχρεώσεις προς τους δικαιούχους) σε συνδυασμό πάντα με προσεκτική ανάλυση των εσόδων/εξόδων του ταμείου.

Ακόμη, η ορθή επιλογή του επαγγελματία διαχειριστή αποτελεί το δεύτερο σημαντικό ζήτημα προς συζήτηση. Και καταρχήν τίθεται το ερώτημα αν οι επενδύσεις θα πρέπει να πραγματοποιούνται με απευθείας αποφάσεις των οργάνων των συνταξιοδοτικών

οργανισμών ή αν η διαχείριση των κεφαλαίων θα πρέπει να ανατεθεί μόνο ή και σε εξωτερικούς επαγγελματίες διαχειριστές. Είναι γεγονός πάντως πως - ειδικά όσον αφορά τα υπάρχοντα συνταξιοδοτικά ταμεία στην Ελλάδα - στην πρώτη περίπτωση είναι συνήθης ή έλλειψη μέσων, προσωπικού και εξειδίκευσης στη διαχείριση επενδύσεων.

Υποθέτοντας λοιπόν ότι έχουμε ικανούς διαχειριστές, η ορθή διαχείριση των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών οργανισμών απαιτεί την εις βάθος διερεύνηση των αναγκών των ταμείων αναφορικά με την απόδοση, τον κίνδυνο και την ρευστότητα. Η επενδυτική φιλοσοφία αποσκοπεί στο συνδυασμό ικανοποιητικού εισοδήματος και υπεραξίας με κατάλληλη διασπορά του κινδύνου, λαμβανομένου υπόψη του συντηρητικού χαρακτήρα των ταμείων και των ιδιαιτεροτήτων κάθε συνταξιοδοτικού συστήματος και σχήματος και μπορεί να συνοψισθεί σε τέσσερα βασικά στάδια :

Στο πρώτο στάδιο προσδιορίζεται το επενδυτικό προφίλ. Ειδικότερα, καθορίζονται η θέση απέναντι στον κίνδυνο, ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης και ο σχετικός με τα προηγούμενα οικονομικός προγραμματισμός. Κατά το δεύτερο στάδιο κατηγοριοποιούνται οι επενδυτικές τοποθετήσεις ανάλογα με το διαχειριστικό στυλ που έχει υιοθετηθεί και αυτό θα είναι συντηρητικό κατά το μεγαλύτερο μέρος, δυναμικό ή μίξη των δύο προηγούμενων. Ακολούθως, στο τρίτο στάδιο γίνεται η επιλογή των τίτλων βάσει ποσοτικών υποδειγμάτων και ποιοτικών κριτηρίων. Στο τέταρτο και τελευταίο στάδιο εξετάζεται η σχέση αναμενόμενης απόδοσης και αναλαμβανόμενου κινδύνου.

Αναμφισβήτητα όμως στην περίπτωση της ελληνικής πραγματικότητας το θέμα της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αποτελεί ένα ιδιαιτέρως σύνθετο πρόβλημα που οφείλεται κυρίως στις ιδιαιτερότητες και τους περιορισμούς του ελληνικού θεσμικού πλαισίου και στο γεγονός ότι η διαχείριση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αποτελεί σχετικά νέο κλάδο στην ελληνική αγορά. Εδώ προστίθενται οι επιπλέον περιορισμοί που θέτουν οι συνταξιοδοτικοί οργανισμοί, η γενικότερη νοοτροπία που επικρατεί όσον αφορά τις επενδύσεις των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και το υψηλό κόστος της εξωτερικής διαχείρισης που λειτουργούν ανασταλτικά και σε βάρος της αποτελεσματικής διαχείρισης των χαρτοφυλακίων.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η βιωσιμότητα και η προοπτική ενός συνταξιοδοτικού φορέα πρέπει και αποτελεί σήμερα το μείζον ζήτημα για τους ασφαλισμένους στο φορέα αυτό. Η δυσμενής εξέλιξη της σχέσης μεταξύ εν ενεργεία υπαλλήλων και συνταξιούχων επηρεάζει αρνητικά τη σχέση εσόδων - εξόδων και καθιστά αναγκαία τη λήψη μέτρων για να διατηρήσει ο φορέας τη δυνατότητά του να εκπληρώνει την αποστολή του και να αναβαθμίζει διαρκώς τις παρεχόμενες από αυτόν υπηρεσίες. Οι αποδόσεις της περιουσίας και τα λοιπά έσοδα δεν επαρκούν για να καλύπτουν εις το διηνεκές το διαρκώς διευρυνόμενο άνοιγμα μεταξύ εισφορών και παροχών. Ως εκ τούτου, ο ουσιαστικός πόρος των ταμείων είναι οι εισφορές των μελών. Επομένως, στην τρέχουσα συγκυρία τόσο τα συστήματα κύριας σύνταξης όσο και τα συστήματα επικουρικής σύνταξης προϋποθέτουν τη συσσώρευση αποθεματικών για την αντιμετώπιση των αυξημένων μελλοντικών εκροών που θα προκύψουν κυρίως μετά το 2015. Εξάλλου, το όφελος από τη δημιουργία ειδικών κεφαλαίων προς διαχείριση αναμένεται ανάλογο του κατά κεφαλήν εισοδήματος.

Για τους λόγους που προαναφέραμε, τίθεται το ζήτημα εύρεσης ενός αποτελεσματικού συστήματος διαχείρισης των σημερινών και των μελλοντικών αποθεματικών, καθώς είναι πλέον σαφές ότι από την ποιότητα της διαχείρισης αυτής θα καθοριστεί σε μεγάλο βαθμό η βιωσιμότητα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης στη χώρα μας αλλά και παγκοσμίως.

Το θέμα των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων είναι γενικότερο και αφορά την καλύτερη αξιοποίηση των διαθεσίμων τους με σκοπό να αποκτήσουν πόρους. Είναι γεγονός ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία αποτελούν τους μεγαλύτερους θεσμικούς επενδυτές στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, λόγω του μεγάλου όγκου των συσσωρευμένων κεφαλαίων τους. Ως επενδυτές, οι φορείς αυτοί, χαρακτηρίζονται από τη φύση τους μακροχρόνιοι και συντηρητικοί. Μακροχρόνιοι γιατί καλύπτουν τις ανάγκες εξασφάλισης συνταξιοδοτικού εισοδήματος στις διαδοχικές γενεές πολιτών. Συντηρητικοί εξ ορισμού, καθώς η φύση των εργασιών τους υπαγορεύει ότι ο αναλαμβανόμενος επενδυτικός κίνδυνος είναι χαμηλός και ο επενδυτικός ορίζοντας μακροπρόθεσμος.

Η επενδυτική φιλοσοφία στη διαχείριση των ειδικών αυτών κεφαλαίων εστιάζεται στη δημιουργία συστηματικής, μακροπρόθεσμης υπεραξίας, μέσω συνδυασμού επενδυτικών προσεγγίσεων και στον καθορισμό της βέλτιστης ισορροπίας του επενδυτικού μίγματος σε κάθε σημείο του οικονομικού κύκλου, στις διεθνείς

κεφαλαιαγορές. Με λίγα λόγια, η κεντρική επενδυτική προσέγγιση εστιάζει στη στενή παρακολούθηση των αγορών με στόχο τον εντοπισμό ενός εύρους επενδυτικών επιλογών, το οποίο προσθέτει αξία, προσφέρει επαρκή διασπορά και περιορίζει τον κίνδυνο. Η διαχείριση επομένως πρέπει να εφαρμόζεται από εξειδικευμένες διαχειριστικές ομάδες που καλούνται να στοχεύσουν με συνέπεια στην επίτευξη αποδόσεων υψηλότερων από τα συγκριτικά μεγέθη της αγοράς.

Στα πλαίσια αυτού του πνεύματος, η παρούσα διδακτορική διατριβή εξετάζει διεξοδικά το θέμα της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και της εφαρμογής διαφορετικών επενδυτικών στρατηγικών και συγκεκριμένα :

Το πρώτο μέρος αποτελείται από τρία κεφάλαια στα οποία εξετάζουμε τους παράγοντες εκείνους που διαμορφώνουν τις επενδυτικές στρατηγικές και τις αποφάσεις διαχείρισης. Οι 'πρωτογενείς' παράγοντες που παρουσιάζονται στο πρώτο κεφάλαιο αφορούν την εξέλιξη του δημογραφικού ζητήματος, της ανεργίας, του δημόσιου χρέους, της φοροδιαφυγής και της γενικότερης οικονομικής μεγέθυνσης. Ακόμη, παράγοντες 'κλειδιά' στη διαμόρφωση των επενδυτικών στρατηγικών αποτελεί η κατανόηση των ιδιαιτεροτήτων που επιβάλλουν τα επιμέρους συνταξιοδοτικά συστήματα και σχήματα και των επενδυτικών δυνατοτήτων που προβλέπονται από το νομοθετικό και φορολογικό περιβάλλον. Οι δύο αυτοί παράγοντες εξετάζονται στο δεύτερο και τρίτο κεφάλαιο αντίστοιχα.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα ανωτέρω χρήσιμα δεδομένα, στο δεύτερο μέρος, το οποίο περιλαμβάνει επίσης τρία κεφάλαια, επικεντρονώμαστε στο τεχνικό κομμάτι της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Ειδικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο βασίζουμε την έρευνά μας στη γενικότερη θεωρία χαρτοφυλακίου και αναλύουμε τους παράγοντες εκείνους που διαμορφώνουν τη σύνθεση ενός χαρτοφυλακίου διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Στο δεύτερο κεφάλαιο, προσεγγίζουμε τόσο σε θεωρητικό επίπεδο όσο και σε εμπειρικό την αριστοποίηση του ειδικού αυτού χαρτοφυλακίου κάτω από διαφορετικά σενάρια (ρεαλιστικό, αισιόδοξο, απαισιόδοξο), κάνοντας χρήση ιστορικών δεδομένων. Στο τρίτο κεφάλαιο, ακολουθούμε διαφορετικές επενδυτικές στρατηγικές μέσα από εναλλακτικά μοντέλα χαρτοφυλακίων και παρατηρούμε την εξέλιξή τους υιοθετώντας διαφορετικά σενάρια με τη χρήση ιστορικών δεδομένων.

Τέλος, προκειμένου να καταγραφούν οι επενδυτικές τάσεις της ελληνικής αγοράς αλλά και το γενικότερο διεθνές κλίμα που χαρακτηρίζει τη διαχείριση των

συνταξιοδοτικών κεφαλαίων προβήκαμε σε πρωτογενή έρευνα με την σύνταξη σχετικού ερωτηματολογίου το οποίο αποστάλη σε διαχειριστές κεφαλαίων της ελληνικής και διεθνούς αγοράς. Οι πληροφορίες από την αποστολή του ερωτηματολογίου καθώς και τα συμπεράσματα αυτής της διατριβής- βάσει των οποίων η ορθή διαχείριση των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων απαιτεί την εις βάθος διερεύνηση των αναγκών των ταμείων αναφορικά με την απόδοση, τον κίνδυνο και την ρευστότητα- καθώς και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα, παρουσιάζονται στο τρίτο και τελευταίο μέρος της διατριβής.

ΜΕΡΟΣ Α

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΔΙΑΜΟΡΦΩΝΟΥΝ
ΤΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΚΑΙ ΤΙΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

1. ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ

Σύμφωνα με πρόσφατες προβλέψεις για τα πρώτα τριάντα χρόνια του 21ου αιώνα [World Economic Forum, 2003], το προσδόκιμο της ανθρώπινης ζωής[4] θα βελτιωθεί σταδιακά σε όλες τις περιοχές του κόσμου, ακόμη και στις πλέον φτωχότερες[5]. Οι ευοίωνες αυτές προβλέψεις θεωρείται ότι θα αποτελέσουν τον πιο σημαντικό παράγοντα αβεβαιότητας για την κοινωνική προστασία των σημερινών εργαζομένων μετά την απόσυρσή τους από την αγορά εργασίας και την πιο σοβαρή απειλή για τη βιωσιμότητα των δημοσίων διανεμητικού τύπου ασφαλιστικών συστημάτων, δεδομένου ότι μεταβάλλεται η δομή του πληθυσμού. Ας κοιτάξουμε παρακάτω πως αναμένεται να διαμορφωθεί η παγκόσμια δημογραφία.

1.1 Προβλέψεις

Βάσει των προβλέψεων[6] του Οργανισμού Ηνωμένων Εθνών το 2003, ο παγκόσμιος πληθυσμός μέχρι το 2050 προβλέπεται να φτάσει τα 8,9 δισεκατομμύρια. Μεταξύ των έξι ηπείρων, μόνο η Ευρώπη αναμένεται να αντιμετωπίσει συρρίκνωση του πληθυσμού κατά 94 εκατομμύρια, δηλαδή μείωση κατά 13%, μέχρι το 2050. Ο πληθυσμός της Αφρικής θα υπερδιπλασιαστεί, ενώ στην Ασία ο αριθμός των ανθρώπων θα αυξηθεί κατά 1,4 δισεκατομμύρια (βλ. Διάγραμμα Α.1).

Εκείνο όμως που μας ενδιαφέρει δεν είναι τόσο η αύξηση του πληθυσμού, αλλά η αλλαγή στη δομή του. Η βελτίωση του προσδόκιμου ζωής και η επερχόμενη γήρανση του πληθυσμού αποτελεί πραγματικό γεγονός έστω και αν αυτό συμβαίνει με βραδύτερους ρυθμούς σε κάποιες χώρες σε σχέση με κάποιες άλλες.

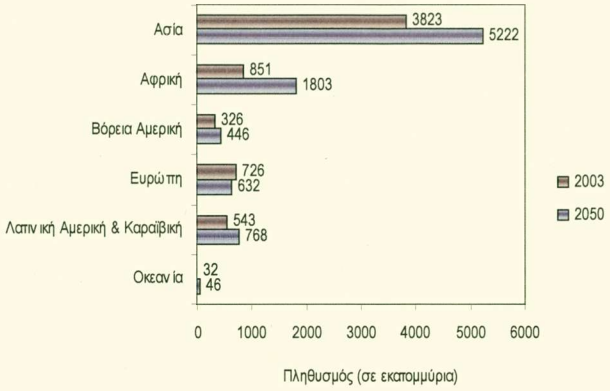
---

[4] Σε σχέση με το προσδόκιμο ζωής, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι πιο σημαντικός δείκτης φαίνεται να είναι το υγιές προσδόκιμο ζωής, δηλαδή, η ηλικία έλευσης οποιασδήποτε ανικανότητας.

[5] Εξαίρεση στις ελπιδοφόρες αυτές προβλέψεις αποτελεί η περιοχή της Νοτίου Αφρικής όπου λόγω της μεγάλης εξάπλωσης του ιού του AIDS το προσδόκιμο ζωής προβλέπεται να κυμανθεί στα χαμηλά επίπεδα της δεκαετίας του '70.

[6] Οι δημογραφικές εξελίξεις είναι ευκολότερο να προβλεφθούν στο μακρινό μέλλον από ότι η πορεία των οικονομικών μεταβλητών. Αυτό συμβαίνει γιατί η πληθυσμιακή κατανομή στο μέλλον εξαρτάται κατά πολύ από την τρέχουσα. Παρόλα αυτά η δυσκολία που προκύπτει από τις προβλέψεις αυτές σχετίζεται με την εξέλιξη του ποσοστού θνησιμότας και επομένως με τη διαμόρφωση του αριθμού των ηλικιωμένων στο μέλλον. Μερικοί βιολόγοι υποστηρίζουν ότι το προσδόκιμο ζωής μπορεί να φθάσει τα 150 χρόνια τον 21ο αιώνα, ενώ άλλοι υποστηρίζουν πως νέες επιδημίες, η μείωση της αντοχής των φαρμάκων σε συνήθεις αρρώστειες και η παχυσαρκία θα προκαλέσουν αναστολή της αυξητικής πορείας του προσδόκιμου ζωής. Το ποσοστό γεννητικότητας από την άλλη παρουσιάζει δυσκολίες στην πρόβλεψη της εξέλιξής του λόγω των απότομων μεταβολών του προς τα πάνω (η γνωστή πληθυσμιακή έκρηξη του 1940- baby boom generation) ή προς τα κάτω. Τέλος, οι δημογράφοι δεν έχουν ιδιαίτερες τεχνικές για να το υπολογίσουν την εξέλιξη του μεταναστευτικού ρεύματος η οποία εξαρτάται κυρίως από τις πολιτικές κατευθύνσεις του κάθε κράτους, αλλά και από το διεθνές οικονομικό και πολιτικό περιβάλλον.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α.1
Κατανομή Παγκόσμιου Πληθυσμού - Στοιχεία για το 2003 & εκτιμήσεις για το 2050



Πηγή: ΟΗΕ, *World Population Prospects, 2002*

Ο πίνακας Α1 παρουσιάζει την εξέλιξη του προσδόκιμου ζωής σε διάφορα σημεία του κόσμου. Τα δεδομένα καλύπτουν δύο χρονικές περιόδους στο παρελθόν - ξεκινώντας από τα μέσα του 20ου αιώνα- και την τρέχουσα χρονική στιγμή. Οι δύο τελευταίες στήλες αφορούν προβλέψεις για τις περιόδους 2010-2015 και 2030-2035. Το προσδόκιμο ζωής στις αρχές της δεκαετίας του '50 κυμαίνεται από τα 72 χρόνια στις ανεπτυγμένες χώρες (Ολλανδία) μέχρι τα 42 χρόνια στις λιγότερο ανεπτυγμένες (Κίνα). Από τα μέσα μέχρι το τέλος του εικοστού αιώνα, οι λιγότερο ανεπτυγμένες χώρες σημείωσαν αλματώδη αύξηση του προσδόκιμου ζωής σε σχέση με τις ανεπτυγμένες, παρόλο που οι τελευταίες συνέχισαν να βελτιώνονται. Η ίδια κατάσταση αναμένεται να συνεχιστεί και στο μέλλον. Κοιτώντας μπροστά για τα επόμενα τριάντα χρόνια προβλέπεται περαιτέρω αύξηση του προσδόκιμου ζωής το οποίο αυξάνει αισθητά σε όλες τις χώρες, με το υψηλότερο ποσοστό να κατέχουν η Ιαπωνία (81,5 την περίοδο 2000-2005, 86,3 την περίοδο 2030-2035) και οι ευρωπαϊκές χώρες (79-78,2-78,2-78,7-80,1 την περίοδο 2000-2005 και 82,5-81,8-81,9-81,3-83,1 την περίοδο 2030-2035 για τη Γαλλία, τη Μ. Βρετανία, τη Γερμανία, την Ιταλία και την Σουηδία αντίστοιχα) (βλ. Πίνακα Α.1)

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.1

Εξέλιξη του Προσδόκιμου Ζωής σε Διάφορες Περιοχές του Κόσμου

	1950-1955	1975-1980	2000-2005	2010-2015	2030-2035
Αργεντινή	62,5	68,5	73,8	75,6	78,4
Αυστραλία	69,6	73,5	79,2	80,1	81,8
Βραζιλία	50,9	61,5	68,3	70,8	74,7
Καναδάς	69,1	74,2	79,0	80,0	81,6
Χιλή	54,7	67,1	75,6	76,9	78,8
Κίνα	40,8	65,3	71,2	73,5	77,2
Αίγυπτος	42,4	54,1	68,3	71,4	75,6
Γαλλία	66,5	73,7	79,0	80,3	82,5
Γερμανία	67,5	72,5	78,2	79,7	81,9
Ουγγαρία	63,6	69,4	72,0	74,3	77,6
Ινδία	38,7	52,9	64,2	67,9	72,7
Ιρλανδία	66,9	72,0	7,07	78,3	80,3
Ιταλία	66,0	73,6	78,7	79,7	81,3
Ιαπωνία	63,9	75,5	81,5	83,3	86,3
Μαλαισία	48,5	65,3	73,0	75,0	78,2
Μεξικό	50,6	65,1	73,0	74,6	77,3
Ολλανδία	72,1	75,3	78,3	79,3	81,0
Πακιστάν	41,0	51,0	61,0	65,0	70,9
Πολωνία	61,3	70,9	73,9	75,9	78,7
Ν. Αφρική	45,0	55,1	47,4	42,0	53,8
Ισπανία	63,9	74,3	78,8	79,7	81,4
Σουηδία	71,8	75,2	80,1	81,1	83,1
Ελβετία	69,2	75,2	79,1	80,0	81,7
Τουρκία	43,6	60,3	70,5	72,9	76,6
Μ. Βρετανία	69,2	72,8	78,2	79,8	81,8
ΗΠΑ	68,9	73,3	77,5	79,2	81,5

Πηγή: ΟΗΕ, *World Population Prospects: The 2000 Revision*

2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΗΣ ΓΗΡΑΝΣΗΣ

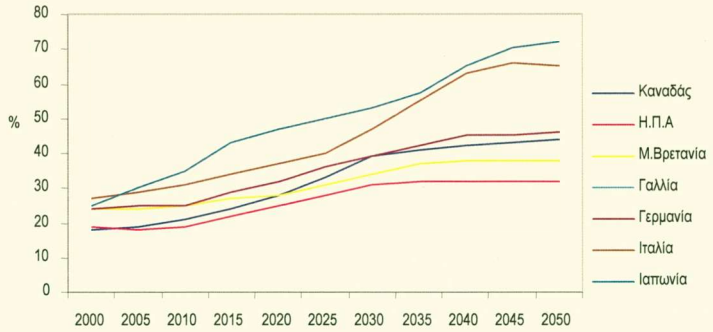
Η πληθυσμιακή γήρανση έχει νόημα να μελετηθεί στα πλαίσια των επιπτώσεων που θα επιφέρει στην οικονομική επάρκεια της κοινωνίας και όχι ως μεμονωμένο γεγονός.

Προκειμένου να εξετάσουμε τα παραπάνω στοιχεία χρησιμοποιούμε μία σειρά καθιερωμένων δεικτών (δείκτης εξάρτησης, δημογραφικός δείκτης στήριξης, οικονομικός δείκτης στήριξης) για την εξέλιξη της σχέσης συνταξιούχων - ενεργού πληθυσμού και στατιστικά στοιχεία για την εξέλιξη της απασχόλησης και των βασικών δημοσιονομικών μεγεθών. Περιορίζουμε τη μελέτη μας στις χώρες G7 και την Ευρωπαϊκή Ενωση.

2.1 Δείκτης Εξάρτησης - Δημογραφικός Δείκτης Στήριξης- Οικονομικός Δείκτης Στήριξης

Ο Δείκτης Εξάρτησης[7], εκφράζει το ποσοστό του γηραιότερου πληθυσμού προς τον ενεργό πληθυσμό. Στο Διάγραμμα Α.2 διαγράφεται η ανοδική πορεία του Δείκτη Εξάρτησης μιας ομάδας επιλεγμένων χωρών: ο δείκτης εκτιμάται ότι θα διπλασιαστεί μέχρι το 2050, ενώ η μεγαλύτερη άνοδος αναμένεται να σημειωθεί μετά το 2010. Σε ευνοϊκότερη θέση βρίσκονται οι χώρες με υψηλό δείκτη γεννητικότητας όπως οι Ηνωμένες Πολιτείες με εκτιμώμενη αύξηση του δείκτη γεννητικότητας για την περίοδο αυτή κατά και η Μ. Βρετανία με εκτιμώμενη αύξηση .

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α.2
Εκτιμώμενη πορεία του Δείκτη Εξάρτησης - Πληθυσμός>65 ως % του ενεργού πληθυσμού (ετών 20-64)- Ομάδα χωρών G7



Πηγή: OHE, Population Division *The 2002 Revision* and *World Urbanization Prospects,2002*

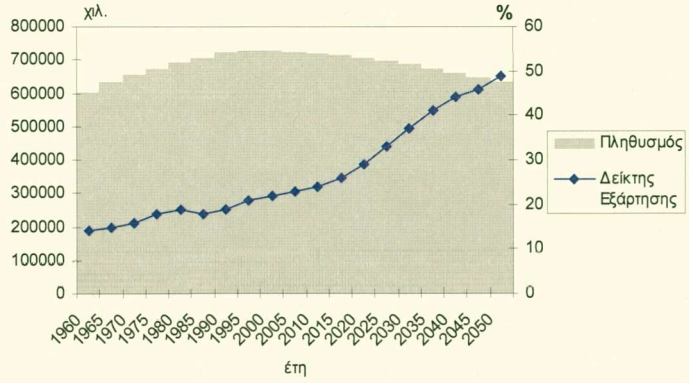
---

9 Ο Δείκτης Εξάρτησης (overall Dependency Ratio) στη θεωρία περιλαμβάνει πέραν από τον γηραιό πληθυσμό,που συνήθως ορίζεται ως άνω των 65, και τα παιδιά σχολικής ηλικίας. Επειδή η παρούσα μελέτη επικεντρώνεται στη συζήτηση γύρω από το σύστημα συνταξιοδότησης, ως Δείκτη Εξάρτησης χρησιμοποιούμε το δείκτη που περιλαμβάνει μόνο το γηραιό πληθυσμό σε σχέση με τον ενεργό. Δηλαδή, Δείκτης Εξάρτησης Old Age Dependency Ratio = Πληθυσμός >65 / Πληθυσμό (20-64 ετών). Σχετικά πάντως με τη χρησιμοποίηση του δείκτη εξάρτησης ως μέσο απεικόνισης των δημογραφικών εξελίξεων υπάρχουν αντιρρήσεις. Η λέξη 'εξάρτηση' μπορεί να θεωρηθεί παραπλανητική σήμερα, με την έννοια ότι άνθρωποι που θεωρητικά χαρακτηρίζονται ως ηλικιωμένοι συνήθως είναι δραστήριοι, συμμετέχουν ενεργά στην παραγωγική διαδικασία και από οικονομικής απόψεως είναι ανεξάρτητοι. Για παράδειγμα, στην Ιαπωνία τα ποσοστά συμμετοχής των ηλικιωμένων στην οικονομική δραστηριότητα αυξήθηκαν μεταξύ του 1987 και του 1995 (Yashiro,1997). Παρόλα αυτά, η γήρανση του πληθυσμού είναι πραγματική και επομένως η αύξηση του Δείκτη Εξάρτησης, όπως και να μετράται, είναι δεδομένη. Με την επιμήκυνση του χρόνου που ένα άτομο μπορεί να είναι ενεργό έχουμε μεν μία τεχνητή μείωση του ΄μέσου όρου ηλικιάς' αλλά το αποτέλεσμα αυτό θα είναι μικρό και προσωρινό αφού θα επικρατήσουν οι τάσεις γήρανσης.

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

Σύμφωνα με τα στοιχεία του Οργανισμού Ηνωμένων Εθνών στην Ευρώπη ο πληθυσμός κατά το έτος 2000 απαριθμεί τους 727.986.000 εκατομμύρια ανθρώπους (αύξηση 20% σε σχέση με το 1960), ενώ αναμένεται το 2050 να φθάσει τους 631.938.000, δηλαδή μία αισθητή μείωση κατά 13% με επακόλουθη αύξηση του δείκτη εξάρτησης κατά 123% (βλ. Διάγραμμα Α.3). Στην Ευρωπαϊκή Ενωση το δημογραφικό πρόβλημα σημειώνεται ιδιαίτερα έντονο [Ευρωπαϊκή Επιτροπή,2003], με τον δείκτη εξάρτησης για την περίοδο 2000-2050 να ενισχύεται σημαντικά γραμμικά και από περίπου 15% να προσεγγίζει το 50%. Μεταξύ των χωρών της ΕΕ-12 (Πίνακας Α.2), σε ευνοϊκότερη θέση βρίσκονται η Γαλλία και το Βέλγιο με εκτιμώμενη μεταβολή του δείκτη εξάρτησης κατά 86 και 81% αντίστοιχα. Σε δυσμενέστερη θέση βρίσκονται χώρες της Νότιας Ευρώπης Ισπανία, Ιταλία, Ελλάδα, με αναμενόμενη μεταβολή του δείκτη κατά 183, 141 και 138% αντίστοιχα.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α.3
Δημογραφικές εξελίξεις στην Ευρώπη - Πληθυσμός & Δείκτης Εξάρτησης



Πηγή: OHE, Population Division *The 2002 Revision* and *World Urbanization Prospects,2002*

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.2
Διαμόρφωση Δείκτη Εξάρτησης στην ΕΕ15 - Στοιχεία για το 2000 & εκτιμήσεις για το 2050

	2000	2005	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050
Ελλάδα	26	28	30	32	34	38	42	48	54	59	62
Βέλγιο	26	27	27	30	33	37	42	45	47	47	47
Μ. Βρετ.	24	24	25	27	28	31	34	37	38	38	38
Γαλλία	24	25	25	29	32	36	39	42	45	45	46
Γερμαν.	24	25	25	29	32	36	39	42	45	45	46
Ιταλία	27	29	31	34	37	40	47	55	63	66	65
Ολλανδ.	20	21	22	26	30	33	38	43	44	43	42
Αυστρία	23	24	26	29	31	36	43	51	54	54	55
Λουξ.	20	21	20	21	22	25	28	31	34	35	35
Ισπανία	24	25	27	28	31	35	41	48	57	65	68
Πορτογ.	23	24	25	27	29	32	35	40	46	52	53
Ιρλανδία	17	17	18	20	23	25	27	29	32	36	41

Πηγή: OHE, Population Division *The 2002 Revision* and *World Urbanization Prospects, 2002*

Πέραν του Δείκτη Εξάρτησης, τόσο ο Δημογραφικός Δείκτης Στήριξης όσο και ο Οικονομικός Δείκτης Στήριξης επιβεβαιώνουν τη δυσμενή κατάσταση που διαφράφεται. Συγκρίνοντας την Ευρωπαϊκή Ενωση με τις Ηνωμένες Πολιτείες, διαπιστώνουμε, από την εξέλιξη των δύο δεικτών κατά τις τέσσερις τελευταίες δεκαετίες 1960-2000, ότι οι χώρες της Ε.Ε. βρίσκονται σε εμφανώς δυσμενέστερη θέση (βλ. Διάγραμμα Α.4). Η αύξηση του αριθμού των συνταξιούχων σε σχέση με τον αριθμό των εργαζομένων είναι εμφανής.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α.4
Διαμόρφωση Οικονομικών & Δημογραφικών Δεικτών στην ΕΕ15, 1960- 2000



Πηγή: European Commission, McMorrow & Rueger, 2002

2. 2 Απασχόληση και ανεργία

Η απασχόληση, η συμμετοχή δηλαδή του πληθυσμού στην παραγωγή, αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για την εθνική παραγωγικότητα και σηματοδοτεί την κατάσταση στην αγορά εργασίας. Οπως αναφέραμε προηγουμένως, το χαμηλό ποσοστό απασχόλησης αποτελεί σημαντικό πρόβλημα δεδομένου ότι ο αριθμός των ατόμων που εργάζονται και επωμίζονται το βάρος της χρηματοδότησης του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης σε σχέση με τον μη ενεργό πληθυσμό είναι μικρότερος. Για το λόγο αυτό μία σημαντική αύξηση του ποσοστού συμμετοχής στην αγορά εργασίας αποτελεί δράση με τη μεγαλύτερη επίδραση στη βελτίωση της βιωσιμότητας των συντάξεων. Ας κοιτάξουμε τις τελευταίες εξελίξεις σε σχέση με την ανεργία και τα ποσοστά απασχόλησης:

Λόγω της ύφεσης που έπληξε ιδιαίτερα τις μεγάλες χώρες κατά την τελευταία διετία, το ποσοστό ανεργίας παρουσίασε τάσεις ενίσχυσης. Στην Ιαπωνία κατά την τελευταία δεκαετία διαγράφεται συνεχή ανοδική πορεία του ποσοστού ανεργίας[8] (2,2% το 1992, 5,4% το 2002), ενώ στις Η.Π.Α το ίδιο ποσοστό αυξομειώνεται από το 7,4% το 1992 στο 5,8% το 2002, ενώ το 2003 σημειώνει 6,%. Στην ΕΕ15 το ποσοστό ανεργίας μειώνεται το 2001 σε 7,4%, το χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας, ενώ η άνοδος του 2002, μεσούσης της υφέσεως, είναι σημαντική φθάνοντας το 7,7% περίπου και το 2003 το 8,0%, γεγονός που ίσως να αποδίδεται στις σημαντικές ακαμψίες που επικρατούν ακόμη στις αγορές εργασίας των ευρωπαϊκών χωρών. Στη ζώνη του Ευρώ το ίδιο ποσοστό σημειώνεται υψηλότερο: στο 8,0% το 2001, το χαμηλότερο από την προηγούμενη πενταετία, και στο 8,8% το 2003, υψηλότερο από το ποσοστό 8,4% του 2002. Επιπλέον, ενδιαφέρον έχει να σημειώσουμε ότι στα πλαίσια της νέας Ευρωπαϊκής Ενωσης τα ποσοστά ανεργίας σημειώνουν 9,0% το 2003, έναντι του 8,5% το 2001, ενώ οι υπό ένταξη χώρες από μόνες τους σημειώνουν συνεχή αυξητική τάση κατά την περίοδο 1998-2003 και υψηλά ποσοστά ανεργίας της τάξης του 14,3% το 2003, βάσει των διαθέσιμων στοιχείων (βλ. Πίνακα Α.3). Παρόλα αυτά, το ποσοστό απασχόλησης[9] συνεχίζει την ανοδική του πορεία έστω και με αργό ρυθμό (βλ. Πίνακα Α.4). Το ποσοστό απασχόλησης στην ΕΕ15 αυξήθηκε σε 64% το 2001 και σε 64,3 % το 2002. Παρόμοια πορεία διαγράφει και η Ζώνη Ευρώ με ποσοστό 62,4% το υψηλότερο κατά την τελευταία δεκαετία. Εξέχουσα θέση συνεχίζουν να κατέχουν το

[8] Το ποσοστό ανεργίας αντιπροσωπεύει το σύνολο των ανέργων ως ποσοστό στο ενεργό πληθυσμό

[9] Το ποσοστό απασχόλησης αντιπροσωπεύει το πηλίκο των ενεργών ατόμων 15-64 προς το σύνολο του πληθυσμού της ίδιας ηλικιακής ομάδας

2002 η Μ. Βρετανία, η Δανία, η Ολλανδία και η Σουηδία (71,7%, 75,9%,74,4%,73,6% αντίστοιχα).

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.3
Ποσοστά ανεργίας - Ευρώπη , ΗΠΑ , Ιαπωνία

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΕΕ15	8,9	10,1	10,5	10,1	10,2	10,0	9,4	8,7	7,8	7,4	7,7	8,0
Ζώνη Ευρώ	8,6	10,2	10,9	10,6	10,9	10,9	10,2	9,3	8,4	8,0	8,4	8,8
Χώρες διε	:	:	:	:	:	:	9,4	9,2	8,8	8,5	8,8	9,0
Βέλγιο	7,1	8,6	9,8	9,7	9,5	9,2	9,3	8,6	6,9	6,7	7,3	8,1
Δανεία	8,6	9,6	7,7	6,7	6,3	5,2	4,9	4,8	4,4	4,3	4,6	5,6
Γερμανία	6,4	7,7	8,2	8,0	8,7	9,7	9,1	8,4	7,8	7,8	8,6	9,3
Ελλάδα	7,9	8,6	8,9	9,2	9,6	9,8	10,9	11,8	11,0	10,4	10,0	9,3
Ισπανία	14,9	18,6	19,8	18,8	18,1	17,0	15,2	12,8	11,3	10,6	11,3	11,3
Γαλλία	10,0	11,3	11,8	11,3	11,9	11,8	11,4	10,7	9,3	8,5	8,8	9,4
Ιρλανδία	15,4	15,6	14,3	12,3	11,7	9,9	7,5	5,6	4,3	3,9	4,3	4,6
Ιταλία	8,7	10,1	11,0	11,5	11,5	11,6	11,7	11,3	10,4	9,4	9,0	8,7
Λουξεμβ.	2,1	2,6	3,2	2,9	2,9	2,7	2,7	2,4	2,3	2,1	2,8	3,7
Ολλανδία	5,3	6,2	6,8	6,6	6,0	4,9	3,8	3,2	2,9	2,5	2,7	3,7
Αυστρία	:	4,0	3,8	3,9	4,4	4,4	4,5	3,9	3,7	3,6	4,3	4,4
Πορτογαλία	4,3	5,6	6,9	7,3	7,3	6,8	5,1	4,5	4,1	4,1	5,1	6,5
Φιλανδία	11,7	16,3	16,6	15,4	14,6	12,7	11,4	10,2	9,8	9,1	9,1	9,0
Σουηδία	5,6	9,1	9,4	8,8	9,6	9,9	8,2	6,7	5,6	4,9	4,9	5,6
Μ.Βρετανία	9,8	10,0	9,3	8,5	8,0	6,9	6,2	5,9	5,4	5,0	5,1	5,0
Νορβηγία	5,9	6,0	5,4	4,9	4,7	4,0	3,2	3,2	3,4	3,6	3,9	4,5
Χώρες διε.	:	:	:	:	:	:	9,4	11,8	13,6	14,5	14,8	14,3
Η.Π.Α.	7,4	6,8	6,1	5,6	5,4	4,9	4,5	4,2	4,0	4,8	5,8	6,0
Ιαπωνία	2,2	2,5	2,9	3,1	3,4	3,4	4,1	4,7	4,7	5,0	5,4	5,3

Πηγή: EUROSTAT, 2004 : μη διαθέσιμα στοιχεία

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.4

Ποσοστά απασχόλησης - Ευρωπαϊκή Ενωση

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
ΕΕ15	61,2	60,1	59,8	60,1	60,3	60,7	61,4	62,5	63,4	64,1	64,3
Ζώνη Ευρώ	59,5	58,3	57,9	58,1	58,2	58,6	59,3	60,5	61,6	62,1	62,4
Χώρες διεύρ.	:	:	:	:	:	60,6	61,2	61,9	62,4	62,8	62,9
Βέλγιο	56,3	55,8	55,7	56,1	56,2	56,8	57,4	59,3	60,5	59,9	59,9
Δανεία	73,7	72,1	72,3	73,4	73,8	74,9	75,1	76,0	76,3	76,2	75,9
Γερμανία	66,4	65,1	64,7	64,6	64,1	63,7	63,9	65,2	65,6	65,8	65,3
Ελλάδα	53,7	53,7	54,2	54,7	55,0	55,1	55,5	55,3	55,7	55,4	56,7
Ισπανία	49,0	46,6	46,1	46,9	47,9	49,4	51,2	53,7	56,2	57,7	58,4
Γαλλία	59,9	59,3	59,1	59,5	59,5	59,6	60,2	60,9	62,1	62,8	63,0
Ιρλανδία	51,1	51,7	53,0	54,4	55,4	57,5	60,6	63,3	65,1	65,7	65,3
Ιταλία	:	52,3	51,4	51,0	51,2	51,3	52,0	52,7	53,7	54,8	55,5
Λουξεμβ.	61,4	60,8	59,9	58,7	59,2	59,9	60,5	61,7	62,7	63,1	63,7
Ολλανδία	64,0	63,6	64,0	64,7	66,3	68,5	70,2	71,7	72,9	74,1	74,4
Αυστρία	:	:	68,5	68,8	67,8	67,8	67,9	68,6	68,5	68,5	69,3
Πορτογαλία	66,0	64,6	63,9	63,5	64,1	65,7	66,9	67,5	68,4	68,7	68,2
Φιλανδία	65,1	61,0	60,3	61,6	62,4	63,3	64,6	66,4	67,2	68,1	68,1
Σουηδία	75,9	71,3	70,2	70,9	70,3	69,5	70,3	71,7	73,0	74,0	73,6
Μ.Βρετανία	67,9	67,4	67,9	68,5	69,0	69,9	70,5	71,0	71,5	71,7	71,7
Χώρες διεύρ.	:	:	:	:	:	60,1	60,0	59,1	57,4	56,6	55,9

Πηγή: EUROSTAT, 2004 : μη διαθέσιμα στοιχεία

2.3 Δημοσιονομικές εξελίξεις

Πέρα από τις εξελίξεις στα ποσοστά απασχόλησης, η πορεία της οικονομικής μεγέθυνσης έχει δυνητικά μεγάλη σημασία για τη βιωσιμότητα των συντάξεων. Η αύξηση της οικονομικής μεγέθυνσης δεν αποτελεί αυτοσκοπό, αλλά μέσο εξεύρεσης των οικονομικών πόρων που χρησιμοποιούνται για τη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου όλων των πολιτών. Αυτό ισχύει ακόμη περισσότερο εάν θέσουμε ως αρχή ότι η αύξηση της οικονομικής μεγέθυνσης οδηγεί σε πτώση της ανεργίας και σε αύξηση των εισοδημάτων. Επίσης, η μείωση του δημόσιου χρέους και κατά συνέπεια του κόστους εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους παρέχει μεγαλύτερα περιθώρια ανάληψης του χρηματοδοτικού κόστους των συντάξεων στο μέλλον. Επίσης, είναι σημαντικό να βελτιωθεί η είσπραξη των φόρων και ακόμη περισσότερο να περιοριστεί η φοροδιαφυγή που εν μέρει ευθύνεται για την κατάσταση των δημόσιων οικονομικών.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.5
Δημόσιο χρέος ως % του ΑΕΠ στην ΕΕ

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΕΕ15	66,3	70,7	72,6	71,0	68,8	67,9	64,0	63,0	62,5	64,0
Ευρωζώνη	69,0	73,7	75,2	74,9	74,1	72,8	70,4	69,4	69,2	70,4
Αυστρία	64,7	69,2	69,1	64,7	63,7	67,5	67,0	67,1	66,6	65,0
Βέλγιο	136,0	134,0	130,0	125,0	120,0	115,0	109,0	108,0	106,0	101,0
Δανία	73,5	69,3	66,9	63,2	59,2	55,8	50,1	47,8	47,2	45,0
Φινλανδία	58,0	57,1	57,1	54,1	48,6	47,0	44,6	43,9	42,6	45,3
Γαλλία	48,4	54,6	57,1	59,3	59,5	58,5	57,2	56,8	58,6	63,0
Γερμανία	49,3	57,0	59,8	61,0	60,9	61,2	60,2	59,4	60,8	64,2
Ελλάδα	108,0	109,0	111,0	108,0	106	105,0	106,0	107,0	105,0	102,0
Ιρλανδία	89,6	81,8	73,3	64,5	53,8	48,6	38,4	36,1	32,3	32,0
Ιταλία	125,0	124,0	123,0	121,0	117,0	116,0	111,0	111,0	108,0	106,0
Λουξ/γο	6,3	6,7	7,2	6,8	6,3	5,9	5,5	5,5	5,7	4,9
Ολλανδία	76,4	77,2	75,2	69,9	66,8	63,1	55,9	52,9	52,6	54,8
Πορτογαλία	62,1	64,3	62,9	59,1	55,0	54,3	53,3	55,6	58,1	59,4
Ισπανία	61,1	63,9	68,1	66,6	64,6	63,1	61,2	57,5	54,6	50,8
Σουηδία	73,9	73,7	73,5	70,6	68,1	62,7	52,8	54,4	52,6	51,8
Μ. Βρετανία	48,5	51,8	52,2	50,8	47,6	45,0	42,1	38,9	38,5	39,8

: μη διαθέσιμα στοιχεία

Πηγή: EUROSTAT, 2004

Οσον αφορά την Ευρωπαϊκή Ενωση, το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης που όλα τα κράτη μέλη είναι υποχρεωμένα να τηρούν προβλέπει τη μείωση του δημόσιου χρέους, γεγονός που θα δώσει τη δυνατότητα διατήρησης των συνταξιοδοτικών συστημάτων πιο μακροπρόθεσμα. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι παρά τις προσπάθειες στο θέμα των μεταρυθμίσεων του συστήματος των συντάξεων, η μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών δεν έχει ακόμη εξασφαλιστεί στα μισά περίπου κράτη-μέλη. Συγκεκριμένα, το 2003 το επίπεδο του δημόσιου χρέους διατηρήθηκε πάνω από το 60% του ΑΕΠ σε έξι κράτη-μέλη (βλ.Πίνακα Α.5) ενώ πολλά κράτη μέλη με υψηλά διαρθρωτικά ελλείμματα πέτυχαν ελάχιστη ή καμμία πρόοδο στην αποκατάσταση των δημοσιονομικών ανισορροπιών (βλ.Πίνακα Α.6).

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.6

Δημοσιονομικό ισοζύγιο ως % του ΑΕΠ στην ΕΕ

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΕΕ15	:	:	-4,2	-2,4	-1,6	-0,7	1,0	-1,0	-,02	-2,6
Ευρωζώνη	:	:	-4,3	-2,6	-2,2	-1,3	0,1	-1,6	-2,3	-2,7
Αυστρία	-5,0	-5,2	-3,8	-1,9	-2,4	-2,3	-1,5	0,2	-0,2	-1,1
Βέλγιο	-5,0	-4,3	-3,8	-2,0	-0,7	-0,4	0,2	0,5	0,1	0,2
Δανία	-2,4	-2,3	-1,0	0,3	1,1	3,2	2,6	3,1	1,7	1,5
Φινλανδία	-5,7	-3,7	-3,2	-1,5	1,5	2,2	7,1	5,2	4,3	2,3
Γαλλία	-5,5	-5,5	-4,1	-3,0	-2,7	-1,8	-1,4	-1,5	-3,2	-4,1
Γερμανία	-2,4	-3,3	-3,4	-2,7	-2,2	-1,5	1,3	-2,8	-3,5	-3,9
Ελλάδα	-9,4	-10	-7,4	-4,0	-2,5	-1,8	-2,0	-1,4	-1,4	-1,7
Ιρλανδία	-2,0	-2,2	-0,2	1,2	2,4	2,4	4,4	1,1	-0,2	0,2
Ιταλία	-9,3	-7,6	-7,1	-2,7	-2,8	-1,7	-0,6	-2,6	-2,3	-2,4
Λουξ/γο	2,7	2,1	1,9	3,2	3,1	3,5	6,3	6,3	2,7	-0,1
Ολλανδία	-3,5	-4,2	-1,8	-1,1	-0,8	0,7	2,2	0,0	-1,9	-3,0
Πορτογαλία	-6,6	-4,5	-4,0	-3,0	-2,6	-2,8	-2,8	-4,4	-2,7	-2,8
Ισπανία	:	:	-4,9	-3,2	-2,7	-1,2	-0,9	-0,4	0,0	0,3
Σουηδία	-9,3	-7,0	-2,7	-0,9	1,8	2,5	5,1	2,8	0,0	0,7
Μ. Βρετανία	-6,7	-5,7	-4,3	-2,0	0,2	1,0	3,8	0,7	-1,6	-3,2

: μη διαθέσιμα στοιχεία

Πηγή: EUROSTAT, 2004

3. ΔΗΜΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΞΕΛΙΞΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

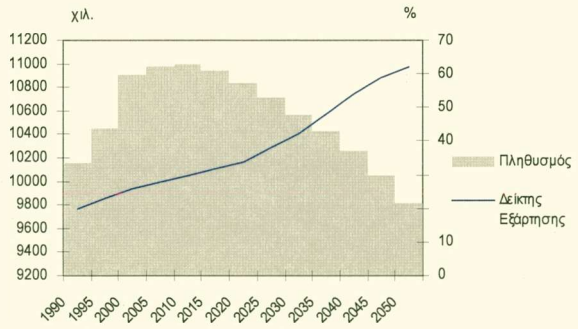
3.1 Δημογραφικές εξελίξεις- Διαμόρφωση του Δείκτη Εξάρτησης

Η Ελλάδα αποτελεί μία από τις χώρες που θα αντιμετωπίσει σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μέσα στην επόμενη πεντακονταετία τις δυσμενείς επιπτώσεις του γηράσκοντος πληθυσμού. Θα σημειωθεί μία μικρή άνοδος στον πληθυσμό μέχρι το 2015, όμως μετά θα επέλθει αισθητή μείωση αυτού που θα οδηγήσει σε συνεχή αύξηση του δείκτη εξάρτησης μέχρι το 2050 (βλ. Διάγραμμα Α.5). Σε σχέση με την ΕΕ15, το 1990 ο δείκτης εξάρτησης της Ελλάδας είναι χαμηλότερος (20,4% έναντι 21,6%) ενώ το 2000 η κατάσταση έχει αντιστραφεί και η Ελλάδα καταγράφει δείκτη δημογραφικής εξάρτησης 25,6% έναντι 24,3% της ΕΕ15 [Ευρωπαϊκή Ενωση, 2003]. Η διαφορά αυτή αναμένεται να διευρηνθεί ακόμη περισσότερο.

Επίσης, στην Ελλάδα, κατά την περίοδο 1960-2000 το προσδόκιμο ζωής αυξήθηκε κατά 8,2 χρόνια τόσο στους άνδρες όσο και στις γυναίκες. Ετσι το 2000 το προσδόκιμο ζωής στη χώρα μας ήταν 75,5 στους άνδρες και 80,6 στις γυναίκες, ενώ οι αντίστοιχες ηλικίες στην ΕΕ15 ήταν κατά μέσο όρο 75,3 στους άνδρες και 81,4 στις γυναίκες.

Επιπλέον, το υγιές προσδόκιμο ζωής στην Ελλάδα σημειώνεται ανώτερο από τον κοινοτικό μέσο όρο (67 χρόνια για τους άνδρες έναντι 63 χρόνια στην ΕΕ15 και 70 χρόνια στις γυναίκες έναντι 66 χρόνια στην ΕΕ15) [Ευρωπαϊκή Ενωση, 2003]. Η Ελλάδα και η Ιταλία κρατούν τα πρωτεία στο συγκεκριμένο δείκτη γεγονός που αντανακλά μια σειρά από περιβαλλοντικούς και κοινωνικοοικονομικούς παράγοντες που κάνουν τη ζωή πιο ευχάριστη.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α.5
Πληθυσμός & Δείκτης Εξάρτησης στην Ελλάδα Διαμόρφωση - Στοιχεία για την περίοδο 1960 - 2000 & εκτιμήσεις για το 2050



Πηγή: OHE, Population Division

Οι δημογραφικές εξελίξεις στην Ελλάδα όπως και στην Ευρώπη επηρεάζουν αισθητά τη δομή της κοινωνίας και διαμορφώνουν μία σειρά νέων κοινωνικών συνθηκών. Η αλλαγή της δομής του νοικοκυριού λόγου χάρη, το οποίο είναι μικρότερου μεγέθους από ότι στο παρελθόν (χαμηλότερα ποσοστά γονιμότητας και αύξηση του αριθμού των ατόμων που ζουν μόνα τους) και λιγότερο σταθερού χαρακτήρα. Πράγματι, σήμερα πραγματοποιούνται λιγότεροι γάμοι, σε μεγαλύτερη ηλικία, ενώ έχει διπλασιαστεί ο αριθμός των διαζυγίων στο σύνολο των γάμων. Το 1970 στην ΕΕ σημειώνονται 8 γάμοι ανά 1000 κατοίκους έναντι 5 το 2001.

Η καταγραφόμενη αύξηση των μέσων προσδόκιμων ζωής συνέβαλε στην αύξηση των υπερηλίκων (80+) ως ποσοστό στους ηλικιωμένους (65+). Το ποσοστό αυτό βάσει των εκτιμήσεων αναμένεται να αυξηθεί κατά 44% την χρονική περίοδο 2010-2030 στην ΕΕ15, και στην Ελλάδα κατά 60%. Αν και στην Ελλάδα η οικογένεια παραμένει ο θεμέλιος λίθος προστασίας των παιδιών και των ατόμων τρίτης ηλικίας, σε γενικές γραμμές η δυνατότητα των οικογενειών να προσφέρουν τέτοια βοήθεια στο μέλλον μειώνεται. Αυτό οφείλεται σε μια σειρά από παράγοντες όπως η αστάθεια της δομής του νοικοκυριού και η μείωση του μέσου μεγέθους του, η αύξηση της συμμετοχής των γυναικών στο εργατικό δυναμικό,κ.α.

Ακόμη σημαντικό είναι να αναφέρουμε τα υψηλά επίπεδα γονιμότητας στις χώρες της διεύρυνσης στις δεκαετίες 1970 και 1980 που δημιούργησαν μία πιο νεανική διάρθωση στον πληθυσμό από ότι η ΕΕ15. Συνεπώς, μετά τη διεύρυνση θα έχουμε μία τεχνητή μείωση του μέσου όρου ηλικίας, η οποία όμως θα είναι προσωρινή αφού μεσοπρόθεσμα θα επικρατήσουν οι τάσεις γήρανσης.

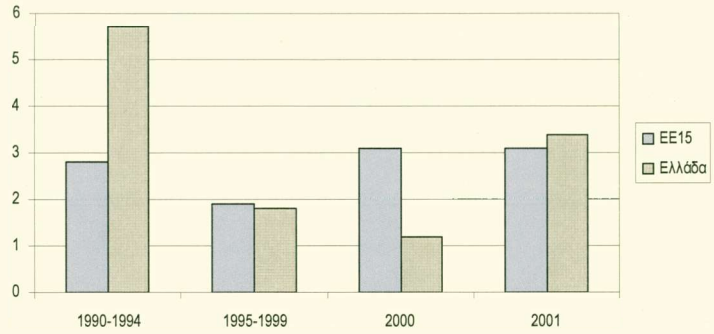
3.2 Μεταναστευτικό ρεύμα

Σημαντικός παράγοντας στην εξέλιξη του δημογραφικού ζητήματος αποτελούν οι μετανάστες. Η πρόβλεψη της επίπτωσης του παράγοντα αυτού καθίσταται δύσκολη καθώς είναι πιθανός ο πολιτικός φραγμός των μετακινήσεων από τις φτωχότερες στις πλουσιότερες χώρες. Οι μεταναστευτικές ενέσεις πάντως προς την ΕΕ15 ήταν σημαντικές. Οι οικονομικοί στην πλειοψηφία μετανάστες κινήθηκαν προς όλα τα κράτη μέλη. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της καθαρής μετανάστευσης το 2003 ήταν 3,1 άτομα ανά 1000 κατοίκους, αναλογία που αντιστοιχεί στο 74% της αύξησης του συνολικού πληθυσμού. Στην Ελλάδα η καθαρή μετανάστευση κινείται σε επίπεδα ανάλογα με αυτά της ΕΕ15. Στην περίοδο 1990-1994 ωστόσο η χώρα μας παρουσίασε υπερδιπλάσια εισροή μεταναστών σε σύγκριση με την υπόλοιπη Ευρώπη (βλ. Διάγραμμα Α.6). Σύμφωνα με τα συνοπτικά αποτελέσματα της απογραφής του Μαρτίου του 2001, ο αριθμός των αλλοδαπών έφθανε τα 797.091 άτομα, δηλαδή αποτελούσε το 7,3% του συνολικού πληθυσμού [Τράπεζα της Ελλάδος, 2003].

Τέλος, ελαφρύ μεταναστευτικό ρεύμα αναμένεται από τις χώρες της διεύρυνσης, όπου τα υψηλά επίπεδα γονιμότητας στις χώρες αυτές κατά τις δεκαετίες 1970 και 1980 δημιούργησαν μία πιο νεανική διάρθωση στον πληθυσμό από ότι η ΕΕ15. Συνεπώς, μετά τη διεύρυνση αναμένεται μία τεχνητή μείωση του μέσου όρου ηλικίας,

η οποία όμως θα είναι προσωρινή αφού μεσοπρόθεσμα θα επικρατήσουν οι τάσεις γήρανσης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Α.6
Καθαρή μετανάστευση ανά 1000 κατοίκους



Πηγή: EUROSTAT, 2004

3.3 Απασχόληση και ανεργία

Η Ελλάδα μαζί με την Ιταλία σημειώνουν τα χαμηλότερα ποσοστά απασχόλησης στην ΕΕ15 το 2002 (56,7% και 55,5% αντίστοιχα). Πράγματι, ο ενεργός πληθυσμός στην Ελλάδα (15-64 ετών) σημειώνει μείωση κατά 1,45% λόγω της δημογραφικής γήρανσης. Παρόλα αυτά, το εργατικό δυναμικό σημειώνει ελαφρά άνοδο κατά 0,12%, λόγω αύξησης του ποσοστού συμμετοχής των γυναικών ως ποσοστό του ενεργού πληθυσμού (25% το 2001 έναντι 26% το 2002) και της ένταξης μέρους των μεταναστών [ΕΣΥΕ, 2003]. Ακόμη, το ποσοστό μερικής απασχόλησης αυξήθηκε από 4,2% σε 4,6% του εργατικού δυναμικού, αλλά παραμένει σε χαμηλά επίπεδα αφού το αντίστοιχο στην ΕΕ15 ανέρχεται σε 18% του εργατικού δυναμικού.

Σύμφωνα με στοιχεία της EUROSTAT [2004], ο μέσος ρυθμός αύξησης της απασχόλησης στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1996-2001 ήταν 0,7% έναντι 1,5% κατά μέσο όρο στην ΕΕ, ενώ άλλες επίσης μικρές ευρωπαϊκές οικονομίες πέτυχαν υψηλότερους ρυθμούς αύξησης (5,5% η Ιρλανδία, 1,9% η Πορτογαλία). Παρά ταύτα, το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε, για πρώτη φορά από το 1997, κάτω από το 10% το 2002 και διαμορφώθηκε στο 9,3% το 2003 (βλ.Πίνακα Α.3 σελ. 37). Στους νέους ηλικίας (15-24) ωστόσο, το ποσοστό ανεργίας ανέρχεται σε 27% το 2002, έναντι 28,1% το 2001. Στις γυναίκες ανέρχεται στο 14,6% το 2002, έναντι 15,4% το 2001. Τέλος οι μακροχρόνιοι άνεργοι εξακολουθούν να αποτελούν το 54,7% του συνόλου

των ανέργων το 2002, έναντι 51,5% το 2001 [ΕΣΥΕ, 2003]. Το ποσοστό αυτό κρίνεται ιδιαίτερα ανησυχητικό για τον κοινωνικό ιστό της χώρας αφού το αντίστοιχο της ΕΕ δεν υπερβαίνει 44%. Τέλος, σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι η μέση ηλικία αποχώρησης από το εργατικό δυναμικό εκτιμάται στα 60,4 χρόνια στην ΕΕ15 το 2001 και στα 60,8 χρόνια το 2002. Το 2002, για την Ελλάδα, η ηλικία αποχώρησης υπολογίζεται στα 59,4 χρόνια βάσει των στοιχείων της EUROSTAT το 2002.

3.4 Δαπάνες για συντάξεις

Για την Ελλάδα στο σύνολο των κοινωνικών δαπανών[10], οι δαπάνες για συντάξεις απορροφούν το μεγαλύτερο συγκριτικά με άλλες χώρες ποσοστό των συνολικών κοινωνικών δαπανών. Το βάρος των συντάξεων στο σύνολο των δαπανών κοινωνικής προστασίας είναι 46,1% και είναι το υψηλότερο ποσοστό σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες της ΕΕ15, όπου ο μέσος όρος ανέρχεται σε 41,5%. Για την υγεία η Ελλάδα διαθέτει το 26,6% του συνόλου των κοινωνικών παροχών (ΕΕ15: 27,3%), για την οικογένεια το 7,4% (ΕΕ15: 8,2%), για την ανεργία το 6,1% (ΕΕ15: 6,3%), για ανικανότητα προς εργασία το 5,1% (ΕΕ15: 8,1%), και για στέγαση το 3,1% (ΕΕ15: 2,1%) [Παρατηρητήριο Απασχόλησης, 2003]. Θα πρέπει να τονίσουμε παράλληλα πως τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία στην Ευρωπαϊκή Ενωση κατά την ίδια περίοδο καλύπτουν το 90% των συντάξεων, οι συνταξιοδοτικές παροχές ως ποσοστό του Α.Ε.Π. αυξάνονται από 6% σε 12% και το ποσοστό των εισφορών από το 11% του μισθού στο 19% [Συριόπουλος, Ασημακόπουλος 2003].

Σύμφωνα πάλι με τον Κοινωνικό Προϋπολογισμό του 2003, οι δαπάνες για συντάξεις των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης και του Τακτικού Προυπολογισμού αυξήθηκαν από 11,85% του Α.Ε.Π. το 1999 σε 12,54 του Α.Ε.Π. το 2003. Η εξέλιξη της σχέσης ασφαλισμένων/συνταξιούχων για την κύρια σύνταξη μειώθηκε από 2,27% το 1996 στο 1,57% το 2000 και στο 1,51% το 2003. Αναλυτικά μπορούμε να κοιτάξουμε ανά ταμείο τη σχέση έτσι όπως έχει εξελιχθεί σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία του 2002 στον Πίνακα Α.7.

[10] Αναφερόμαστε στις άμεσες κοινωνικές δαπάνες

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.7
Σχέση Συνταξιούχων/ασφαλισμένων ανά ταμείο - Ελλάδα, στοιχεία 2002

Ταμείο	Συνταξιούχοι	Ασφαλισμένοι	Σχέση
ΙΚΑ	1.895.000	842.000	1:2.25
ΤΑΠ-ΟΤΕ	45.582	36.640	1:1.24
ΟΑΠ-ΔΕΗ	30.570	26.933	1:1.13
Τ.ΑΥΣΟ	19.000	7.426	1:2.25
Τ.Α.Π. ΕΘΝΙΚΗΣ	13.850	9.884	1:1.40
Τ.ΣΠ.ΑΤΕ	5.309	6.509	1:0.81

Πηγή: Συριόπουλος & Ασημακόπουλος, 2003

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΗΣΗΣ

Στο κεφάλαιο Ι εξετάσαμε τους πρωτογενείς παράγοντες που διαμορφώνουν τις αποφάσεις διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Πέραν όμως από τις δημογραφικές και οικονομικές εξελίξεις, παράγοντες 'κλειδιά' στη διαμόρφωση των επενδυτικών στρατηγικών αποτελεί και η κατανόηση των ιδιαιτεροτήτων που επιβάλλουν τα επιμέρους συνταξιοδοτικά συστήματα και σχήματα. Και αυτό γιατί οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται έτσι ώστε να εξυπηρετούν τα συστήματα αυτά, τα οποία και εξετάζουμε στο παρόν κεφάλαιο.

Πριν προχωρήσουμε στην εξέταση των συστημάτων αυτών να σημειώσουμε ότι τα στοιχεία που καθορίζουν τη μορφή του εκάστοτε συνταξιοδοτικού συστήματος σχετίζονται με τους κανόνες παροχής (ηλικία, πρώϊμη καταβολή), τον τρόπο χρηματοδότησης (προκαθορισμένη παροχή ή προκαθορισμένη εισφορά) τον κίνδυνο που αναλαμβάνεται (ποιός θα είναι ο αποδέκτης του κινδύνου και ποιός ο νομικός υπόλογος), τη νομική μορφή του διαχειριστή, (ποιός θα είναι ο διαχειριστής του συστήματος, ο διαχειριστής επενδύσεων, ποιά τα κριτήρια συνεργασίας με τρίτους, αν θα υπάρξουν χρηματοδοτικά εργαλεία επένδυσης), το είδος της συμμετοχής, (ποιές θα είναι οι απαιτήσεις, υποχρεώσεις εργοδότη – εργαζόμενου) και τα φορολογικά κριτήρια (βλ. Παράρτημα Ι, Βασικές Εννοιες Συνταξιοδοτικών Σχημάτων).

1. ΔΙΑΝΕΜΗΤΙΚΟ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Τα κυριότερα οικονομικά συστήματα βάσει των οποίων λειτουργούν τα συνταξιοδοτικά ταμεία, είναι το διανεμητικό και το κεφαλαιοποιητικό σύστημα. Σύμφωνα με το διανεμητικό σύστημα, οι πόροι προέρχονται από τις εισφορές των σημερινών εργαζομένων και εργοδοτών καθώς και από φόρους στο κράτος και από εκεί στους συνταξιοδοτούμενους. Στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα, οι εισφορές των εργαζομένων κατά τη διάρκεια του εργάσιμου βίου τους και των εργοδοτών συγκεντρώνονται, αποταμιεύονται και επενδύονται. Συγκεκριμένα, καθορίζεται ένα μέσο σταθερό ασφάλιστρο, ικανό για να καλύψει μακροχρόνια τόσο τις τρέχουσες όσο και τις μελλοντικές υποχρεώσεις του ταμείου προς τους ασφαλισμένους. Κατά τα πρώτα έτη λειτουργίας του ταμείου, τα έσοδα του από ασφαλιστικές εισφορές υπερβαίνουν κατά πολύ τις παροχές, με αποτέλεσμα τη δημιουργία αποθεματικών. Οι εισφορές μαζί με τις αποδόσεις τους δημιουργούν ένα πρόσθετο έσοδο για το ταμείο.

Η μετάβαση, έστω και μερική από το διανεμητικό σύστημα στο σύστημα με κεφαλαιοποίηση θεωρείται ελκυστική λύση και κάτι τέτοιο άλλωστε έχει ήδη πραγματοποιηθεί από ορισμένα κράτη. Το ενδιαφέρον των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων βρίσκεται στο γεγονός ότι δεν απαιτείται σταθερή σχέση συνταξιούχων και εργαζομένων, όπως συμβαίνει στα αναδιανεμητικά συστήματα. Οι διαθέσιμοι πόροι ενδείκνυται να επενδύονται σε ένα αρκετά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, ώστε να μειώνονται στο ελάχιστο οι κίνδυνοι. Εντούτοις, υπάρχουν κοινωνικές επιπτώσεις οι οποίες και πρέπει να εξετασθούν προσεκτικά. Αυτό οφείλεται βασικά στην αναγκαιότητα ταυτόχρονης καταβολής εισφορών σε δύο διαφορετικά συστήματα γεγονός που μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τα τρέχοντα εισοδήματα.

Εντούτοις, η μεγάλης έκτασης συζήτηση που γίνεται σχετικά με την επιλογή του ορθότερου και βιωσιμότερου συνταξιοδοτικού συστήματος συνδέεται κυρίως με τα εξής: την επιλογή συνταξιοδοτικού σχήματος, την προχρηματοδότηση, την ιδιωτικοποίηση και τη διαφοροποίηση. Η επιλογή συνταξιοδοτικού σχήματος αφορά την επιλογή *ανάμεσα σε δύο ειδών σχήματα*, τα οποία και εξέταζουμε αναλυτικά παρακάτω: το σχήμα προκαθορισμένης παροχής και το σχήμα προκαθορισμένης εισφοράς. Η π*ροχρηματοδότηση* σχετίζεται με τη συσσώρευση των κεφαλαίων εκ των προτέρων και όχι σταδιακά ως ορθότερη μέθοδος εκπλήρωσης των παροχών/ συντάξεων στο μέλλον. Η ιδιωτικοποίηση συνδέεται με την αντικατάσταση της κρατικής διαχείρισης του ασφαλιστικού με ένα σύστημα ιδιωτικής διαχείρισης. Τέλος, η *διαφοροποίηση* αφορά τη δυνατότητα κατανομής των κεφαλαίων σε ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών τοποθετήσεων.

1.1 Σχήματα Προκαθορισμένης Παροχής (defined benefit)

Τα συνταξιοδοτικά σχήματα προκαθορισμένης παροχής παρέχουν σε κάθε ασφαλισμένο ένα ορισμένο ετήσιο συνταξιοδοτικό δικαίωμα (defined benefit) που συνήθως σχετίζεται με τον μέσο τελικό μισθό και τα έτη υπηρεσίας. Ο δικαιούχος κατά αυτό τον τρόπο αποκτά δικαιώματα σε μελλοντικές παροχές (actuarial liabilities).

Ενα τέτοιο σχήμα μπορεί να έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

1. Οι μισθοί αυξάνουν κάθε χρόνο βάσει ενός δείκτη κόστους διαβίωσης (cost of leaving index-CLI), δηλαδή της αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής.
2. Ολα τα μέλη ξεκινούν την ασφάλισή τους στα 25 και συνταξιοδοτούνται σε ηλικία 65 ετών.

3. Σε ηλικία 65 ετών που το μέλος συνταξιοδοτείται λαμβάνει σύνταξη ίση με το 1/60 του τελικού του μισθού για κάθε χρόνο συμμετοχής του στο σύστημα ως εφάπαξ.Το εφάπαξ επενδύεται σε μία ράντα[11] (annuity) ασφαλιστικής εταιρείας οπότε το συνταξιοδοτικό ταμείο δεν έχει καμμία περαιτέρω υποχρέωση προς τον εργαζόμενο.
4. Οι μισθοί αυξάνονται στην αρχή κάθε έτους συναρτήσει των ετών υπηρεσίας και του κόστους διαβίωσης της τρέχουσας περιόδου.

Εστω,S(t,x) αντιπροσωπεύει το μισθό τη χρονική στιγμή t ενός ασφαλισμένου x ετών, και w (x) αντιπροσωπεύει τις μισθολογικές αυξήσεις συναρτήσει της ηλικίας. Το συνταξιοδοτικό σχήμα που περιγράψαμε πιο πάνω :

$$S(t+1, x+1) = S(t, x) * w_{(x+1)} * \frac{CLI(t+1)}{CLI(t)]}$$

που σημαίνει ότι ο μισθός σε χρόνο t+1 και ηλικία x+1 είναι συνάρτηση του τρέχοντος μισθού S (t, x) σε χρόνο t και ηλικία x, συμπεριλαμβανομένων των μισθολογικών αυξήσεων λόγω ηλικίας w(x+1) και της αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής, όπου:

$$\frac{CLI(t+1)}{CLI(t)} = (1+ATA)$$

Το βασικό μέλημα των αναλογιστών κατά την εκπόνηση των αναλογιστικών μελετών είναι να προσδιορίσουν ακριβώς τις απαιτούμενες ασφαλιστικές εισφορές (απαιτούμενο ασφάλιστρο) και τις παροχές συντάξεων και εφάπαξ. Ο Cairns [Cairns A., 2004], αναφέρει δύο προσεγγίσεις σχετικά με τον προσδιορισμό των απαιτούμενων εισφορών και παροχών. Βάσει της πρώτης προσέγγισης[12], η σχέση μεταξύ δικαιούχου και συνταξιοδοτικού ταμείου είναι παρόμοια με ένα ιδιωτικό ασφαλιστικό συμβόλαιο. Συγκεκριμένα, πρωταρχικός σκοπός είναι να υπολογιστεί το απαιτούμενο ποσοστό εισφορών που πρέπει ένα νέο μέλος να καταβάλλει καθόλη τη διάρκεια της καριέρας του, ώστε σε ηλικία 65 ετών να διαθέτει το ανάλογο ποσό ρευστών για να αγοράσει την επιδιωκόμενη ράντα (annuity).

---

[11] Ράντα καλείται σειρά (ακολουθία) κεφαλαίων, τα οποία καταβάλλονται σε ίσα χρονικά διαστήματα. Συγκεκριμένα, η ράντα αποτελεί τρόπο αποταμίευσης σύμφωνα με τον οποίο τοποθετείται κάθε μήνα ένα σταθερό ποσό στις επενδύσεις που έχουν επιλεγεί (π.χ. 300 ευρώ κάθε μήνα σε μετοχές, 200 ευρώ σε κατάθεση και 100 ευρώ σε ομολογιακό αμοιβαίο κεφάλαιο).

[12] Η προσέγγιση αυτή χρησιμοποείται στη Μ. Βρετανία και είναι γνωστή ως Entry Age Method

Κατά τη δεύτερη προσέγγιση, καταρχήν υπολογίζονται οι επιδιωκόμενες παροχές τη χρονική στιγμή t (δηλαδή τι υποχρεούται να καταβάλλει ο συνταξιοδοτικός φορέας στον δικαιούχο για χρόνο εργασίας t) λαμβανομένων υπόψη των αναμενόμενων μισθολογικών αυξήσεων (λόγω ηλικίας και μεταβολών του δείκτη κόστους ζωής). Ο Cairns καταλήγει ότι η παροχή το χρόνο t αποτελεί το άθροισμα του ποσοστού NC(t) (normal contribution rate) των ετήσιων απολαβών S(t,x) - που καταβάλλονται στο συνταξιοδοτικό φορέα, συμπεριλαμβανομένων των μισθολογικών αυξήσεων λόγω ηλικίας και της αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής. Και επομένως η παροχή (actuarial liability - AL) το χρόνο t :

$$AL(t) = \sum_{x=25}^{64} NC(t) * [S(t,x) * w(x) * (1+ATA_t)] * \frac{1}{1+i}$$

όπου,

AL(t)	=	παροχή
NC(t)	=	σταθερό ποσοστό εισφοράς
i	=	προεξοφλητικό επιτόκιο
w(x)	=	μισθολογικές αυξήσεις λόγω ηλικίας

Τα έσοδα από τις εισφορές βαρύνουν ισομερώς ή ανισομερώς δικαιούχους ή εργοδότες ή καλύπτονται πλήρως από τους εργαζόμενους ή τους εργοδότες. Γενικά, ο καθορισμός του απαιτούμενου ασφαλίστρου προϋποθέτει τον υπολογισμό σε παρούσες αξίες των εισφορών των δικαιούχων (ενεργών μελών και νέας γενιάς) και των εργοδοτών, των λοιπών εσόδων (κοινωνική εισφορά κλπ) και των παροχών στις περιπτώσεις συνταξιοδότησης λόγω γήρατος, θανάτου, αναπηρίας των εν ενεργεία δικαιούχων και της νέας γενιάς (βλ. περισσότερα ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι – Υπολογισμός καταβολής εισφορών και παροχών).

1.2 Σχήματα Προκαθορισμένης Εισφοράς (defined contributions)

Τα σχήματα προκαθορισμένης εισφοράς λειτουργούν τελείως διαφορετικά από τα σχήματα προκαθορισμένης παροχής. Ο κίνδυνος και κυρίως ο επενδυτικός κίνδυνος βαραίνει κατά αποκλειστικότητα είτε μονομερώς τον εργοδότη ή τον ασφαλισμένο, είτε και τους δύο.

Οι εργοδότες και οι εργαζόμενοι και οι δύο μαζί ή μόνο ένας από τους δύο συνεισφέρουν είτε ένα συγκεκριμένο ποσοστό επί του μισθού είτε ένα συγκεκριμένο

σταθερό ποσό σε ένα επενδυτικό λογαριασμό. Το συσσωρευθέν κεφάλαιο επενδύεται σε μία ποικιλία επενδυτικών τοποθετήσεων. Για παράδειγμα, ένας εργαζόμενος που υπάγεται σε ένα τέτοιου είδους συνταξιοδοτικό σχήμα και ο οποίος για ένα δεδομένο έτος σημείωνει κέρδη 30.000 ευρώ, συνεισφέρει στον επενδυτικό του λογαριασμό ένα σταθερό ποσοστό επί των ετήσιων κερδών του 10% λόγου χάρη, δηλαδή 3.000 ευρώ. Ως συνταξιούχος λαμβάνει είτε ένα συνολικό ποσό είτε ετήσιες παροχές αναλογικά με το συσσωρευθέν κεφάλαιο και την απόδοση των επενδυτικών τοποθετήσεων.

Οι Blake, Cairns & Dowd [2003] εξετάζουν τη δυναμική μορφή ενός τέτοιου συνταξιοδοτικού σχήματος, εκφράζοντας :

$$F(t+1) = (1+i(t+1))(F(t)+C(t))$$

δηλαδή, το συσσωρευμένο κεφάλαιο τη χρονική στιγμή t+1 αποτελεί συνάρτηση της ετήσιας εισφοράς C(t) και της απόδοσης των επενδύσεων από τη χρονική στιγμή t στην χρονική στιγμή t+1. Να σημειώσουμε ότι :

$C(t)) = \kappa * S(t)$, όπου κ αποτελεί ένα σταθερό ποσοστό επί του μισθού S(t)

Η εξέλιξη του μισθού είναι στοχαστική και συσχετίζεται με τις αποδόσεις των επενδύσεων. Σε ηλικία συνταξιοδότησης T=65 το συσσωρευμένο κεφάλαιο χρησιμοποιείται για να αγοραστεί μία ράντα στο τρέχον επιτόκιο. Το τρέχον επιτόκιο θα εξαρτηθεί κυρίως από ένα συγκεκριμένο επίπεδο μακροπρόθεσμων επιτοκίων τη χρονική στιγμή T, αλλά μπορεί να συμπεριλάβει και μεταβολές των αναμενόμενων επιπέδων θνησιμότητας. Αυτή η σύνταξη στη συνέχεια συγκρίνεται με ένα δείκτη αξιολόγησης σχήματος προκαθορισμένης παροχής κατά τα 2/3 του τελικού μισθού για να δώσει το τελικό ποσό σύνταξης (pension ratio).

$$PR(T) = \frac{PEN(T)}{2/3\ S(T)} = \frac{3F(T}{2a65(T)S(T)}$$

Στην περίπτωση των σχημάτων προκαθορισμένης εισφοράς θεωρητικά δεν υφίσταται αναγκαιότητα αναλογιστικής μελέτης. Η αβεβαιότητα όμως που δημιουργείται γύρω από την απόδοση των επενδυτικών τοποθετήσεων επιβάλλει την ενημέρωση των δικαιούχων. Ειδικότερα, οι δικαιούχοι θα πρέπει να ενημερώνονται σχετικά με τους πιθανούς κινδύνους που απορρέουν από την επενδυτική στρατηγική

που ακολουθείται, την ύπαρξη εναλλακτικών στρατηγικών και τον τρόπο διαχείρισης του κινδύνου βάσει των δικών τους ορίων έκθεσης.

1.3 Συγκριτική ανάλυση των δύο σχημάτων

1.3α Χρηματοδότηση υποχρεώσεων και κόστος

Τα σχήματα προκαθορισμένης παροχής συχνά υποχρηματοδοτούνται. Ο συνταξιοδοτικός φορέας δε διαθέτει πάντα τα επαρκή κεφάλαια για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του, καθώς συσσωρεύονται ολοένα και περισσότερες υποχρεώσεις ως αποτέλεσμα των ετών υπηρεσίας των εργαζομένων. Η κατάσταση επιδεινώνεται με ενδεχόμενη τη μείωση της αξίας των επενδυτικών τοποθετήσεων ή τις μεταβολές στο εργατικό δυναμικό (επιμήκυνση του ορίου ηλικίας, γρήγορη συνταξιοδότηση, κλπ)

Τα σχήματα προκαθορισμένης εισφοράς αντίθετα είναι επαρκώς χρηματοδοτούμενα, καθώς το κόστος για την κάλυψη των ασφαλιστικών υποχρεώσεων του εργοδότη είναι γνωστό εκ των προτέρων και μπορεί να συμπεριληφθεί στον προϋπολογισμό.

1.3β Επιπτώσεις στις αποφάσεις των εργαζομένων και των εργοδοτών

Η διαφορετική δομή των δύο σχημάτων επηρεάζει τόσο τις αποφάσεις των εργαζομένων σχετικά με την εργασία και τη σύνταξη, όσο και τις αποφάσεις των εργοδοτών σχετικά με τη σύνθεση του προσωπικού τους ανάλογα με τα κίνητρα ή αντικίνητρα που προσφέρονται. Ετσι για παράδειγμα και για λόγους που θα εξετάσουμε παρακάτω, μερικοί εργοδότες υιοθετούν σχήματα συνταξιοδότησης προκαθορισμένης εισφοράς και προτιμούν νέους εργαζόμενους που απασχολούνται για μικρά χρονικά διαστήματα. Από την άλλη πλευρά, το υψηλό κόστος που επιβάλλει στον εργοδότη η εκπαίδευση και εξειδίκευση ορισμένων υπαλλήλων διαμορφώνει προτιμήσεις για υιοθέτηση σχημάτων προκαθορισμένης παροχής. Ο εργοδότης σε αυτήν την περίπτωση επιθυμεί τη διατηρήση του προσωπικού του.

Αναλυτικότερα, στα σχήματα προκαθορισμένης παροχής τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα αυξάνουν σημαντικά όσο πλησιάζει ο εργαζόμενος προς την ηλικία συνταξιοδότησής του, σε αντίθεση με τα σχήματα προκαθορισμένης εισφοράς όπου τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα συσσωρεύονται βάσει ενός σταθερού ποσοστού. Κάτι τέτοιο ευνοεί τους παλαιότερους εργαζόμενους και αποθαρρύνει τους νεότερους. Επιπρόσθετα, επειδή ακριβώς ο προσδιορισμός της σύνταξης βασίζεται στο μισθολογικό επίπεδο των τελευταίων ετών, δεν ευνοούνται οι εργαζόμενοι που

αλλάζουν συχνά εργασία. Αντίθετα, ευνοούνται εκείνοι που παραμένουν στην ίδια εργασία έστω και μέχρι ως ότου λάβουν την ελάχιστη προβλεφθείσα σύνταξη. Χαρακτηριστικό δε αποτελεί το γεγονός ότι οι εργαζόμενοι αυτοί από τη στιγμή που φθάνουν τα όρια συνταξιοδότησης, αποβάλλονται τελείως από το παραγωγικό δυναμικό. Αν αποφασίσουν να συνεχίσουν την εργασία τους και πέραν των ορίων συνταξιοδότησης τους τότε υπόκεινται σημαντικές απώλειες στις συντάξιμες αποδοχές τους. Ας κοιτάξουμε το παρακάτω παράδειγμα :

Ας υποθέσουμε ότι έχουμε τέσσερις εργαζόμενους Α,Β,Γ,Δ με τριάντα έτη υπηρεσίας, ετήσια αύξηση μισθού 6%, αρχικό μισθό 20.000€ και τελικό μισθό 108.730€, ο καθένας τους. Η σύνταξη (βλ. Παράρτημα Ι) που θα λάβουν ισούται με :

P = 1,5% X έτη υπηρεσίας X τελικό μισθό (1)

Ομως, ο κάθε εργαζόμενος διαμόρφωσε την καρριέρα του διαφορετικά. Ο εργαζόμενος Α εργάστηκε για τριάντα συνεχόμενα χρόνια στον εργοδότη 1. Ο εργαζόμενος Β εργάστηκε για δεκαπέντε χρόνια στον εργοδότη 1 και για δεκαπέντε χρόνια στον εργοδότη 2, ο Γ από δέκα χρόνια στους εργοδότες 1,2,3 και ο Δ από έξι χρόνια στους εργοδότες 1,2,3,4 και 5. Συγκεντρώνοντας τα παραπάνω δεδομένα και διενεργώντας τους σχετικούς υπολογισμούς βάσει της σχέσης (1) (βλ. Πίνακα Α.8) διαπιστώνουμε ότι ο εργαζόμενος Α που δεν άλλαξε εργασία καθόλη τη διάρκεια της καριέρας του λαμβάνει την υψηλότερη σύνταξη σε σχέση με τους υπόλοιπους εργαζόμενους που μετακινήθηκαν. Χαρακτηριστικό είναι μάλιστα ότι ο εργαζόμενος Δ που μετακινήθηκε τις περισσότερες φορές λαμβάνει χαμηλότερη σύνταξη σε σχέση με τους υπόλοιπους τρεις, ιδιαίτερα σε σχέση με τον Α.

Αντίθετα, τα σχήματα προκαθορισμένης εισφοράς ενδείκνυνται στις περιπτώσεις κινητικότητας των εργαζομένων καθώς είναι δυνατή η εύκολη μεταφορά και η συσσώρευση ενός ικανού κεφαλαίου προς συνταξιοδότηση. Το γεγονός αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε περιόδους όπου η αγορά εργασίας είναι περιορισμένη, ειδικά στην περίπτωση των γυναικών που πλήττονται περισσότερο από την ανεργία.

Επίσης, όπως αναφέραμε και πιο πάνω στην περίπτωση των σχημάτων προκαθορισμένης παροχής η καθυστέρηση της συνταξιοδότησης επιφέρει απώλειες στις συντάξιμες αποδοχές. Εστω λόγου χάρη, ένας εργαζόμενος με υπηρεσία τριάντα ετών και πραγματικό ετήσιο μισθό €10.000. Η προκαθορισμένη ηλικία συνταξιοδότησης είναι τα 65 χρόνια και ο εργαζόμενος πρόκειται να λάβει σύνταξη ίση με € 3,000, δεδομένου ότι συνταξιοδοτείται. Ας δούμε τι πρόκειται να συμβεί αν ο

εργαζόμενος αποφασίσει να συνεχίσει την εργασία του και μετά τα 65, υποθέτωντας ότι ο θάνατος επέρχεται στα 80 χρόνια, το προσδόκιμο ζωής του δηλαδή είναι 15 χρόνια μετά τη συνταξιοδότησή του. Να επισημάνουμε προηγουμένως ότι στα σχήματα προκαθορισμένης παροχής ο εργαζόμενος δεν δικαιούται επιπλέον συνταξιοδοτικά δικαιώματα επειδή αποφασίζει να συνεχίσει την εργασία του. Κατά την αποχώρηση του, στον υπολογισμό της σύνταξης λαμβάνεται υπόψη ο τελευταίος μισθός. Βάσει των παραπάνω, η πραγματική αξία της σύνταξης διαμορφώνεται :

Πραγματική αξία σύνταξης στα 65 χρόνια = 3.000€ x 15 έτη προσδόκιμο ζωής = €45.000
Πραγματική αξία σύνταξης στα 68 χρόνια = 3.000€ x 12 έτη προσδόκιμο ζωής = €36.000
Πραγματική αξία σύνταξης στα 72 χρόνια = 3.000€ x 8 έτη προσδόκιμο ζωής = €24.000

Η απόφαση του εργαζόμενου να καθυστερήσει τη συνταξιοδότησή του, επιφέρει σημαντικές απώλειες στη σύνταξή του της τάξης του 20% (για τα 68 χρόνια) και 46,6% (για τα 72 χρόνια).

Συνοπτικά, τους παραπάνω υπολογισμούς παρουσιάζουμε στον Πίνακα Α.9 :

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.8
Κινητικότητα εργαζομένων σε σχήμα προκαθορισμένης παροχής

Εργαζόμενος	Εργοδότης	Ετήσιο ποσοστό ασφαλίστρου	Ετη υπηρεσίας	Τελευταίος μισθός	Σύνταξη
Α	1	1,5%	30	108.370	49.000
Β	1	1,5%	15	45.219	10.174
	2	1,5%	15	108.370	24.383
					35.000
Γ	1	1,5%	10	33.791	5.069
	2	1,5%	10	60.513	9.077
	3	1,5%	10	108.370	16.256
					30.000
Δ	1	1,5%	6	26.765	2.409
	2	1,5%	6	37.967	3.417
	3	1,5%	6	53.856	4.847
	4	1,5%	6	76.396	6.876
	5	1,5%	6	108.370	9.753
					27.000

Πηγή: Συγγραφέας

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.9 – Απώλειες από καθυστερημένη αποχώρηση

Ηλικία αποχώρησης	Παρούσα αξία σύνταξης	% απώλειας επί της σύνταξης λόγω καθυστερημένης συνταξιοδότησης	Απώλεια σύνταξης ως % του μισθού
65	45.000	0	0
68	36.000	20	90
72	24.000	46,6	210

Πηγή: Συγγραφέας

1.3γ Πληθωρισμός

Ενα από τα βασικά μειονεκτήματα των σχημάτων προκαθορισμένης παροχής αποτελεί το γεγονός ότι κατά τον υπολογισμό της σύνταξης δε λαμβάνεται υπόψη ο πληθωρισμός του διαστήματος που σημειώνεται μεταξύ αποχώρησης από την εργασία και συνταξιοδότησης. Αυτός είναι και ο λόγος που οι εργαζόμενοι του Πίνακα Α.10 αλλάζοντας εργοδότη καταλήγουν με μικρότερη σύνταξη.

Εξίσου σημαντικό πρόβλημα (προκύπτει κυρίως στα σχήματα προκαθορισμένης παροχής) αποτελεί το γεγονός ότι ο πληθωρισμός που σημειώνεται μετά τη συνταξιοδότηση ενδέχεται να μεταβάλλει την αξία των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων. Από την έναρξη της συνταξιοδότησης με το πέρας του χρόνου σε διαφορετικά επίπεδα ετήσιου πληθωρισμού η πραγματική αξία της σύνταξης μειώνεται αισθητά. Με αρχική καταβαλόμενη σύνταξη έστω 100 ευρώ και 10% ετήσιο πληθωρισμό μετά από 25 χρόνια η πραγματική αξία της σύνταξης μειώνεται σε 9 €.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.10
Εξέλιξη πραγματικής αξίας συνταξιοδοτικού εισοδήματος

Ετη αποχώρησης από την ασφάλιση	0% ετήσιος πληθωρισμός	3% ετήσιος πληθωρισμός	5% ετήσιος πληθωρισμός	10% ετήσιος πληθωρισμός
0	100	100	100	100
5	100	86	78	62
10	100	74	61	39
15	100	64	48	24
20	100	55	38	15
25	100	48	30	9

Πηγή: Συγγραφέας

1.3δ Επενδύσεις και επενδυτικός κίνδυνος

Βασικό μειονέκτημα των σχημάτων προκαθορισμένης εισφοράς είναι η αβεβαιότητα σχετικά με τις αποδόσεις των επενδυόμενων κεφαλαίων. Ο δικαιούχος είναι ο βασικός αποδέκτης κινδύνου. Αρκεί να αναλογιστούμε τις επιπτώσεις που επιφέρουν οι διακυμάνσεις της αγοράς: ο δικαιούχος ευνοείται όταν η αγορά σημειώνει υψηλές αποδόσεις και υπόκειται σε απώλειες όταν η αγορά σημειώνει χαμηλές αποδόσεις. Ακόμη, σε πολλές περιπτώσεις όπου ο δικαιούχος διαχειρίζεται ο ίδιος τα κεφάλαιά του οδηγείται σε ιδιαίτερα συντηρητικές επενδύσεις με χαμηλές αποδόσεις, ειδικά όσο πλησιάζει στην ηλικία συνταξιοδότησης του.

Στον αντίποδα, στα σχήματα προκαθορισμένης παροχής είναι δυνατή η ανάληψη μεγάλων επενδύσεων με τη συμβολή ειδικών διαχειριστών οι οποίοι σε αντίθεση με τους μεμονωμένους επενδυτές, επενδύουν μακροπρόθεσμα και δεν πανικοβάλλονται από τις διακυμάνσεις της αγοράς. Βέβαια, η ομαλή επενδυτική διαδικασία μπορεί να πραγματοποιηθεί στα πλαίσια που δεν ασκούνται πολιτικές πιέσεις (όπως λόγου χάρη συμβαίνει όταν οι πολιτικοί εκμεταλλεύονται τα συνταξιοδοτικά κεφαλαία για την εξισορρόπηση του κρατικού προϋπολογισμού) ή πάλι στην έκταση που τα κεφάλαια αυτά δεν θεωρούνται επικίνδυνα από κάποιους οικονομικούς αναλυτές για την ομαλή δραστηριότητα της αγοράς.

1.3ε Κατανομή πλούτου - Διαρροή κεφαλαίων

Αν και η χρονική περίοδος καταβολής των εισφορών είναι πολύ μεγάλη, τα σχήματα προκαθορισμένης παροχής διαθέτουν τόσο στους δικαιούχους όσο και στις οικογένειές τους προσόδους καθόλη τη διάρκεια της ζωής τους και ανά τακτά χρονικά διαστήματα. Στην περίπτωση των σχημάτων προκαθορισμένης εισφοράς, οι χρονικές περίοδοι καταβολής εισφορών είναι κατά κύριο λόγο μικρές. Οι δικαιούχοι δεν λαμβάνουν ενδιάμεσες προσόδους, παρά μόνον ένα συνολικό ποσό στο τέλος της καρριέράς τους και το συντάξιμο εισόδημα συνδέεται με το τρέχον επίπεδο εισοδήματος.

Επιπλέον, στα σχήματα προκαθορισμένης εισφοράς σημειώνονται σημαντικές διαρροές κεφαλαίων πριν τη συνταξιοδότηση. Οι δικαιούχοι προκειμένου να ανταπεξέλθουν σε τρέχουσες ανάγκες, όπως είναι η αγορά κατοικίας ή η κάλυψη εκπαιδευτικών αναγκών (φοίτηση σε πανεπιστήμια κλπ) συχνά δανείζονται από τους συνταξιοδοτικούς τους λογαριασμούς και συχνά δεν αναπληρώνουν τα κενά που

δημιουργήθηκαν. Το γεγονός αυτό επιφέρει δυσχέρειες κατά τη συνταξιοδότηση, ιδιαίτερα μάλιστα όταν επιμηκύνεται το προσδόκιμο ζωής.

1.3στ Εξοδα διοίκησης και πολυπλοκότητα

Τα σχήματα προκαθορισμένης παροχής χαρακτηρίζονται από μεγάλο διαχειριστικό κόστος, είναι πολύπλοκα ως προς τη δομή τους, υπόκεινται σε ειδικούς λογιστικούς και φορολογικούς κανόνες, ενώ βασίζονται στην εκπόνηση αναλογιστικών μελετών για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων συνταξιοδότησης των δικαιούχων. Στα σχήματα προκαθορισμένης εισφοράς η εκπόνηση αναλογιστικών μελετών δεν είναι αναγκαία. Συνήθως τα σχήματα αυτά είναι απλά στη διαχείρισή τους και λειτουργούν όπως ένας τραπεζικός λογαριασμός, για το λόγο αυτό άλλωστε είναι πιο κατανοητά στους εργαζόμενους. Συνοψίζουμε τα παραπάνω στον ακόλουθο Πίνακα Α.11:

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.11
Συγκριτική ανάλυση των συνταξιοδοτικών σχημάτων προκαθορισμένης παροχής & προκαθορισμένης εισφοράς

Συνταξιοδοτικά Σχήματα	
Προκαθορισμένης Παροχής	*Προκαθορισμένης Εισφοράς*
Χρησιμοποιούνται συγκεκριμένες φόρμουλες για τον υπολογισμό των δικαιωμάτων	Τα συσσωρευμένα κεφάλαια (εισφορές) και τα κέρδη από τις επενδύσεις αυτών προσδιορίζουν τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα
Υπερχρηματοδότηση ή (συνήθως) υποχρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων	Επαρκής χρηματοδότηση των συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων
Ευνούνται οι εργαζόμενοι μεγαλύτερης ηλικίας και εκείνοι που δεν μετακινούνται	Ευνούνται και οι νεότεροι εργαζόμενοι ενώ η μετακίνηση από εργοδότη σε εργοδότη είναι πλήρως ελαστική
Οι δικαιούχοι αντιμετωπίζουν απώλειες στη σύνταξή τους αν αποφασίσουν να συνταξιοδοτηθούν πέρα από το ανώτατο καθορισμένο όριο συνταξιοδότησης	Οι δικαιούχοι δεν αντιμετωπίζουν απώλειες στη σύνταξή τους αν αποφασίσουν να συνεχίσουν την εργασία τους και σε μεγαλύτερες ηλικίες (>65)
Μεγάλες χρονικές περίοδοι καταβολής εισφορών	Μικρές (συνήθως) χρονικές περίοδοι καταβολής εισφορών
Ο επενδυτικός κίνδυνος βαραίνει τον εργοδότη	Ο επενδυτικός κίνδυνος βαραίνει τον δικαιούχο
Ο δικαιούχος δεν επενδύει	Ο δικαιούχος επενδύει
Απαιτείται η εκπόνηση αναλογιστικών μελετών	Δεν απαιτείται η εκπόνηση αναλογιστικών μελετών
Παρέχονται δικαιώματα που συνδέονται με το τρέχον επίπεδο εισοδήματος	Δεν παρέχονται δικαιώματα που συνδέονται με το τρέχον επίπεδο εισοδήματος
Η συνήθης μορφή των δικαιωμάτων είναι οι μηνιαίες παροχές	Η συνήθης μορφή των δικαιωμάτων είναι ένα συνολικό ποσό
Δυσχέρειες λόγω πληθωρισμού	Δυσχέρειες λόγω πληθωρισμού

Πηγή: Συγγραφέας

Η υποχρεωτική ασφάλιση μπορεί να λειτουργήσει είτε στα πλαίσια του κράτους πρόνοιας είτε κάτω από ιδιωτική πρωτοβουλία ως ευθύνη των εταιρειών και των επιμέρους εργοδοτών, με διαφορετικές επιπτώσεις τόσο οικονομικές όσο και κοινωνικές. Πολύ λίγες χώρες μέχρι στιγμής έχουν ιδιωτικοποιήσει πλήρως τα ασφαλιστικά τους συστήματα. Το πλέον γνωστό παράδειγμα αποτελεί η Χιλή. Η Αυστραλία έχει επίσης υιοθετήσει ένα παρόμοιο σχήμα. Στην Ευρώπη, η Ελβετία έχει εφαρμόσει συμπληρωματικά ιδιωτικοποίηση του ασφαλιστικού της συστήματος, ενώ η Σουηδία, η Ολλανδία και η Γαλλία έχουν κατευθυνθεί προς την ιδιωτική πρωτοβουλία μέσω των συνδικάτων, το οποίο ουσιαστικά υποδηλώνει την εμπλοκή του κράτους.

Στην περίπτωση του αποκεντρωμένου συστήματος συνταξιοδότησης τα συσσωρευμένα συνταξιοδοτικά κεφάλαια διαχειρίζονται ιδιωτικοί χρηματοικονομικοί οργανισμοί (διαχειριστική ευθύνη, επενδυτικές τοποθετήσεις κλπ) και οι υποχρεώσεις για την εκπλήρωση των παροχών/συντάξεων δεν χρηματοδοτούνται μέσω της φορολογίας, όπως γίνεται στην περίπτωση του κράτους πρόνοιας. Δια το λόγο αυτό οι Bateman και Piggot [1999] υποστηρίζουν ότι η αποκέντρωση του ασφαλιστικού είναι ευνοϊκή καθώς αποδεσμεύεται το συνταξιοδοτικό σύστημα από τα δημόσια οικονομικά. Το βασικό μειονέκτημα όμως του αποκεντρωμένου συστήματος αποτελεί το μεγάλο διαχειριστικό κόστος. Το κόστος διαχείρισης στο κεντρικά ελεγχόμενο σύστημα είναι σαφώς χαμηλότερο.

Στο κεντρικά ελεγχόμενο μοντέλο η συσσώρευση των εισφορών δημιουργεί ένα μεγάλο κεφάλαιο, η διαχείριση και ο έλεγχος του οποίου γίνεται από το κράτος. Οι επενδυτικές τοποθετήσεις περιλαμβάνουν κατά το μεγαλύτερο μέρος κυβερνητικά ομόλογα σε αντίθεση με το αποκεντρωμένο σύστημα όπου οι επενδυτικές επιλογές κατευθύνονται προς ένα ευρύτερο φάσμα επενδυτικών προϊόντων και η απόδοση των επενδύσεων ευθυγραμμίζεται με την απόδοση της αγοράς. Συνοψίζουμε τα παραπάνω στον ακόλουθο Πίνακα Α.12:

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.12
Συγκριτική ανάλυση των συστημάτων υποχρεωτικής ασφάλισης

	Συστήματα Υποχρεωτικής Ασφάλισης	
	Αποκεντρωμένο	Κεντρικά ελεγχόμενο
Διαχείριση	Ιδιωτική	Κεντρική
Επενδυτικές τοποθετήσεις	Ευρύ φάσμα επιλογών	Κυρίως σε κυβερνητικά ομόλογα
Απόδοση επενδύσεων	Ευθυγράμμιση με την απόδοση της αγοράς	Ρυθμίζεται βάσει της αποδόσεως συνήθως του μακροπρόθεσμού ομολογιακού επιτοκίου
Διαχειριστικό κόστος	Υψηλό	Χαμηλό
Εποπτεία	Χρηστή εποπτεία από το κράτος	Αποκλειστικά από το κράτος

Πηγή: Συγγραφέας

3. ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΗ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΤΑΣΕΙΣ

3.1 Σύστημα τριών πυλώνων

Προκειμένου να εξασφαλισθούν ασφαλείς και βιώσιμες συντάξεις και να αποφευχθεί η φτώχεια, η χάραξη της πολιτικής που αφορά το ασφαλιστικό σύστημα πραγματοποιείται στη βάση τριών λειτουργιών: αναδιανομή πλούτου, αποταμίευση και ασφάλεια.

Υποστηρίζεται ότι τα υπάρχοντα δημόσια διανεμητικού τύπου συνταξιοδοτικά συστήματα προσπάθησαν να εντάξουν στα σχήματά τους και τις τρεις λειτουργίες με πολύ φτωχά ως καθόλου επιθυμητά αποτέλεσματα [James, 1996]. Για το λόγο αυτό προτάθηκε η δημιουργία ενός συστήματος πολλαπλών λειτουργιών που ναι μεν ενσωματώνει και τις τρεις προαναφερθείσες λειτουργίες αλλά απαρτίζεται από επιμέρους διοικητικούς και χρηματοδοτικούς μηχανισμούς ή *πυλώνες* [Παγκόσμια Τράπεζα,1994]. Οι πυλώνες αυτοί μπορούν να περιγραφούν ως τρία επιμέρους ασφαλιστικά συστήματα. Το πρώτο είναι ένα υποχρεωτικό σύστημα ασφάλισης, κρατικής διαχείρισης, χρηματοδοτούμενο από φόρους προκειμένου να υπάρχουν οι ελάχιστες εγγυήσεις για την αποφυγή της φτώχειας κατά τη συνταξιοδότηση (λειτουργία αναδιανομής πλούτου). Το δεύτερο είναι ένα υποχρεωτικό σύστημα ασφάλισης, ιδιωτικής διαχείρισης, χρηματοδοτούμενο από την εξίσωση των εισφορών με τις παροχές/υποχρεώσεις για σύνταξη (λειτουργία αποταμίευσης). Το

τρίτο είναι ένα εθελοντικό σύστημα ασφάλισης, ιδιωτικής διαχείρισης, για εκείνους που επιθυμούν περαιτέρω εξασφάλιση. Βάσει του ίδιου πλαισίου η Ευρωπαϊκή Επιτροπή [2002] κατατάσσει την παροχή των συντάξεων στην Ευρωπαϊκή Ενωση σε τρεις παρόμοιους πυλώνες. Δηλώνεται δε ότι ο συνδυασμός των τριών αξόνων παρέχει πρωτοφανή ευημερία και οικονομική ανεξαρτησία στα άτομα μεγαλύτερης ηλικίας.

Το σύστημα των τριών πυλώνων επομένως συνίσταται σε ένα μείγμα συστημάτων. Ο πρώτος πυλώνας συνίσταται στα θεσμοθετημένα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα προκαθορισμένων παροχών που χρηματοδοτούνται γενικά σύμφωνα με την αρχή του διανεμητικού συστήματος, έννοια που συνδέεται με την παραδοσιακή έννοια του κράτους πρόνοιας, το οποίο πρέπει να διασφαλίζει την προστασία των εργαζομένων και το συναίσθημα ασφάλειας και αλληλεγγύης. Ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει τις επικουρικές συντάξεις, τα ιδιωτικά δηλαδή διαχειριζόμενα επικουρικά συνταξιοδοτικά συστήματα που παρέχουν τις συμπληρωματικές επαγγελματικές συντάξεις, είτε αυτά είναι υποχρεωτικά είτε προαιρετικά. Τέλος, μέσω του τρίτου πυλώνα οι πολίτες μπορούν να αυξήσουν περαιτέρω τις συνταξιοδοτικές τους απολαβές σε ατομική βάση (ιδιωτικές αποταμιεύσεις, επιμέρους ιδιωτικά ασφαλιστικά συμβόλαια). Το σύστημα των πολλαπλών λειτουργιών (multipillar system) που περιγράψαμε πιο πάνω συνοψίζουμε στον Πίνακα Α.13 :

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.13 - Σύστημα τριών πυλώνων

Στόχοι	Παροχή ασφαλούς και επαρκούς εισοδήματος	Ιδιωτική αποταμίευση	Ιδιωτική αποταμίευση
	Αναδιανομή πλούτου	Παροχή ασφαλούς και επαρκούς εισοδήματος από το κράτος	Παροχή ασφαλούς και επαρκούς εισοδήματος από το κράτος
Μορφή	Κρατικές παροχές	Προσωπικά αποταμιευτικά προγράμματα	Προσωπικά αποταμιευτικά προγράμματα
	Παροχή ασφαλούς και επαρκούς εισοδήματος	Επαγγελματικά επικουρικά συστήματα	Επαγγελματικά επικουρικά συστήματα
Χρηματοδότηση	Μέσω φορολογίας	Πλήρης χρηματοδότηση μέσω νομοθετικών ρυθμίσεων	Πλήρης χρηματοδότηση
Είδος ασφάλισης	Υποχρεωτική ασφάλιση	Υποχρεωτική ασφάλιση	Εθελοντική ασφάλιση
Διαχειριστής	Κυβερνητική διαχείριση	Ιδιωτική διαχείριση	Ιδιωτική διαχείριση

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής, 2001

Η μικρή ανάπτυξη των εναλλακτικών πυλώνων εντοπίζεται κυρίως στις χώρες με γενναιόδωρες παροχές του πρώτου πυλώνα. Αλλά ακόμη και σε αυτές τις χώρες εντείνεται η ανάγκη ανάπτυξης των δύο εναλλακτικών πυλώνων. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ανάπτυξη των επαγγελματικών ταμείων στην Ελλάδα. Σε άλλες χώρες με πιο ευέλικτους συνταξιοδοτικούς μηχανισμούς η εικόνα διαμορφώνεται διαφορετικά. Συγκεκριμένα, στον Πίνακα Α.14 παραθέτουμε το ύψος των αποθεματικών των επικουρικών ταμείων συντάξεων και το ποσοστό συμμετοχής των αποθεματικών αυτών στο σύνολο του ΑΕΠ σε μία σειρά κρατών. Η Ολλανδία, η Μ. Βρετανία, η Σουηδία, η Ελβετία και οι Ηνωμένες Πολιτείες παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη συμμετοχή των ειδικών αυτών αποθεματικών στο ΑΕΠ τους, γεγονός που επιβεβαιώνει ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία σε αυτές τις χώρες αποτελούν τους μεγαλύτερους θεσμικούς επενδυτές. Αυτό σημαίνει ότι οι συνταξιοδοτικοί μηχανισμοί αυτών των χωρών είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικοί και προηγμένοι και έχουν δρομολογηθεί επαρκείς θεσμικές μεταρρυθμίσεις προς την ανάπτυξη του δεύτερου και τρίτου πυλώνα.

Στον Πίνακα Α.15 παραθέτουμε τα κυριότερα χαρακτηριστικά των συνταξιοδοτικών συστημάτων που αναπτύσσονται στα πλαίσια του πρώτου και δεύτερου πυλώνα στα δεκαπέντε κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ενωσης. Τα συστήματα του πρώτου πυλώνα αποτελούν το σαφώς κυρίαρχο πρότυπο καταβολής συντάξεων στο σύνολο της ΕΕ[13], με εξαίρεση την Ολλανδία, τη Μ. Βρετανία και την Ιρλανδία, όπου ο δεύτερος και τρίτος πυλώνας αποτελούν σημαντική συνιστώσα στην παροχή συντάξεων. Στα κυρίαρχα διανεμητικού τύπου συστήματα το επίπεδο κρατικής χρηματοδότησης είναι πολύ διαφορετικό ανά χώρα και είναι ιδιαίτερα σημαντικές οι διαφορές που σχετίζονται με τον ελάχιστο χρόνο εισφορών (π.χ. στη Φινλανδία δεν υφίσταται ελάχιστος χρόνος εισφορών, στην Ιταλία είναι 19 χρόνια και στην Ελλάδα 15 χρόνια). Ακόμη, μεταξύ των εισφορών στους τρεις πυλώνες υπάρχει ανεξαρτησία, με εξαίρεση το Βέλγιο και τη Νορβηγία που περιορίζουν τις εισφορές στο δεύτερο πυλώνα και τη Φιλανδία όπου μειώνονται οι παροχές που προέρχονται από τον πρώτο πυλώνα όταν αυξάνονται οι παροχές που προέρχονται από το δεύτερο πυλώνα.

---

[13] Η Ευρωπαϊκή Ενωση προσπάθησε να τονώσει την ανάπτυξη των εναλλακτικών πυλώνων με τη δημιουργία μιας εσωτερικής αγοράς για τις επικουρικές συντάξεις. Εντούτοις η μετατροπή της σχετικής εξαγγελίας σε οδηγία προσέκρουσε σε πολύ μεγάλη αντίσταση από πλευράς των κρατών μελών. Στο σχετικό έγγραφο εξαγγέλονταν μέτρα που θα ευνοούσαν την ελεύθερη διασυνοριακή διαχείριση επενδύσεων και την διασυνοριακή πρόσβαση ιδρυμάτων συνταξιοδοτικών παροχών. Το μεγαλύτερο εμπόδιο όμως αποτέλεσε η διάταξη που προέβλεπε ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία έπρεπε να εξακολουθούν να επενδύουν το μεγαλύτερο ποσοστό των αποθεματικών τους στην εγχώρια αγορά.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.14
Αποθεματικά Επικουρικών Ταμείων Συντάξεων Στοιχεία 2000 (δις €)

	Αποθεματικά	% ΑΕΠ
Αυστρία	24,7	12,0
Βέλγιο	14,5	5,9
Δανία	42,0	23,8
Φιλανδία	11,8	8,9
Γαλλία	92,1	6,5
Γερμανία	331,3	16,3
Ελλάδα	5,1	4,1
Ιρλανδία	52,5	51,0
Ιταλία	29,9	2,5
Λουξ/ργο	0,1	0,2
Ολλανδία	445,0	111,0
Πορτογαλία	13,1	11,5
Ισπανία	42,4	7,0
Σουηδία	139,6	56,6
Μ.Βρετανία	1240,0	80,1
ΕΕ15	2484,3	29,2
Ισλανδία	6,5	70,3
Νορβηγία	7,5	4,3
Ελβετία	321,0	122,7
ΗΠΑ (σε δις $)	7773,0	78,0

Πηγή: European Federation for Retirement Provision, 2001

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.15
Συνταξιοδοτικά συστήματα στην ΕΕ15 - Πρώτος & δεύτερος πυλώνας

	B	D	EL	E	F	IRL	I	L	NL	A	P	FIN	GB	SW	G
ΠΡΩΤΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ															
Γενικά															
Καθολικό σύστημα	Οχι	Οχι	Οχι	Ναι	Ναι	Ναι	Οχι	Οχι	Ναι	Οχι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Βάσει αγοράς εργασίας	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
Ιδιωτικός τομέας															
Υποχρεωτική ασφ.	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	-	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
PAYG/FF,SF	SF	SF	SF	SF	SF	FF,SF	SF	SF	-	SF	SF	FF	FF,SF	FF,SF	SF
Δημόσιος τομέας															
Υποχρεωτική ασφ.	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	-	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
PAYG/FF,SF	SF	SF	SF	SF	SF	FF,SF	SF	SF	-	SF	SF	FF	FF,SF	FF,SF	SF
Αυτοαπασχολούμενοι															
Υποχρεωτική ασφ.	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	-	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι	Ναι
PAYG/FF,SF	SF	SF	SF	SF	SF	FF,SF	SF	SF	-	SF	SF	SF	FF,SF	FF,SF	SF
ΔΕΥΤΕΡΟΣ ΠΥΛΩΝΑΣ															
Ιδιωτικός τομέας															
Υποχρεωτική ασφ.	Οχι	Οχι	Οχι	Οχι	Ναι	Οχι	Οχι	Οχι	Ναι	Οχι	Οχι	Οχι	Ναι	Οχι	Οχι
Δημόσιος τομέας															
Υποχρεωτική ασφ.	Οχι	Ναι	Οχι	Οχι	Οχι	Ναι	Οχι	Οχι	Ναι	Οχι	Οχι	Οχι	Ναι	Οχι	Οχι

Σημείωση : - :δεν εφαρμόζεται, PAYG: (pay as you go) διανεμητικό σύστημα, SF: (state funded) κρατική χρηματοδότηση, FF: (fully funded) αυτοχρηματοδοτούμενο σύστημα , B: Βέλγιο, D: Δανία, EL: Ελλάδα, E: Ισπανία, F: Γαλλία, IRL: Ιρλανδία, I: Ιταλία, L: Λουξ/ργο, NL: Ολλανδία, A: Αυστρία, P: Πορτογαλία, FIN: Φινλανδία, GB: Μ.Βρετανία, SW: Σουηδία, G: Γερμανία

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή Οικονομικής Πολιτικής , 2001

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΚΑΙ ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

1. ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΩΝ ΠΑΡΕΜΒΑΣΕΩΝ

Η αναγκαιότητα των νομοθετικών παρεμβάσεων στην περίπτωση της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων έγκειται στην εξασφάλιση ενός υψηλού επίπεδου προστασίας των συνταξιοδοτικών παροχών και υποχρεώσεων και στην έπακρον μέγιστη δυνατή διαχείριση και απόδοση των επενδύσεων μέσω ασφαλών και αποτελεσματικών τοποθετήσεων. Η επίτευξη αυτών των σκοπών πραγματοποιείται με κατοχύρωση της επαρκούς διαφοροποίησης και κατανόηση του αποδεκτού επιπέδου έκθεσης στους επιμέρους κινδύνους, καθώς επίσης και με την ελαχιστοποίηση του συστημικού κινδύνου και του κινδύνου διαχειριστή, αλλά κυρίως με ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου.

Οι νομοθετικές παρεμβάσεις που διέπουν τη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αφορούν ποσοτικούς περιορισμούς στις επενδυτικές επιλογές ή οδηγίες συνετής διαχείρισης των κεφαλαίων. Εχει διαπιστωθεί [Vittas,1998] ότι οι πραγματικές αποδόσεις των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων υπό το καθεστώς της συνετούς διαχείρισης, σημειώνονται υψηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις σε ένα επενδυτικό περιβάλλον θεσπισμένων ποσοτικών περιορισμών οι οποίοι εξετάζονται αναλυτικά στη συνέχεια :

1.1 Ποσοτικοί περιορισμοί (quantitative or 'draconian' restrictions)

Μέσω των ποσοτικών παρεμβάσεων καθορίζονται μέγιστα και ελάχιστα επιτρεπτά όρια στις επενδυτικές επιλογές. Τα μέγιστα όρια αφορούν κυρίως τις επενδύσεις σε μετοχές (μεταξύ 20% και 30% των συνολικών στοιχείων) και τα ελάχιστα τις επενδύσεις σε κυβερνητικά ομόλογα (μεταξύ 15% και 50% των συνολικών στοιχείων). Επίσης ποσοτικοί περιορισμοί επιβάλλονται στις επενδύσεις σε διεθνείς τίτλους (συνήθως γύρω στο 16% των συνολικών αξιοποιητέων στοιχείων) και σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης (hedge funds). Συγκεκριμένα, οι ποσοτικές παρεμβάσεις ορίζονται κυρίως σε τρία επίπεδα :

Το πρώτο επίπεδο αφορά τις επενδύσεις σε μετοχικές αξίες ή προϊόντα μη εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές. Ιδανικά, οι επενδύσεις πρέπει να πραγματοποιούνται σε οργανωμένες αγορές και σε διαπραγματεύσιμες αξίες εισηγμένων εταιρειών υψηλής κεφαλαιοποίησης. Κάθε εξαίρεση πρέπει να υπόκειται

σε αυστηρά καθορισμένα όρια (σε ορισμένες χώρες όπως στο Βέλγιο και τη Γαλλία υπάρχουν ιδιαίτερα αυστηροί περιορισμοί). Συνήθως σε αυτή την περίπτωση ενθαρρύνονται επενδύσεις σε υποθήκες προερχόμενες από δάνεια κατοικίας και εταιρικά κεφάλαια που κατευθύνονται σε νέες εταιρείες ή νέα σχέδια υποδομής. Στο Βέλγιο, την Αυστρία, τη Γαλλία, τη Γερμανία, την Πορτογαλία, τα όρια των επενδύσεων σε υποθήκες φθάνουν σε ποσοστό 50% του επενδυόμενου κεφαλαίου.

Το δεύτερο επίπεδο σχετίζεται με την έκθεση του διαχειριζόμενου κεφαλαίου στον ίδιο εκδότη (concentration by ownership), δηλαδή τις επενδύσεις σε αξιόγραφα εκδιδόμενα από την ίδια επιχείρηση ή από επιχειρήσεις του ίδιου ομίλου. Το όριο συνήθως κυμαίνεται στα 5% με 10% του συνολικά επενδυόμενου κεφαλαίου ή του συνόλου της αξίας των εκδιδόμενων μετοχών αν και σε μερικές χώρες είναι υψηλότερο (Ιταλία, 15%).

Οι ρυθμίσεις που αφορούν τα δύο πρώτα επίπεδα είναι κατά την πλειοψηφία κοινές σε όλα τα κράτη, ακόμη και αν δεν καθορίζονται βάσει νόμου, αλλά στα πλαίσια της επενδυτικής στρατηγικής του διαχειριστή. Οι ρυθμίσεις που περιλαμβάνουν το τρίτο επίπεδο αποτελούν αντικείμενο μακράς συζήτησης. Το τρίτο επίπεδο σχετίζεται με τις επενδυτικές επιλογές ανάμεσα σε διαφορετικές κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων (μετοχές,ομόλογα,κλπ), καθώς κάθε κατηγορία παρουσιάζει διαφορετικά χαρακτηριστικά κινδύνου. Για παράδειγμα ένα πενταετές κυβερνητικό ομόλογο διαφέρει ως προς τον κίνδυνο σε σχέση με ένα αντίστοιχο τριακονταετές. Παρόμοια μία μετοχή εταιρείας υψηλής τεχνολογίας έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά απόδοσης/κινδύνου σε σχέση με μία μετοχή εταιρείας κοινής ωφέλειας. Στην περίπτωση των ρυθμίσεων αυτών κάθε κράτος βάσει της δικής του κουλτούρας, θέτει τους δικούς του κανόνες που μπορεί να μην είναι ποσοτικοί -όπως συμβαίνει με την περίπτωση της συνετής διαχείρισης που εξετάζουμε παρακάτω. Ετσι για παράδειγμα, όπως προκύπτει και από τα στοιχεία του Πίνακα Α16, σε μερικές χώρες τα όρια επένδυσης σε μετοχικές αξίες μπορεί να φθάνουν και το 65% (Βέλγιο), ενώ σε πολλές χώρες (Αυστραλία, Καναδά, Ιρλανδία, Ισπανία, Μ. Βρετανία, ΗΠΑ) δεν υπάρχουν περιορισμοί σε αυτού του είδους την επενδυτική τοποθέτηση. Οριοθετήσεις μπορεί να εφαρμόζονται και στα ομόλογα (στην Αυστρία τουλάχιστο το 35% του επενδυόμενου κεφαλαίου τοποθετείται σε ενυπόθηκα ομόλογα και κρατικά ομόλογα, στη Γαλλία τουλάχιστο το 50% σε ομόλογα ΕΕ, στη Δανία τουλάχιστο 60% σε domestic debt), αλλά και στις καταθέσεις (Γερμανία, Ιταλία, Πορτογαλία, Ισπανία). Ακόμη, γενικότερα το ποσοστό των επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία είναι μικρότερο από το αντίστοιχο ποσοστό σε μετοχές. Μόνο στην Ελβετία και σε κάποιες

άλλες χώρες (Φιλανδία) επιτρέπονται επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία σε ποσοστό μεγαλύτερο του ποσοστού σε επενδύσεις σε μετοχικές αξίες. Από την άλλη, οι χώρες που θέτουν περιορισμούς στις τοποθετήσεις σε μετοχικές αξίες έχουν συνήθως και την τάση να εφαρμόζουν το ίδιο και στις τοποθετήσεις σε ακίνητη περιουσία. Τα όρια φθάνουν και το 50% (Ελβετία).

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.16
Παρεμβάσεις σε διαφορετικές κατηγορίες επενδύσεων

	Μετοχές	Ακίνητη Περιουσία	Εταιρικά Ομόλογα	Investment funds	Δάνεια	Τραπεζικές Καταθέσεις
Αυστραλία	χωρίς όριο	Χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο
Αυστρία	50	20	χωρίς όριο	χωρίς όριο	10	χωρίς όριο
Βέλγιο	65 (εισηγμένες)	40	χωρίς όριο	30	40 (υποθήκες)	χωρίς όριο
	30 (μη εισηγμένες)					
Γαλλία	65 (εισηγμένες)	0	χωρίς όριο		10	
	0,5 (μη εισηγμένες)					
Γερμανία	30 (εισηγμένες)	25	50	30	50 (υποθήκες)	50
	10 (μη εισηγμένες)				50	
Δανία	40	40		40		
Ελβετία	30	50				
Η.Π.Α.	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο
Ιαπωνία	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο
Ιρλανδία	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο
Ισπανία	χωρίς όριο (εισηγμένες)	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	10	15
	10 (μη εισηγμένες)					
Ιταλία	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	20	χωρίς όριο	20
Καναδάς	χωρίς όριο	25	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο
Λουξεμβούργο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο
Μ.Βρετανία	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	no employer related loans	χωρίς όριο
Νορβηγία	35	χωρίς όριο	30	30	1(unsecured loans)	χωρίς όριο
Ολλανδία	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο	χωρίς όριο
Πορτογαλία	50	45	60	30	25 (υποθήκες)	30
					5	
Σουηδία	60	χωρίς όριο				

Πηγή: OECD, 2000 'Survey of investment regulation of pension funds'

Πέραν των τριών βασικών επιπέδων που εξετάσαμε, ειδικές νομοθετικές ρυθμίσεις εφαρμόζονται σε ζητήματα που σχετίζονται με :

1.1α Αντικρουόμενα συμφέροντα

Είναι πολύ πιθανό να υπάρξουν αντικρουόμενα συμφερόντα μεταξύ διαχειριστή και μελών του συνταξιοδοτικού κεφαλαίου. Στην πλειοψηφία των χωρών οριοθετούνται οι ιδιωτικές τοποθετήσεις (self investment limits) σε ποσοστό που κυμαίνεται μέχρι και 25% (Ελβετία).

1.1β Διεθνείς επενδύσεις

Οι ρυθμίσεις που αφορούν τη δυνατότητα ανάληψης επενδύσεων σε ξένες αγορές συνήθως λαμβάνουν τη μορφή ενός μέγιστου ορίου σε εγχώριες επενδύσεις, ή στη διατήρηση του ίδιου νομίσματος των επενδύσεων με αυτό των υποχρεώσεων. Η ανάληψη διεθνών επενδύσεων ενδείκνυται στην περίπτωση όπου η εγχώρια αγορά παρουσιάζει ελάχιστες δυνατότητες για διαφοροποίηση. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της Ολλανδίας, η οποία δεν θέτει απολύτως κανένα περιορισμό σε τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της αγοράς της. Αυτό είναι λογικό αν αντιληφθούμε ότι η χρηματιστηριακή αγορά της χώρας αυτής δεν διαφέρει πολύ από την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά και ως εκ τούτου δεν υπάρχουν επαρκείς επενδυτικές επιλογές για να κατευθυνθεί ο μεγάλος όγκος των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων.

Στον αντίποδα, υποστηρίζεται ότι η ανάληψη διεθνών επενδύσεων κατευθύνει το μεγάλο όγκο των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε ξένες αγορές στερώντας έτσι τη δυνατότητα από την εγχώρια αγορά να εκσυγχρονιστεί και να καρπωθεί μακροχρόνια οφέλη.

Ο Vittas [1998] υποστηρίζει πως μία μέση λύση στο ζήτημα θα επέτρεπε τις επενδύσεις σε διεθνείς αγορές όταν τα συσσωρευμένα συνταξιοδοτικά κεφάλαια στην εγχώρια αγορά ξεπερνούν το 10 με 20% του ΑΕΠ. Σε γενικές γραμμές πάντως οι επενδυτικές κινήσεις προς τις ξένες αγορές είναι περιορισμένες, ακόμη και από χώρες που ακολουθούν τη συνετή διαχείριση. Αυτό μπορεί να αποδωθεί κυρίως στην έλλειψη εμπειρίας στη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και στην αντιστάθμιση του κινδύνου, στην άγνοια της διεθνούς αγοράς και ειδικά στην έλλειψη εξοικείωσης του διαχειριστή με τα προϊόντα που προσφέρουν οι διεθνείς αγορές και στο υψηλό κόστος διαχείρισης ειδικά στη μεταβίβαση κεφαλαίων. Αλλοι λόγοι που συντρέχουν αφορούν την έλλειψη ρευστότητας, διαφάνειας και σταθερότητας

ορισμένων αγορών και τον κίνδυνο μεταφοράς μιας εξωτερικής οικονομικής κρίσης στην εγχώρια αγορά (domino effect). Ακόμη, προστίθεται και το πρόβλημα που προκύπτει από τις επενδύσεις σε προϊόντα διαφορετικού νομίσματος από αυτό των υποχρεώσεων και τον συναλλαγματικό κίνδυνο (σε χώρες όπως η Γερμανία και η Πορτογαλία επιβάλλεται το 80% των τοποθετήσεων στο ίδιο νόμισμα με αυτό των υποχρεώσεων, ενώ στην Ιταλία το ίδιο καθορίζεται στο 33%). Βέβαια, εν μέρη το ζήτημα αυτό ξεπερνιέται στα πλαίσια της ευρωπαϊκής οικονομικής ενοποίησης.

1.1γ Πολλαπλά χαρτοφυλάκια

Ενα άλλο βασικό ζήτημα που γίνεται αντικείμενο νομοθετικών ρυθμίσεων αφορά την επιλογή ανάμεσα σε ένα ή πολλαπλά χαρτοφυλάκια. Η ιδέα των πολλαπλών χαρτοφυλακίων έχει προταθεί λόγω του ότι η σύνθεση των επιμέρους χαρτοφυλακίων τείνει να είναι παρόμοια, με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν πολλές επιλογές για μεγαλύτερη αντιστάθμιση κινδύνου. Βέβαια, το κόστος διαχείρισης των πολλαπλών χαρτοφυλακίων είναι υψηλό και επομένως η επιλογή ανάμεσα σε ένα ή πολλαπλά χαρτοφυλάκια θα εξαρτηθεί από το πόσο οι αποδόσεις του κεφαλαίου περιορίζονται στα πλαίσια του ενός χαρτοφυλακίου. Ακόμη, η επιλογή πολλαπλών χαρτοφυλακίων ενδείκνυται στις περιπτώσεις όπου οι δικαιούχοι που εμπλέκονται είναι υψηλού εισοδήματος και κατέχουν παράλληλα με τη θεσμοθετημένη ασφάλιση και επιμέρους ιδιωτικές. Επίσης, η κατανόηση της στρατηγικής πολλαπλών χαρτοφυλακίων είναι ιδιαίτερα δύσκολη από τους δικαιούχους. Σε γενικές γραμμές η εισαγωγή τέτοιου είδους στρατηγικών απαιτεί ανεπτυγμένο ρυθμιστικό πλαίσιο λόγω της διοικητικής πολυπλοκότητας που τις χαρακτηρίζει.

1.1δ Συμμετοχή των ασφαλισμένων στην επιλογή χαρτοφυλακίου διαχείρισης

Νομοθετικές ρυθμίσεις θεσπίζονται ακόμη και σε σχέση με τη συμμετοχή των δικαιούχων στις επενδυτικές επιλογές. Οι ρυθμίσεις αυτές αφορούν κυρίως το δεύτερο και τρίτο πυλώνα και ειδικά τις ιδιωτικές ασφαλίσεις και σχετίζονται με την προστασία του συνταξιοδοτικού προγράμματος. Η σκέψη αυτή έχει προταθεί προκειμένου να συμπεριληφθούν οι προτιμήσεις του επενδυτή- δικαιούχου, στην επιλογή του χαρτοφυλακίου. Και εδώ τα ζητήματα που προκύπτουν αφορούν κυρίως τη δυνατότητα κατανόησης των διαφορετικών επενδυτικών επιλογών από μέρους του επενδυτή. Γενικά οι δικαιούχοι πλησίον της ηλικίας συνταξιοδότησης χαρακτηρίζονται από υψηλό συντηρητισμό, ενώ οι νεότεροι ασφαλισμένοι εκμεταλλεύονται περισσότερο τις ευκαιρείες της αγοράς.

1.1ε Επιβολή εγγυήσεων

Ειδικά κατά την εφαρμογή του δεύτερου πυλώνα απαιτείται η επιβολή εγγυήσεων. Οι λόγοι σχετίζονται με την κοινωνική προστασία και ισότητα έτσι ώστε να εξασφαλίζεται για όλους τους εργαζόμενους ένα ελάχιστο εισόδημα, μετά τη συνταξιοδότησή τους, πάνω από το όριο φτώχειας. Ακόμη, η προστασία από τυχόν κακοδιαχείριση ή εκμετάλλευση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων από τους διαχειριστές, η προστασία ενάντια στον κίνδυνο της αγοράς και τις μεταβολές της διακύμανσης και ενάντια στον συστημικό κίνδυνο, ώστε να εξασφαλίζεται ένα ελάχιστο εισόδημα σε περιόδους παρατεταμένης οικονομικής κρίσης, αποτελούν βασικούς λόγους επιβολής εγγυήσεων.

Οι εγγυήσεις συνήθως ορίζονται είτε ως ένα ελάχιστο επίπεδο παροχών είτε ως ένα ελάχιστο επίπεδο απόδοσης. Και οι δύο μορφές μπορούν να εκφραστούν είτε σε ονομαστικούς είτε σε πραγματικούς όρους και να εφαρμοστούν σε ετήσια βάση ή ανά τακτά ή μεγαλύτερα του ενός έτους χρονικά διαστήματα. Η ιδανικότερη μορφή εγγυήσεων είναι η προσφορά ενός ελάχιστου πραγματικού ποσοστού απόδοσης σε ετήσια βάση.

Η επιβολή εγγυήσεων διαφέρει σημαντικά από κράτος σε κράτος. Σε πολλές χώρες όπου τα αυτοχρηματοδοτούμενα συνταξιοδοτικά σχήματα δεν είναι υποχρεωτικά, δεν υπάρχουν εγγυήσεις για ελάχιστη απόδοση των επενδύσεων, ακόμη και στην περίπτωση όπου μιλάμε για συνταξιοδοτικά σχήματα προκαθορισμένης εισφοράς όπου οι εργαζόμενοι είναι αυτοί που αναλαμβάνουν τον επενδυτικό κίνδυνο. Παρόλα αυτά οι ασφαλιστικές εταιρείες ή οι τράπεζες προσφέρουν εγγυητικά συμβόλαια για την εξασφάλιση ελάχιστων επιπέδων προστασίας. Σε άλλα κράτη πάλι, οι εταιρείες διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αναμένονται να καλύψουν οποιαδήποτε απώλεια στις αποδόσεις των επενδύσεων .

Η χρηματοδότηση των εγγυήσεων είναι ένα άλλο ζήτημα. Το μεγαλύτερο εμπόδιο στη χρηματοδότηση των εγγυήσεων είναι ο καθορισμός του κόστους που εξαρτάται από τη χρονική περίοδο που καλύπτεται, τα διατεθέμενα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται, τον αριθμό των δικαιούχων και τη γενναιοδωρία του συστήματος. Οι εγγυήσεις που σχετίζονται με την καταβολή ελάχιστης παροχής συνήθως επιβάλλονται κατά τη συνταξιοδότηση και υπεύθυνη για την καταβολή τους είναι η κυβέρνηση. Κατά κύριο λόγο, η κυβέρνηση χρηματοδοτεί τα ελάχιστα επίπεδα εγγυήσεων εκτός των γενικών εσόδων του προϋπολογισμού. Οσο για τις εγγυήσεις που σχετίζονται με την επιβολή της ελάχιστης απόδοσης επί των επενδύσεων, η

χρηματοδότηση προέρχεται είτε μέσα από το ίδιο το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο, είτε από το κεφάλαιο του διαχειριστή, είτε από τη διατήρηση ενός ξεχωριστού κεφαλαίου, είτε από την κυβέρνηση. Στον Πίνακα Α.17 παρουσιάζονται συνοπτικά τα παραπάνω.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.17
Παρεμβάσεις για την καταβολή εγγυήσεων

Στόχος	Είδος εγγύησης	Περιοδικότητα	Εγγυητής
Κοινωνική προστασία	Ελάχιστο επίπεδο παροχών	Κατά τη στιγμή της πληρωμής βάσει ορισμένων κριτηρίων	Κυβέρνηση
Εξασφάλιση ισότητας	Ελάχιστο επίπεδο παροχών ή αποδόσεων επί των επενδύσεων	Ετησίως ή κατά τη συνταξιοδότηση	Σε ετήσια βάση ο διαχειριστής. Κατά τη συνταξιοδότηση η κυβέρνηση
Προστασία από τον κίνδυνο της αγοράς	Ελάχιστο επίπεδο αποδόσεων επί των επενδύσεων	Ετησίως ή κατά τη συνταξιοδότηση	Σε ετήσια βάση ο διαχειριστής. Κατά τη συνταξιοδότηση η κυβέρνηση
Προστασία από παρατεταμένη οικονομική κρίση	Ελάχιστο επίπεδο παροχών	Κατά τη συνταξιοδότηση βάσει της αγοράς	Κυβέρνηση

Πηγή: Συγγραφέας

1.1στ Παρεμβάσεις στη διαμόρφωση του κόστους διαχείρισης

Η αμοιβή του διαχειριστή μπορεί να λάβει διαφορετικές μορφές. Συνήθως ορίζεται ως ένα σταθερό ποσοστό επί των κεφαλαίων υπό διαχείριση, ή ως ένα ποσοστό επί των εισφορών ή επί του συνολικού κεφαλαίου, πληρωτέο στην αρχή, ή στο τέλος ή κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής περιόδου.

Ο λόγος που επιβάλλει τη ρύθμιση του κόστους διαχείρισης αφορά κυρίως την προστασία των εργαζομένων χαμηλού εισοδήματος, των εργαζομένων εν γένει που δεν μπορούν να κατανοήσουν και να μετρήσουν τις αμοιβές των διαχειριστών, αλλά και την προστασία από τον κίνδυνο οι διαχειριστές να επικεντρώνονται σε συλλογή κεφαλαίων και να μην επικεντρώνονται στην απόδοση.

Το θέμα προσεγγίζεται διαφορετικά από κράτος σε κράτος. Στις ΗΠΑ, στη Μ. Βρετανία, στην Αυστραλία λόγου χάρη οι παρεμβάσεις αυτού του είδους είναι περιορισμένες ή δεν υφίστανται καθόλου. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι τα

ιδιωτικά συστήματα συνταξιοδότησης δεν είναι υποχρεωτικά ή στηρίζονται σε προϋπάρχοντα παρόμοια συστήματα. Από την άλλη, άλλες χώρες καθορίζουν ανώτατα όρια κόστους βάσει πολύπλοκων μεθόδων (Σουηδία).

Η μέτρηση του συνολικού κόστους διαχείρισης αποτελεί ένα πολύπλοκο ζήτημα γιατί περιλαμβάνει μία σειρά από επιμέρους κόστη (*σταθερό κόστος* για τη συντήρηση του κεφαλαίου, *μεταβλητό*, *έρευνας* για τη διενέργεια αναλύσεων, βάσεων δεδομένων κλπ, *συναλλαγών* για προμήθειες κατά την εκτέλεση, *εκτέλεσης* σε σχέση με το χρόνο εντολής ή την επίπτωση στην τιμή, *ευκαιρίας* δηλαδή επιλογή ανάμεσα σε συναλλαγή ή μη συναλλαγή, *στυλ διαχείρισης* αν είναι δηλαδή επιθετικό ή συντηρητικό, *παρακολούθησης*, *θεματοφυλακής*). Για το λόγο αυτό πολλές φορές κρίνεται ιδιαίτερα σημαντικό η παρουσίαση του κόστους να γίνεται βάσει τυποποιημένης μεθόδου ώστε να είναι ξεκάθαρο και να κατανοείται από τους επενδυτές/δικαιούχους.

1.2 Συνετή διαχείριση (prudent person rules)

Ο κανόνας του ορθολογικού ανδρός -prudent man- αποτελεί πρακτική των αγγλοσαξωνικών κυρίως χωρών. Θεωρούμε μάλιστα ότι η συνετή διαχείριση δεν χαρακτηρίζεται τόσο ως κανόνας, αλλά περισσότερο ως κατευθυντήρια γραμμή επενδυτικής συμπεριφοράς. Βάσει αυτής της γραμμής οι υπεύθυνοι της διαχείρισης των κεφαλαίων πρέπει να λαμβάνουν τις επενδυτικές αποφάσεις τους με σύνεση, υπευθυνότητα και αφοσίωση στο στόχο τους (που είναι η εξασφάλιση επαρκών αποδόσεων), επαγγελματισμό και να είναι γνώστες των ειδικών χαρακτηριστικών των κεφαλαίων που διαχειρίζονται και της αγοράς.

Η μόνη οδηγία που διέπει αυτού του είδους τα θεσμικά πλαίσια είναι η τήρηση της επαρκούς διαφοροποίησης. Κατά αυτό τον τρόπο κάθε επιμέρους επενδυτική επιλογή κρίνεται από το βάρος της σε ένα ευρύτερο σύνολο επενδυτικών επιλογών, δηλαδή στο σύνολο του χαρτοφυλακίου. Ακόμη, οι υψηλού κινδύνου επενδυτικές τοποθετήσεις μπορούν να επιτραπούν στα πλαίσια που ο κίνδυνος που τις διέπει αντισταθμίζεται επαρκώς κάπου μέσα στο χαρτοφυλακίο.

1.3 Επιπτώσεις στη δομή και την απόδοση των χαρτοφυλακίων από τη θέσπιση νομοθετικών παρεμβάσεων

Εχει διαπιστωθεί [Vittas,1998] ότι οι πραγματικές αποδόσεις των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων υπό το καθεστώς της συνετούς διαχείρισης, σημειώνονται υψηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις σε ένα επενδυτικό περιβάλλον θεσπισμένων ποσοτικών περιορισμών. Η διαπίστωση αυτή δικαιολογείται κυρίως από το γεγονός ότι στην πρώτη περίπτωση ένα μεγάλο μέρος των χαρτοφυλακίων απαρτίζεται από μετοχές. Αλλά και η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου [Shah,1999] αποδεικνύει ότι η θέσπιση ποσοτικών περιορισμών παρεμποδίζει τους διαχειριστές να επιτύχουν τη μέγιστη δυνατή σχέση απόδοσης-κινδύνου.

Ταυτόχρονα όμως, η προσέγγιση της συνετής διαχείρισης έχει αποτελέσει αντικείμενο αυστηρών κριτικών αφενός λόγω του αόριστου χαρακτήρα της και αφετέρου διότι θεωρείται ότι συμβάλει στο φαινόμενο 'herding effect' (παρατηρούνται παρόμοιες επενδυτικές πολιτικές που αποφέρουν παρόμοιες αποδόσεις). Επιπρόσθετα, η αβεβαιότητα που σχετίζεται με το διαχειριστή είναι μεγαλύτερη καθώς απαιτείται μεγαλύτερο κριτικό πνεύμα από μέρους του.

Η θέσπιση αυστηρών ποσοτικών περιορισμών από την άλλη, επιφέρει αρνητικά αποτελέσματα στην αποδοτικότητα των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, κυρίως γιατί περιορίζουν τη δυνατότητα διαφοροποίησης καθώς μειώνονται οι επενδυτικές επιλογές που μπορεί να προσφέρει τόσο η εγχώρια όσο και η διεθνής αγορά. Παράλληλα η έκθεση σε συστηματικό και συστημικό κίνδυνο καθίσταται μεγαλύτερη, μειώνεται η δυνατότητα της ταυτοποίησης και τα χαρτοφυλάκια βρίσκονται κάτω από το εφικτό σύνορο (βλ. Παράρτημα ΙΙΙ). Ακόμη, μειώνεται η δυνατότητα της χρήσης παράγωγων προϊόντων ως αντισταθμιστικά μέσα κινδύνου και τα κεφάλαια κατευθύνονται σε συγκεκριμένες τοποθετήσεις ενδεχομένως με αποδόσεις χαμηλότερες από τις αποδόσεις της αγοράς. Ενδέχεται δε, κυβερνητικοί παράγοντες να χρησιμοποιούν τα κεφάλαια αυτά για την κάλυψη κρατικών αναγκών. Επίσης, η εξέλιξη και ο εκσυγχρονισμός της αγοράς παρεμποδίζονται και δεν δημιουργείται ανταγωνισμός μεταξύ των διαχειριστών καθώς οι τελευταίοι επικεντρώνονται στην τήρηση των θεσμοθετημένων κανόνων.

Εντούτοις, η εφαρμογή της μιας ή της άλλης μεθόδου είναι θέμα των ειδικών χαρακτηριστικών κάθε χώρας ή κάθε συνταξιοδοτικού συστήματος. Η συνετή διαχείριση εφαρμόζεται συνήθως σε χώρες με ανεπτυγμένους μηχανισμούς ελέγχου

και ανεπτυγμένες αγορές. Ενδείκνυται επίσης στην περίπτωση των σχημάτων προκαθορισμένης παροχής και λιγότερο στην περίπτωση των σχημάτων προκαθορισμένης εισφοράς, όπου οι εργαζόμενοι αναλαμβάνουν το σύνολο του επενδυτικού κινδύνου και κατανοούν λιγότερο την επενδυτική διαδικασία.

Η θέσπιση ποσοτικών περιορισμών ενδείκνυται συνήθως σε χώρες με μη ανεπτυγμένες θεσμικές και νομοθετικές υποδομές και ρηχές χωρίς ρευστότητα αγορές-δεδομένου μάλιστα ότι αυτό το καθεστώς είναι πολύ εύκολο να επιτηρηθεί. Ενδείκνυται επίσης σε χώρες που πρόσφατα εισάγουν συνταξιοδοτικά συστήματα του δεύτερου πυλώνα, οπότε οι περιορισμοί αυτοί είναι απαραίτητοι για να εγείρουν την εμπιστοσύνη στο νεοεισαγόμενο σύστημα. Ακόμη, κρίνεται απαραίτητη η επιβολή περιορισμών στις επενδύσεις λόγω του ότι πολλές φορές οι διαχειριστές δεν έχουν επαρκείς γνώσεις και δεν είναι εξοικοιωμένοι με τις αγορές - ειδικά τις διεθνείς- και τα προϊόντα που προσφέρονται. Και σε αυτές τις περιπτώσεις, ενδείκνυται η σταδιακή χαλάρωση των περιορισμών, ταυτόχρονα με τον εκσυγχρονισμό των θεσμών, των οργάνων διαχείρισης και της αγοράς εν γένει, ενώ τίθεται ως μακροχρόνιος στόχος η εφαρμογή κανόνων συνετούς διαχείρισης.

2. ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

2.1 Κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς

Καθόλη τη μεταπολεμική περίοδο και μέχρι τις αρχές της δεκαετίας του 1990, οι επενδύσεις των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων βασίζονταν στο νόμο Ν.1611/1950. Σύμφωνα με το νόμο αυτό, τα αποθεματικά των ταμείων καταθέτονταν υποχρεωτικά στην Τράπεζα της Ελλάδος με 'ειδικό επιτόκιο' οριζόμενο από τη Νομισματική Επιτροπή. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι σε όλη αυτή τη περίοδο τα επιτόκια ήταν κατώτερα από τα τρέχοντα επιτόκια καταθέσεων, ενώ οι βραχυπρόθεσμες καταθέσεις των Ταμείων στις εμπορικές τράπεζες ήταν άτοκες. Το 1975 η Νομισματική Επιτροπή επέτρεψε την επένδυση μέχρι 20% των διαθεσίμων στην Τράπεζα της Ελλάδος σε έντοκα γραμμάτια του δημοσίου. Το 1979 επετράπει στα ταμεία να επενδύουν σε μετοχές του ΧΑΑ μέχρι ποσοστού 1,5 δις δραχμών.

Η ανυπαρξία επενδυτικής πολιτικής και το χαμηλό επίπεδο των ειδικών επιτοκίων οδήγησαν σε αρνητικές αποδόσεις των αποθεματικών της κοινωνικής ασφάλισης για όλη την περίοδο από το 1950 μέχρι το 1994 [Νεκτάριος, 2003]. Οι πρώτες σημαντικές ρυθμίσεις, μαζί και η κατάργηση του νόμου Ν.1611/1950, πραγματοποιήθηκαν μετά το 1990 και αναφέρονται λεπτομερώς στο Παράρτημα ΙΙ.

Μέχρι το 2000, το ισχύον θεσμικό πλαίσιο μεριμνά ουσιαστικά για τη μετατροπή των διαθεσίμων σε αποθεματικά, αλλά δεν περιέχει καμία ουσιαστική πρόβλεψη για την ενεργητική διαχείριση των συσσωρευμένων αποθεματικών. Η θεσμική καινοτομία των αρχών της δεκαετίας του 1990, για τη συγκρότηση αμοιβαίων κεφαλαίων των ασφαλιστικών οργανισμών ουσιαστικά υλοποιείται από το 2001 και μετά.

2.2 *Οδηγίες Ευρωπαϊκής Ενωσης - Ελληνική νομοθεσία*

Το νομοθετικό πλαίσιο που αφορά τη δυνατότητα αξιοποίησης της περιουσίας των ασφαλιστικών φορέων καθώς και τη λειτουργία ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, σε εθνικό επίπεδο και σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ενωσης, εξετάζουμε παρακάτω. Συνοπτικά, το νομοθετικό πλαίσιο παρουσιάζεται στον Πίνακα Α.18 και αναλυτική παρουσίαση αυτού ακολουθεί στο Παράρτημα ΙΙ. Η εφαρμογή της συγκεκριμένης νομοθεσίας έγκειται κυρίως :

- στη δημιουργία υποδομής για τη σύσταση των Επαγγελματικών Ταμείων και την επέκταση των δυνατοτήτων επενδύσης των ταμείων,
- στη σχετική απελευθέρωση των επενδυτικών επιλογών σε μετοχές, ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια, repos, παράγωγα,
- στην προσπάθεια καθορισμού επενδυτικών κανόνων,
- στην προσπάθεια ορισμού των εννοιών του Συμβούλου και του Διαχειριστή και στον καθορισμό διαδικασιών πρόσληψης συμβούλων διαχείρισης (καθορισμός κριτηρίων, τεχνική και οικονομική προσφορά, εγγύηση),
- και στη δημιουργία ελεγκτικών μηχανισμών.

Οσον αφορά την ελληνική νομοθεσία, όπως θα διαπιστωθεί και στη συνέχεια (βλ. Παράρτημα ΙΙ), το σχετικό ρυθμιστικό πλαίσιο τείνει να διαμορφωθεί προς τη σωστή κατεύθυνση και βάσει των διεθνών εξελίξεων. Εντούτοις, η συνέχιση των μεταρρυθμίσεων επιβάλλεται με στόχο την προώθηση της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας στη διαχείριση των αποθεματικών καθώς υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης σε μία σειρά σημαντικών θεμάτων. Συγκεκριμένα, επικρατεί εννοιολογική και πρακτική σύγχυση καθώς στην περίπτωση των συνταξιοδοτικών οργανισμών τα κριτήρια ανάληψης επενδυτικών αποφάσεων είναι περισσότερο επιστημονικά και πολύπλοκα από αυτά που χρησιμοποιούν οι ιδιώτες επενδυτές και αυτό θα πρέπει να διασφαλίζεται και να διευκρινίζεται. Επίσης, επισημαίνονται δυσκολίες στον καθορισμό διαδικασιών για την πρόσληψη διαχειριστών, στην απεμπλοκή του Διοικητικού Συμβουλίου των ταμείων από την επενδυτική διαδικασία και στον

καθορισμό του ρυθμιστικού πλαισίου δράσης των εταιρειών διαχείρισης συνταξιοδοτικών ταμείων. Ακόμη, οι δυνατότητες επένδυσης στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι περιορισμένες, ενώ οι διοικήσεις των ταμείων των συνταξιοδοτικών φορέων θα πρέπει να μπορούν να διαχειριστούν τα κεφάλαιά τους με διάφορους τρόπους. Η δυνατότητα επενδύσεων σε ομολογιακούς και μετοχικούς τίτλους της διεθνούς αγοράς μπορεί να βελτιώσει τη σχέση απόδοσης κινδύνου καθώς επιφέρει διασπορά των χαρτοφυλακίων σε ένα ευρύτερο φάσμα αξιών. Την εναρμόνιση των επενδυτικών κανόνων των ελληνικών συνταξιοδοτικών ταμείων, με το κοινοτικό δίκαιο ζήτησε από την κυβέρνηση η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το 2004 [Ναυτεμπορική, 5/1/2005][14]. Σε σχετική επιστολή προς τα συναρμόδια υπουργεία, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επικαλέσθηκε το νόμο Ν.2676/99, ο οποίος θέτει περιορισμούς στις επενδύσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων σε περιουσιακά στοιχεία των κρατών μελών της Ενωσης, γεγονός που αντίκειται στους κανόνες της Συνθήκης σχετικά με την ελεύθερη κίνηση των κεφαλαίων. Σύμφωνα με τον παραπάνω νόμο, ο οποίος έχει τροποποιηθεί ως προς το ανώτατο ύψος των επενδύσεων, ελάχιστο ποσοστό 80% των περιουσιακών στοιχείων των ταμείων θα πρέπει να επενδύεται σε ομόλογα της ελληνικής κυβέρνησης και ένα μέγιστο ποσοστό 20% σε άλλα περιουσιακά στοιχεία σύμφωνα με την συγκεκριμένη κατανομή (12% σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών και 8% σε ακίνητα εντός του εδάφους της Ελλάδας). Οι παραπάνω περιορισμοί αντίκειται στο άρθρο 56 παρ.1 της συνθήκης της ΕΚ το οποίο απαγορεύει οποιοδήποτε περιορισμό των κινήσεων κεφαλαίων μεταξύ των κρατών μελών και μεταξύ των κρατών μελών και τρίτων χωρών. Χαρακτηριστικά επισημαίνεται στην επιστολή ότι, «δεν είναι δυνατόν να θεωρηθεί ότι οι περιορισμοί αυτοί που εμποδίζουν τις επενδύσεις σε ξένα κρατικά ομόλογα, μετοχές εισηγμένες σε άλλα χρηματιστήρια ή σε ακίνητα που βρίσκονται στο εξωτερικό, υπαγορεύονται από λόγους προληπτικής εποπτείας, δεδομένου ότι δεν θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι τα ισοδύναμα αλλοδαπά περιουσιακά εμπεριέχουν κατά συστηματικό τρόπο υψηλότερους κινδύνους σε σχέση με τα εγχώρια περιουσιακά στοιχεία.»

---

[14] ' Για τις επενδύσεις των ασφαλιστικών ταμείων, εναρμόνιση της νομοθεσίας ζητεί η Ε.Ε '

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.18

Διαμόρφωση θεσμικού πλαισίου 1990- 2003 στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ενωση

ΕΛΛΑΔΑ		
Ν 1902/1990	Αρθρο 12	Συγκρότηση Α/Κ
Ν 1902/1990	Αρθρο 13	Αξιοποίηση διαθεσίμων
Ν 2042/1992	Αρθρο 14	Επενδύσεις διαθεσίμων
Ν 2076/1992		Ιδρυση ΑΕΔΑΚ
Ν 2216/1994	Αρθρο 3	Διαχείριση κεφαλαίων
Ν 2335/1995		Αξιοποίηση συμβούλων
Ν 2469/1997	Αρθρο 11	Επενδύσεις δημ.οργανισμών & ασφαλ. ταμείων
Ν 2676/1999	Αρθρο 40	Επενδύσεις ασφαλιστικών οργανισμών
Ν 2768/1999	Αρθρο 12	Ιδρυση ΕΔΕΚΤ-ΟΤΕ ΑΕ
Ν 3029/2002	Αρθρο 5,7	Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης
Υπουργική Απόφαση (Μάρτιος 2002)	Αριθμ. 155492/Β.638	Πλαίσιο Επενδύσεων
Υπουργική Απόφαση (Μάρτιος 2002)	Αριθμ. 155492/Β.638	Κανόνες Επενδυτικής Συμπεριφοράς
Υπουργική Απόφαση (Μάϊος 2002)	Αριθμ.166316/Β.972	Πρόσληψη Συμβούλων Διαχείρισης
Υπουργική Απόφαση (Απρίλιος 2003)	Αριθμ.Φ.Επαγ.ασφ./οικ.16	Οροι λειτουργίας Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης
Υπουργική Απόφαση (Φεβρουάριος 2004)	Αριθμ.Φ.51010/1821/16	Καθορισμός Διοικητικών Κυρώσεων
Πράξη Διοικητού Τρ. Ελ.(Μάρτιος 2004)		Ελεγχος Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ		
Οδηγίες 2001/107/ΕΚ-2001/108/ΕΚ		ΟΣΕΚΑ & Εταιρείες Διαχείρισης
Οδηγία 2003/41/ΕΚ		Επαγγελματικά Ταμεία

Πηγή: Συγγραφέας

Το φορολογικό πλαίσιο που σχετίζεται με τα συνταξιοδοτικά ταμεία συνίσταται σε τρία επίπεδα (βλ. Πίνακα Α.19) :

Πρώτο επίπεδο: Φορολόγηση στην εισφορά. Για παράδειγμα ο εργοδότης συνεισφέρει 100 ευρώ στο υφιστάμενο συνταξιοδοτικό σχήμα για την ασφάλιση του εργαζομένου. Η εισφορά αυτή εκπίπτει του εισοδήματος του εργαζομένου. Εάν το ποσοστό φορολόγησης είναι 25% και επιβάλεται στις χρονικές περιόδους Τ2, Τ3 , το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο ισούται με 75 ευρώ. Εάν η εισφορά δεν εκπίπτει το συνταξιοδοτικό κεφάλαιο είναι το αρχικό, δηλαδή ισούται με 100 ευρώ.

Δεύτερο επίπεδο: Φορολόγηση στη συσσώρευση κεφαλαίου. Το ζήτημα που προκύπτει σχετίζεται με τα κέρδη που προέρχονται από τις αποδόσεις των επενδύσεων, καθώς δημιουργείται εισόδημα. Εάν τα κέρδη φορολογούνται, ο φόρος επιβάλεται ετησίως επί των κερδών. Εάν όχι, το κεφάλαιο θα συσσωρεύεται σε ποσοστό αντίστοιχο των κερδών.

Τρίτο επίπεδο: Φορολόγηση στην παροχή. Το θέμα της φορολόγησης στην παροχή σχετίζεται με το αν οι παροχές θα φορολογηθούν ή όχι στο σύνολό τους στον χρόνο στον οποίο πραγματοποιούνται.

Ο συνδυασμός των τριών επιπέδων καταλήγει σε διαφορετικούς τρόπους φορολόγησης και επομένως σε διαφορετικά φορολογικά συστήματα. Στο απλοποιημένο μας παράδειγμα (βλ. Πίνακα Α.19), το συντάξιμο εισόδημα διαφοροποιείται ανάλογα με τη φορολογική πολιτική που ακολουθείται στις εκάστοτε χρονικές περιόδους Τ1, Τ2, Τ3, Τ4.

Το φορολογικό καθεστώς και η τιμαριθμοποίηση αποτελούν βασικούς παράγοντες στη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και για το λόγο αυτό η πολιτική που σχετίζεται με τους κανόνες αυτούς είναι συχνά αντικείμενο αντικρουόμενων θέσεων. Το θέμα είναι κατά πόσο η πολιτική αυτή συμβάλει στα συνταξιοδοτικά ελλείματα ή τα τελευταία προέρχονται κατά κύριο λόγω από την ανεπαρκή πολιτική συσσώρευσης κεφαλαίων και της ανεπαρκούς αντίκρισης επενδύσεων/αποδόσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ Α.19

Φορολογική μεταχείριση

	T1	T2	T3	T4
Εισφορά	100,00	100,00	100,00	100,00
Φόρος		25,00	25,00	
Κεφάλαιο	100,00	75,00	75,00	100,00
Καθαρή απόδοση επένδυσης	61,05	45,79	32,67	43,56
Συσσωρευνένο κεφάλαιο κατά τη συνταξιοδότηση	161,05	120,79	107,67	143,56
Φόρος στη σύνταξη	40,26			
Καθαρή σύνταξη	120,79	120,79	107,67	107,67
Καθαρή Π.Α. Φόρου	25,00	33,14	25,00	33,14

Πηγή: Συριόπουλος, Ασημακόπουλος, 2003

Σε γενικές γραμμές η φορολογία συντάξεων ως εισόδημα συνοδεύεται από φοροαπαλλαγές, αλλά η αντιμετώπιση του θέματος τόσο των εισφορών όσο και συντάξεων είναι περίπλοκη διαδικασία (λόγω και των διαφορετικών συνταξιοδοτικών σχημάτων που υπάρχουν) και πολύ διαφορετική ανά χώρα. Το ίδιο συμβαίνει και με την τιμαριθμοποίηση που μπορεί να προσδιορίζεται είτε βάσει τιμών, είτε βάσει καθαρών μισθών, είτε βάσει μικτού συστήματος ή ad hoc όπως συμβαίνει στην Ελλάδα.

ΜΕΡΟΣ Β

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΡΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1. ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (Portfolio Theory)

1.1 Υπόδειγμα Μέσης Απόκλισης (Mean Variance Model) - Συμπεριφορά Αποφυγής Κινδύνου (Risk Aversion) - Υπόδειγμα Τιμολόγησης Κεφαλαιακών Αξιοποιητέων Στοιχείων (Asset Capital Pricing Model)

δειγμα Μέσης κλισης

Η έννοια της επένδυσης βασίζεται στη μεγιστοποίηση της απόδοσης του επενδυόμενου κεφαλαίου εντός μιας ορισμένης περιόδου και στην ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Ο κίνδυνος μιας επένδυσης προέρχεται από την αβεβαιότητα σχετικά με τη μελλοντική πληρωμή και επομένως μεταφράζεται στο βαθμό μεταβλητότητας των καθαρών ταμειακών εισροών που θα αποφέρει. Οι ροές προεξοφλημένες μπορεί να είναι μεγαλύτερες ή μικρότερες από το αρχικό κεφάλαιο του επενδυτή. Η αβεβαιότητα αυτή εκφράζεται με την πρόβλεψη της πληρωμής σε όλες τις πιθανές μελλοντικές καταστάσεις (καλή, μέτρια, κακή). Η κάθε κατάσταση έχει την ίδια πιθανότητα να συμβεί (1 προς 3). Κάθε επένδυση αξιόγραφο διαφέρει ως προς τον βαθμό αβεβαιότητας. Η διακύμανση γύρω από την προσδοκώμενη πληρωμή δίδεται από το στατιστικό μέγεθος της διακύμανσης (ή της τυπικής απόκλισης, δηλαδή της τετραγωνικής ρίζας της διακύμανσης) που υπολογίζεται ως το άθροισμα των τετραγωνισμένων αποκλίσεων από την προσδοκώμενη αξία, σταθμισμένων με την πιθανότητά τους (βλ. Παράρτημα ΙΙΙ).

εριφορά δυτή

Σχετικά με τη συμπεριφορά του επενδυτή σε σχέση με τον κίνδυνο που είναι διατεθειμένος να αναλάβει, τρεις υποθέσεις μπορούν να γίνουν: ο επενδυτής αποφεύγει τον κίνδυνο (risk aversion), είναι ουδέτερος προς τον κίνδυνο (neutrality) ή αποδέχεται τον κίνδυνο (seeking risk). Η αποφυγή κινδύνου σημαίνει ότι η απώλεια που προέρχεται από μία συγκεκριμένη επένδυση είναι μεγαλύτερη από τα κέρδη που θα επιφέρει και ο επενδυτής αποτιμά την τιμή των αξιογράφων μόνο με βάση την προσδοκώμενη αξία. Οταν ο επενδυτής είναι ουδέτερος, στην ουσία είναι αδιάφορος για το αν θα επιλέξει να επενδύσει ή όχι. Οταν αποδέχεται τον κίνδυνο, επιλέγει να επενδύσει γιατί θεωρεί ότι η απόφασή του αυτή θα του επιφέρει μεγαλύτερα οφέλη από το να μην προβεί σε καμμία επένδυση. Τότε, η αποτίμηση γίνεται διαφορετικά : η τιμή των αξιογράφων θα μειώνεται όσο αυξάνεται το μέτρο της αβεβαιότητας δηλαδή, η διακύμανση (βλ. Παράρτημα ΙΙΙ).

Ο επενδυτής έχει τη δυνατότητα να κατανείμει τους πόρους του σε περισσότερα από ένα αξιόγραφα και η επιλογή ενός από αυτά θα εξαρτηθεί πλέον από το επίπεδο του κινδύνου που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Αν και η εκμηδένιση του κινδύνου είναι πρακτικά ανέφικτη, η δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου, μιας δεσμίδας δηλαδή επενδύσεων αδύναμα συσχετιζόμενων μεταξύ τους[15], βοηθάει στην ελαχιστοποίηση του ρίσκου του επενδυτή. Η θεωρία χαρτοφυλακίου από τον *Harry Markowitz* απευθύνεται στο πρόβλημα της άριστης επιλογής χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων, όταν αυτές χαρακτηρίζονται από ποικιλία προσδοκώμενων αποδόσεων και βαθμών κινδύνου. Στο σκεπτικό της θεωρίας αυτής κάθε αξιόγραφο προσφέρει απόδοση, ενώ από τη μίξη των αξιογράφων στο χαρτοφυλάκιο προκύπτει μία άμβλυνση του επενδυτικού κινδύνου γνωστή ως αποτέλεσμα διαφοροποίησης (diversification effect).

Το αποτέλεσμα της διαφοροποίησης (βλ. Παράρτημα ΙΙΙ) οφείλεται στο ότι όταν δύο ή περισσότερα αξιόγραφα συνδυάζονται σε χαρτοφυλάκιο, οι τυχαίες μεταβολές στην απόδοση του ενός αντισταθμίζονται σε ένα βαθμό από τυχαίες μεταβολές στην απόδοση του άλλου, έτσι ώστε για το σύνολο του χαρτοφυλακίου να προκύπτει διασπορά κινδύνου. Στην περίπτωση που οι αποδόσεις παρουσιάζουν θετικό συσχετισμό μονάδας, τότε δεν πραγματοποιείται καμμία διασπορά κινδύνου, διότι οι τυχαίες μεταβολές στις αποδόσεις των αξιογράφων συμπίπτουν στην πορεία τους.

Ενας επενδυτής προκειμένου να επιλέξει ορθά ένα χαρτοφυλάκιο αρχικά βρίσκει όλα εκείνα τα αποδοτικά χαρτοφυλάκια (efficient portfolios) που χαρακτηρίζονται είτε από τη μέγιστη δυνατή απόδοση για δεδομένο ύψος κινδύνου, είτε από τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο για δεδομένο ύψος απόδοσης. Από όλα τα διαθέσιμα αποδοτικά χαρτοφυλάκια βρίσκει εκείνο που του ταιριάζει περισσότερο και ανταποκρίνεται στην προσωπική του στάση έναντι του ανταλλάγματος (trade-off) 'απόδοση - ρίσκο', δηλαδή πόσο ρίσκο είναι διαθετειμένος να ανεχθεί ή να αναλάβει για δεδομένη απόδοση.

Από το σύνολο των εφικτών χαρτοφυλακίων, το χαρτοφυλάκιο που αντιστοιχεί στο σημείο επαφής μεταξύ του συνόρου αποδοτικών χαρτοφυλακίων και της όσο το δυνατό αριστερότερα ευρισκόμενης καμπύλης αδιαφορίας[16] αποτελεί την άριστη ή

---

[15] Η στατιστική συσχέτιση r δύο μεταβλητών εκφράζει το βαθμό στον οποίο οι μεταβολές των τιμών της μιας παρακολουθούνται από τις μεταβολές των τιμών της άλλης

[16] Η καμπύλη αδιαφορίας αντιπροσωπεύει την υποκειμενική εκτίμηση του επενδυτή έναντι διαφόρων συνδυασμών ρίσκου – απόδοσης

βέλτιστη επιλογή χαρτοφυλακίου για τον επενδυτή (βλ. Παράρτημα ΙΙΙ). Το σημείο επαφής αντιπροσωπεύει όχι μόνο το αποδοτικότερο χαρτοφυλάκιο, αλλά και τη μέγιστη δυνατή ωφελιμότητα που ο συγκεκριμένος επενδυτής μπορεί να αντλήσει από την επένδυσή του. Συναρτησιακά, το πρόβλημα της άριστης επιλογής χαρτοφυλακίου δίδεται από μεγιστοποίηση της συνάρτησης ωφελιμότητας του επενδυτή (βλ. Παράρτημα ΙΙΙ).

ειγμα
όγησης
λαϊκών
τοιητέων
είων

Σύμφωνα με τα παραπάνω ο επενδυτής αντλεί την μέγιστη ωφελιμότητά του από ένα χαρτοφυλάκιο όχι μόνο γιατί είναι αποδοτικό, αλλά και γιατί ορίζεται από το σημείο επαφής της πλέον αριστερά ευρισκόμενης καμπύλης αδιαφορίας του και του συνόρου αποδοτικών χαρτοφυλακίων. Η παρουσία όμως ενός αξιοποιητέου στοιχείου χωρίς κίνδυνο σε ένα χαρτοφυλάκιο μεγαλώνει την ωφελιμότητα του επενδυτή. Με την προϋπόθεση ότι ο επενδυτής μπορεί να δανείσει ή να δανειστεί ελεύθερα, ορίζεται ένα νέο σύνορο αποδοτικών χαρτοφυλακίων[17] γνωστό ως γραμμή κεφαλαιαγοράς, πάνω στο οποίο μπορεί να κινηθεί ο επενδυτής για να βελτιώσει τη θέση του , να αυξήσει επομένως την ωφελιμότητά του. Ο λόγος που η κίνηση επί της γραμμής κεφαλαιαγοράς θα βελτιώσει τη θέση του επενδυτή είναι ότι η γραμμή αυτή αποτελείται από συνδυσμούς του επικίνδυνου χαρτοφυλακίου και του ακίνδυνου τίτλου.

Το Υπόδειγμα Τιμολόγησης Κεφαλαιακών Αξιοποιητέων Στοιχείων[18] (Asset Capital Pricing Model) για το οποίο γίνεται λόγος εδώ,αποτελεί μία ολοκλήρωση της θεωρίας χαρτοφυλακίου. Σκοπός του είναι να δείξει πως διαμορφώνεται η σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης ενός αξιοποιητέου στοιχείου που προσφέρεται για κεφαλαιακή επένδυση και που πρέπει να εξετασθεί σε συνδυασμό με άλλα αξιοποιητέα στοιχεία. Ο κίνδυνος ενός συγκεκριμένου αξιογράφου που επηρεάζει τις επιλογές του επενδυτή μετράται από την οριακή συμβολή του στον συνολικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου αγοράς.

1.2 Ορια μείωσης κινδύνου μέσω σχηματισμού χαρτοφυλακίου - Το νόημα του όρου β και της χαρακτηριστικής γραμμής

Η μετάβαση από το υπόδειγμα τιμολόγησης κεφαλαιακών αξιοποιητέων στοιχείων που αφορά χαρτοφυλάκια σε ένα άλλο ειδικό για τίτλους οδηγεί στην εξαγωγή του γνωστού όρου β. Ο όρος β αποτελεί ένα σταθμισμένο μέτρο μεταβλητότητας των

---

[17] Το νέο σύνορο αποδοτικών χαρτοφυλακίων καλείται γραμμή κεφαλαιαγοράς γιατί αντιπροσωπεύει την κεφαλαιαγορά, ολόκληρη δηλαδή την αγορά τίτλων

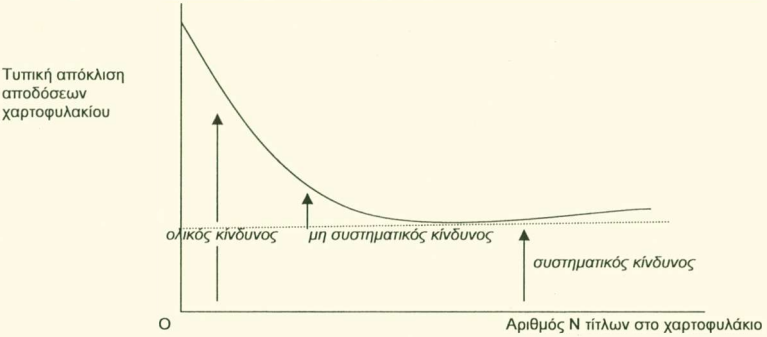
[18] Το υπόδειγμα οφείλεται στην αρχική συμβολή των W.Sharpe (1964), J.Lintner (1965), J. Mossin (1966).

αποδόσεων ενός τίτλου σε σχέση με τις αποδόσεις της αγοράς, δηλαδή όλων των τίτλων. Εξ ορισμού, όταν η τιμή του β ισούται με τη μονάδα, οι μεταβολές της απόδοσης του αντίστοιχου τίτλου ισούνται με τις μεταβολές της μέσης απόδοσης της αγοράς. Οταν το β είναι μεγαλύτερο της μονάδας, ο αντίστοιχος τίτλος είναι πιο ευμετάβλητος από την αγορά, οι αποδόσεις του δηλαδή μεταβάλλονται περισσότερο από τις αποδόσεις της αγοράς είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω. Αντίστοιχα όταν το β είναι μικρότερο της μονάδας, οι αποδόσεις του τίτλου μεταβάλλονται λιγότερο από ότι μεταβάλλονται οι μέσες αποδόσεις της αγοράς, γεγονός που σημαίνει ότι μιλάμε για ένα αξιόγραφο χαμηλού κινδύνου.

Η χαρακτηριστική γραμμή λοιπόν, εκφράζει μία συστηματική σχέση (μία σταθερή σχέση που εκφράζεται με το συντελεστή β) μεταξύ των αποδόσεων του τίτλου και των αποδόσεων της αγοράς, ασχέτως εάν οι μεταβολές των αποδόσεων του τίτλου είναι ίσες, μικρότερες ή μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες μεταβολές της αγοράς. Ο συντελεστής β καθορίζεται από όλους εκείνους τους παράγοντες που επηρεάζουν τις διακυμάνσεις των αποδόσεων ενός τίτλου σε σχέση με αυτές της αγοράς κατά συστηματικό ή μη τυχαίο τρόπο. Η έννοια του συστηματικού μπορεί να αναφέρεται σε πολιτικές (συνεπείς και συνεχείς) της διοίκησης της επιχείρησης που έχει εκδώσει τον τίτλο, αλλά και παράγοντες που επηρεάζουν εν γένει την αγορά τίτλων (οικονομική και πολιτική κατάσταση, πόλεμοι κ.α.)

Αντίθετα, η σχέση μεταξύ των αποδόσεων του τίτλου και των αποδόσεων της αγοράς που αντιπροσωπεύεται από τα σημεία εκτός της χαρακτηριστικής γραμμής εκφράζουν μη συστηματικές, τυχαίες μεταβολές (επιπτώσεις μιας απεργίας, μεταβολές του τρόπου χρηματοδότησης της εταιρείας, τεχνολογικές μεταβολές, κλπ)
Η χαρακτηριστική γραμμή, ο κίνδυνος δηλαδή του συνόλου της οικονομίας, δεν είναι δυνατό να επιμερισθεί. Ο κίνδυνος ενός τίτλου μπορεί να μετριαστεί με τη δημιουργία ενός χαρτοφυλακίου, μέχρι του σημείου που εξαντλείται ο μη συστηματικός κίνδυνος και αρχίζει ο συστηματικός κίνδυνος (βλ. Διάγραμμα Β.1).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β.8
Μείωση κινδύνου μέσω σχηματισμού χαρτοφυλακίου



Πηγή: Πειρουνάκης, 1993

2. ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Στα πλαίσια των χρηματοικονομικών συστημάτων οι πιο σοβαροί κίνδυνοι που σχετίζονται με αποτυχία της αγοράς αφορούν την ύπαρξη αθέμιτων παραγόντων, την ασύμμετρη κατανομή πληροφοριών και τις μονοπωλιακές καταστάσεις.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία, λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών τους (οι υποχρεώσεις για συντάξεις αποτελούν μακροπρόθεσμα συμβόλαια και εμπεριέχουν ένα μεγάλο κομμάτι του πλούτου των δικαιούχων), εκτίθενται σε διαφορετικής μορφής κινδύνους σε σχέση με άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως είναι λόγου χάρη οι τράπεζες.

Ο κίνδυνος από αθέμιτους παράγοντες σε ένα χρηματοοικονομικό περιβάλλον προέρχεται συνήθως από το γεγονός ότι ορισμένα νομικά ή φυσικά πρόσωπα αντλούν συμφέροντα, ή έχουν αντικρούμενα συμφέροντα που αντικατροπτίζονται στο μηχανισμό της αγοράς. Τέτοιο είδος κινδύνου συνήθως διαφαίνεται στο τραπεζικό σύστημα. Η κρίση σε μία τράπεζα μεταφέρεται και στις άλλες λόγω των διατραπεζικών συναλλαγών, αλλά και γιατί επηρεάζεται η ψυχολογία των καταθετών.

Στην περίπτωση των συνταξιοδοτικών φορέων, ο κίνδυνος από αθέμιτους παράγοντες είναι μικρότερος, λόγω κυρίως του μακροχρόνιου χαρακτήρα των υποχρεώσεων. Αθέμιτος παράγοντας μπορεί να θεωρηθεί στην περίπτωση που το κράτος παρεμβάλεται ως άμεσος εγγυητής ή ως προμηθευτής συντάξεων σε αυτούς που δεν κατέχουν. Παρόμοια, ενδέχεται να δημιουργηθούν αθέμιτοι παράγοντες με

θετικές επιδράσεις, στην περίπτωση λόγου χάρη όπου η κυβέρνηση εγκρίνει ενθαρρυντικά μέτρα για επενδύσεις μέσω της φορολογίας.

Οι μονοπωλιακές καταστάσεις επίσης απειλούν ελάχιστα τους συνταξιοδοτικούς φορείς, καθώς γενικά θεωρείται ότι η δημιουργία ενός συνταξιοδοτικού φορέα δεν αντιμετωπίζει εμπόδια εισόδου στην αγορά. Στην περίπτωση της Ελλάδας μέχρι πρόσφατα βέβαια με τη θέσπιση των επαγγελματικών ταμείων ασφάλισης δεν υπήρχε πλαίσιο δημιουργίας εταιρικών συνταξιοδοτικών φορέων, οι επίσημοι ασφαλιστικοί φορείς ήταν περιορισμένοι και η ασφάλισή σε αυτούς εξακολουθεί να είναι υποχρεωτική .

Οι σοβαρότεροι κίνδυνοι που σχετίζονται με τους συνταξιοδοτικούς φορείς μπορούν να συνοψισθούν στους ακόλουθους τέσσερις:

2.1 Ασύμμετρη κατανομή πληροφοριών

Ο κίνδυνος της ασύμμετρης πληροφόρησης αποτελεί το βασικό κίνδυνο κατά τη διαχείριση των αποθεματικών των συνταξιοδοτικών ταμείων. Η δυσκολία ή το μεγάλο κόστος που επιφέρει η απόκτηση επαρκών πληροφοριών σημαίνει ότι ο συνταξιοδοτικός φορέας είναι επιρρεπής σε απάτες και άδικη, άνιση μεταχείριση ως επενδυτής στα πλαίσια της αγοράς. Τέτοιου είδους φαινόμενα έχουν αρνητικές επιπτώσεις στους δικαιούχους, οι πόροι των οποίων δεσμεύονται για ένα μεγάλο διάστημα και επιθυμούν ικανές αποδόσεις προκειμένου να εξασφαλίσουν υψηλά επίπεδα διαβίωσης μετά τη συνταξιοδότησή τους.

2.2 Κίνδυνος μεσάζοντα διαχειριστή

Οι κίνδυνοι που απορρέουν από τους διαχειριστές συνταξιοδοτικών κεφαλαίων μπορεί να προκύψουν σε περιπτώσεις όπου τα συμφέροντα των διαχειριστών δεν ευθυγραμμίζονται με τα συμφέροντα των δικαιούχων.

Η πολυπλοκότητα των επενδυτικών στρατηγικών που συνδέονται με μακροχρόνιου ορίζοντα επενδύσεις, η ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριών ανάμεσα στους διαχειριστές και τους δικαιούχους και κατά ένα μεγάλο μέρος η νομική και κυβερνητική δομή των ταμείων δημιουργούν κατάλληλα έδαφη για ανεπάρκειες και απάτες. Χαρακτηριστικές περιπτώσεις απάτης αποτελεί η υπόθεση Maxwell στη Μ. Βρετανία, η εκμετάλλευση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων των σωματείων από το οργανωμένο έγκλημα κατά τις δεκαετίες 1960,1970 στις ΗΠΑ και πρόσφατα η

εξαφάνιση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στην πρώην Σοβιετική Ενωση. Οι πιο γνωστοί μέθοδοι απάτης είναι η μεταφορά κεφαλαίων σε προσωπικούς λογαριασμούς σε μακρινούς προορισμούς (exotic location), αλλά και προσωπικές επενδύσεις σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις. Χαρακτηριστική απάτη είναι επίσης η αύξηση του κόστους των διαχειριστικών εξόδων, τα οποία λαμβάνουν διάφορες μορφές (κόστος συναλλαγών, διαχείριση ενεργητικού κ.α). Οι αυξήσεις αυτές μάλιστα δεν είναι εμφανείς και ξεκάθαρες, καθώς μπορεί να παρουσιάζονται μαζί με άλλες υπηρεσίες και έξοδα.

2.3 Συστημικός κίνδυνος

Ο συστημικός κίνδυνος προέρχεται από τις σχέσεις των συνταξιοδοτικών φορέων με άλλους παράγοντες της αγοράς και την οικονομίας εν γένει. Μία γενική οικονομική κρίση μπορεί να επηρεάσει το οικονομικό status των εργοδοτών, να οξύνει το πρόβλημα της ανεργίας ή να αναγκάσει τους εργαζόμενους σε πρόωρη συνταξιοδότηση, να επηρεάσει αρνητικά, είτε λιγότερο είτε περισσότερο, την πορεία των παραγωγικών τομέων. Αλλά και ειδικότερα, μία κρίση στο τραπεζικό σύστημα μπορεί να οδηγήσει σε απότομη πτώση των τιμών των χρεωγράφων, να δυσχεράνει τη ρευστότητα των τραπεζών και να μειώσει το επίπεδο φερεγγυότητας. Στην έκταση δε που οι διαχειριστές συνταξιοδοτικών κεφαλαίων προέρχονται από τράπεζες, τίθεται μία γενικότερη ανησυχία σχετικά με την ικανότητα προστασίας των κεφαλαίων.

2.4 Κίνδυνος χαρτοφυλακίου ή επενδυτικός κίνδυνος

Ο κίνδυνος χαρτοφυλακίου εμπεριέχει δύο επιμέρους κινδύνους: τον μη συστηματικό ή διαφοροποιήσιμο κίνδυνο και τον συστηματικό ή κίνδυνο αγοράς. Η ορθή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου (περιορισμός παρακινδυνευμένων επενδύσεων, μη ρευστοποιήσιμων επενδύσεων κλπ) τείνει να μειώσει τον μη συστηματικό κίνδυνο, αφήνοντας μόνο τον κίνδυνο αγοράς (βλ. Παράρτημα ΙΙΙ). Ωστόσο, οι δικαιούχοι συνεχίζουν να εκτίθενται στους κινδύνους των διακυμάνσεων της αγοράς ακόμη και μετά από σωστή διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου τους, καθώτι αυτό μπορεί να οφείλεται σε ποικίλους παράγοντες όπως χαρακτηριστικά αποτελεί η μη αναμενόμενη εκτίναξη του πληθωρισμού.

Η έκθεση στους κινδύνους της αγοράς μπορεί να μετριαστεί, μέχρι κάποιο σημείο, όσο μεγαλύτερος είναι ο επενδυτικός ορίζοντας. Μπορεί ακόμη να μετριαστεί μέσω της κατανομής του κινδύνου ανάμεσα στις γενεές, συγκεντρώνοντας τις αποδόσεις

των επενδύσεων. Αυτό συνήθως γίνεται με την καταβολή εγγυήσεων από μέρους της κυβέρνησης.

Βέβαια, η παρεμβολή της κυβέρνησης μέσω εγγυήσεων δεν αποτελεί αναγκαστικά πανάκεια για τον κίνδυνο. Οι εγγυήσεις μετριάζουν τον συστηματικό κίνδυνο, συνήθως όμως εγκυμονούν άλλα προβλήματα και κινδύνους: για παράδειγμα, η εγγύηση για την καταβολή σύνταξης δημιουργεί κίνητρο σε εργαζόμενους που δεν ανήκουν στο συγκεκριμένο παραγωγικό τομέα, να καταβάλλουν το ελάχιστο στο σύστημα ποσό, προκειμένου να επωφεληθούν την ελάχιστη εγγυημένη σύνταξη. Ακόμη, οι διαχειριστές επενδύσεων μπορεί να προβούν σε ιδιαίτερα επίκινδυνες επενδυτικές τοποθετήσεις, επειδή επαναπαύονται στο γεγονός ότι υπάρχει η ελάχιστη εγγυημένη σύνταξη από το κράτος.

3. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

3.1 Τεχνικές Διαχείρισης Ενεργητικού (Asset Liability Management Techniques)

Το υποδείγμα μέσης απόκλισης που είδαμε στην πρώτη ενότητα αυτού του κεφαλαίου, υποθέτει ότι ο επενδυτής επιλέγει ένα χαρτοφυλάκιο σύμφωνα με τη μέση απόδοσή του και την αυξομείωση αυτής. Κατά τον ίδιο τρόπο στην περίπτωση της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων έχουν αναπτυχθεί διαφορετικές προσεγγίσεις σε σχέση με την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου με γνώμονα την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των συνταξιοδοτικών φορέων προς τους δικαιούχους. Οι επενδυτικές αυτές τεχνικές που αφορούν τη διαχείριση υποχρεώσεων με την έννοια που αναλύσαμε προηγουμένως, ονομάζονται τεχνικές διαχείρισης ενεργητικού (Asset Liability Management Techniques). Συγκεκριμένα:

3.1α Ανοσοποίηση (Immunization)

Τα εισοδήματα που λαμβάνονται από την επένδυση των κεφαλαίων θα πρέπει να μπορούν να αντιμετωπίσουν τις εκροές. Η διάρκεια των επενδύσεών τους φυσικά να είναι αντίστοιχη με το χρονικό ορίζοντα των εκροών. Η τεχνική της ανοσοποίησης έγκειται στο ότι ο επενδυτής προσπαθεί να πετύχει ακριβώς αυτό το σκοπό όσο το δυνατό ακριβέστερα προστατεύοντας το χαρτοφυλάκιό του απέναντι στις μεταβολές των αποδόσεων. Η πλήρης ταύτιση της διάρκειας[19] των επενδύσεων με τη διάρκεια

[19] *Διάρκεια Χαρτοφυλακίου*

Υποθέτουμε ότι m αντιπροσωπεύει τίτλους σταθερού εισοδήματος με τιμές και διάρκεια Pi και Di, αντίστοιχα με i =1,2,....,m και με ίδια αναμενόμενη απόδοση. Η αξία και η διάρκεια του χαρτοφυλακίου υπολογίζονται ως εξής :

των εκροών αποτελεί τη Ταυτοποίηση (Matching). Με την ταυτοποίηση, η αξία του χαρτοφυλακίου και η παρούσα αξία των εκροών θα ανταποκριθούν το ίδιο σε μία μεταβολή της απόδοσης, λόγω π.χ. μεταβολής των επιτοκίων.

Η τεχνική της ανοσοποίησης μπορεί να γίνει κατανοητή με το πιο κάτω παράδειγμα : Υποθέτουμε ότι ένας συνταξιοδοτικός φορέας κατέχει ένα χαρτοφυλάκιο ομολόγων το οποίο θα χρησιμοποιήσει για να καλύψει τις υποχρεώσεις του απέναντι στους δικαιούχους του. Θεωρούμε ότι ο φορέας για τον οποίο συζητάμε έχει να διεκπεραιώσει μία εκροή ενός εκατομμυρίου ευρώ σε δέκα χρόνια και στο χαρτοφυλάκιο του είναι διαθέσιμα τα ομόλογα A,B,C με δεδομένα του Πίνακα Β.1:

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1
Η Τεχνική της Ανοποίησης (1)

ΟΜΟΛΟΓΟ	ΤΟΚΟΜΕΡΙΔΙΟ	ΩΡΙΜΑΝΣΗ	ΤΙΜΗ	ΑΠΟΔΟΣΗ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ
A	6%	30 χρόνια	69,04	9%	11,44
B	11%	10 χρόνια	113,01	9%	6,54
C	9%	20 χρόνια	100,00	9%	9,61

Πηγή: Συγγραφέας

P = P1+P2+.....+Pm

D = W1D1+W2D2+.....+WmDm,

όπου Wi = Pi / (P1+P2+.....+Pm), i =1,2,....,m

Π.χ.

ΟΜΟΛΟΓΟ	ΑΞΙΑ ΑΓΟΡΑΣ	ΒΑΡΟΣ ΣΤΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟ	ΔΙΑΡΚΕΙΑ
A	€10 εκατ.	0,10	4
B	€40 εκατ.	0,40	7
C	€30 εκατ.	0,30	6
D	€20 εκατ.	0,20	2

Διάρκεια χαρτοφυλακίου = 0,1X4+0,4 X 7+0,3 X 6+0,2 X 2 = 5,4 που σημαίνει ότι εάν όλες οι αποδόσεις που επηρεάζουν τα τέσσερα ομόλογα μεταβληθούν κατά 100 ποσοστιαίες μονάδες, η αξία του χαρτοφυλακίου θα μεταβληθεί κατά 5,4% περίπου.

Η πιο απλή προσέγγιση απαιτεί την επένδυση σε ένα ομολογιακό χαρτοφυλάκιο αξίας ίσης με την παρούσα αξία των μελλοντικών εκροών (συντάξεων). Αυτή η προσέγγιση δεν μας καλύπτει ως προς τον επιτοκιακό κίνδυνο γιατί σε περίπτωση ανόδου των επιτοκίων το αρχικό κεφάλαιο θα έχει μικρότερη παρούσα αξία. Ετσι ο τρόπος για να διασφαλιστούμε απαιτεί την ταυτοποίηση της διάρκειας των υποχρεώσεων με τη διάρκεια της επένδυσης στο ομολογιακό χαρτοφυλάκιο. Κατά αυτό τον τρόπο ανοσοποιούμαστε έναντι του επιτοκιακού κινδύνου αφού η ευαισθησία των απαιτήσεων και υποχρεώσεων (παρούσα αξία) είναι η ίδια έναντι των μεταβολών των επιτοκίων.

Βάσει των παραπάνω στοιχείων η παρούσα αξία της εκροής με απόδοση 9% είναι € 414.643. Υποθέτουμε ότι χρησιμοποιούμε τα ομόλογα Α και Β με αξίες V1 και V2 αντίστοιχα,

$V_1 + V_2 = PV$

$P_1V_1+P_2V_2 = 10 \times PV$, που μας δίνει V_1=292.788,64, V_2=121.854,78

Σε διαφορετικές αποδόσεις (8% και 10%), η αξία του χαρτοφυλακίου σχεδόν συμφωνεί με την αξία της εκροής. Πράγματι, η αξία του ομολόγου Α συν την αξία του ομολόγου Β σε διαφορετικές αποδόσεις 8% και 10% δίνουν άθροισμα 457.949 και 378.051,68 αντίστοιχα, αξία που σχεδόν ταυτοποιείται με την αξία της εκροής στις ίδιες αποδόσεις.

Η διαδικασία της ταυτοποίησης παρουσιάζει ορισμένες δυσκολίες. Είναι αναγκαίος ο επαναπροσδιορισμός της διαδικασίας της ανοσοποίησης (re-immunize) ανά διαστήματα, καθώς η σχέση διάρκειας και απόδοσης είναι θετική. Η αύξηση των επιτοκίων μειώνει την απόδοση των ομολόγων και επομένως τη διάρκεια (duration) του χαρτοφυλακίου, η μείωση των επιτοκίων αυξάνει την απόδοση των ομολόγων και επομένως τη διάρκεια του χαρτοφυλακίου.

Ακόμη, η μέθοδος της ανοσοποίησης υποθέτει ότι όλες οι αποδόσεις είναι σταθερές. Πράγματι ο ορισμός της απόδοσης από μόνος του θεωρεί ότι η προεξόφληση των υποχρεώσεων γίνεται βάσει ενός σταθερού επιτοκίου, στατιστική προσέγγιση που στηρίζεται στην απόδοση των επενδύσεων την παρούσα στιγμή t=0 και για το μέλλον. Κάτι τέτοιο όμως στην πραγματικότητα δεν συμβαίνει καθώς το προεξοφλητικό επιτόκιο κατά την πάροδο του χρόνου (t=1,2,...n) συνεχώς μεταβάλλεται.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.1
Η Τεχνική της Ανοποίησης (2)

ΑΠΟΔΟΣΗ	9.0	8.0	10.0
ΟΜΟΛΟΓΟ Α			
ΤΙΜΗ	69,04	77,38	62,14
ΜΕΡΙΔΙΑ	4.241	4.241	4.241
ΑΞΙΑ	292.788,64	328.168,58	263.535,74
ΟΜΟΛΟΓΟ Β			
ΤΙΜΗ	113,01	120,39	106,23
ΜΕΡΙΔΙΑ	1.078	1.078	1.078
ΑΞΙΑ	121.854,78	129.780,42	114.515,94
ΑΞΙΑ ΕΚΡΟΗΣ	414.642,86	456.386,95	376.889,48
ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ	-19,44	1.562,05	1.162,20

Πηγή: Συγγραφέας

Επίσης, όταν μεταβάλλεται το επιτόκιο βάσης που η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα ή η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ ανακοινώνουν, είναι σχεδόν απίθανο ότι οι αποδόσεις όλων των ομολόγων θα μεταβληθούν κατά το ίδιο ποσοστό (δεν είναι λογικό να πούμε ότι η καμπύλη των επιτοκίων θα μετατοπιστεί γραμμικά). Τα μακρινά επιτόκια επηρεάζονται περισσότερο από τις πληθωριστικές προσδοκίες παρά από το επίσημο παρεμβατικό επιτόκιο των κεντρικών πιστωτικών οργανισμών.

3.2 Τεχνικές περιορισμού κινδύνου ελλείματος (Shortfall Risk)

Για πολλά χρόνια οι στρατηγικές διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων επικεντρώνονταν περισσότερο στη μεγιστοποίηση των μακροπρόθεσμων αναμενόμενων αποδόσεων παρά στην ελαχιστοποίηση των επενδυτικών κινδύνων. Μια διαφορετική προσέγγιση στο θέμα της διαχείρισης εστιάζει στην ελαχιστοποίηση του κινδύνου να σημειωθεί απόδοση χαμηλότερη από κάποια απόδοση στόχο. Στην

περίπτωση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων ο στόχος αυτός είναι η διατήρηση ενός ελάχιστου ποσού φερεγγυότητας ή η καταβολή της ελάχιστης σύνταξης.

Στις τεχνικές διαχείρισης υποχρεώσεων δίνεται έμφαση στις αυξομειώσεις των τιμών των αξιογράφων, ενώ στις Τεχνικές Περιορισμού Κινδύνου Ελλείματος δίνεται έμφαση στον περιορισμό των προς τα κάτω κινήσεων. Η έννοια της απώλειας (Shortfall Risk) αναφέρεται στην περίπτωση όπου το διαθέσιμο κεφάλαιο είναι μικρότερο από το κεφάλαιο που απαιτείται γαι να εκπληρωθεί μία υποχρέωση.

Ο κίνδυνος ελλείματος συνήθως αντιμετωπίζεται με τον καθορισμό μιας στρατηγικής αντιστάθμισης (hedging strategy). Αυτή η στρατηγική έχει σκοπό να προστατεύσει τις επενδύσεις από τις μεταβολές των τιμών και να εξασφαλίσει το κεφάλαιο που απαιτείται για να εκπληρωθεί μία υποχρέωση στο μέλλον. Η τέλεια αντιστάθμιση (perfect hedge) αναφέρεται στο πλήρη μηδενισμό του κινδύνου και δεν περιλαμβάνει το κόστος της στρατηγικής .

3.2α Κερδοσκοπικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Hedge Funds)

Τα hedge funds, ή κερδοσκοπικά επενδυτικά κεφάλαια όπως μεταφράζονται στην ελληνική, αποκτούν όλο και περισσότερο ενδιαφέρον, ειδικά σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες που υστερούν έναντι των Ηνωμένων Πολιτειών στις χρηματοοικονομικές καινοτομίες και χαρακτηρίζονται από ένα γενικότερο ασφυκτικό ρυθμιστικό πλαίσιο.

Ο χώρος των κερδοσκοπικών επενδυτικών κεφαλαίων έχει σημειώσει θεαματική ανάπτυξη τα τελευταία οκτώ χρόνια, τόσο όσον αφορά τον αριθμό τους όσο και τα κεφάλαια που διαχειρίζονται. Είναι χαρακτηριστικό ότι το 1999 τα hedge funds στο σύνολό τους διαχειρίζονταν περίπου 150 δισεκατομμύρια δολλάρια διεθνώς. Το ποσό αυτό ξεπέρασε το ένα τρισεκατομμύριο δολλάρια το πρώτο τρίμηνο του 2005 αγνοώντας τις απώλειες του θρυλικού hedge fund Long Term Capital Management, το φθινόπωρο του 1998 - το οποίο λόγω της πολυπλοκότητας και της μεγάλης έκτασης των επενδύσεων παρολίγο να οδηγήσει σε κρίση το διεθνές χρηματοοικονομικό σύστημα[20] - και την παρατεταμένη ύφεση της αμερικανικής οικονομίας κατά την περίοδο 2001-2003.

---

[20] Αξίζει να σημειωθεί ότι για την αποφυγή της χρεοκοπίας του χρειάστηκε να παρέμβει η Κεντρική Τράπεζα της Αμερικής και να οργανώσει ένα συνδικάτο τραπεζών, με σκοπό την εισροή περίπου 4 δισεκατομμυρίων δολλαρίων, ώστε να μπορέσει να διατηρήσει τις επενδυτικές της στρατηγικές για κάποιο χρονικό διάστημα και να αποφύγει την άμεση ρευστοποίηση τους, κάτι που θα δημιουργούσε αλυσιδωτά προβλήματα στους επενδυτικούς και τραπεζικούς οργανισμούς παγκοσμίως.

Τα hedge funds αποτελούν επενδύσεις υψηλού ρίσκου και υψηλής απόδοσης. Μοιάζουν με τα αμοιβαία κεφάλαια γιατί αφενός είναι καθιερωμένες πρακτικές και αφετέρου γιατί επενδύουν σε δημόσια διαπραγματεύσιμους τίτλους. Η διαφορά τους έγκειται στο ότι τα αμοιβαία κεφάλαια βασίζονται σε ένα δείκτη. Εάν ο δείκτης σημειώνει απώλειες της τάξης του 10% και το αμοιβαίο σημειώνει απώλειες της τάξης του 7%, η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου θεωρείται επιτυχής. Επομένως, η επενδυτική φιλοσοφία των hedge funds έγκειται στο ότι επιδιώκουν απόλυτες θετικές αποδόσεις[21] και δεν σχετίζουν τις αποδόσεις τους με τις αποδόσεις ενός χρηματιστηριακού δείκτη ή ενός άλλου δείκτη αναφοράς. Εχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν δανειακές εγγυήσεις - δηλαδή να δανειστούν και να επενδύσουν πολλαπλάσια ποσά σε σχέση με τα αρχικά τους επενδυτικά κεφάλαια - και να πουλήσουν short- δηλαδή να δανειστούν ένα αξιόγραφο και να το πουλήσουν[22].

Τα hedge funds σχετίζονται με την ενεργητική διαχείριση (βλ. Ενότητα 4.2β) Χαρακτηρίζονται δε, από χαμηλή ή και αρνητική συσχέτιση με άλλες επενδυτικές κατηγορίες. Αντίθετα με τα αμοιβαία κεφάλαια που βασίζονται μόνο σε αποφάσεις αγοράς ή πώλησης (long), τα hedge fund χρησιμοποιούν διάφορες μεθόδους για να πετύχουν τις απόλυτες αποδόσεις όπως short selling[23], συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα, leverage[24], arbitrage[25] και αντιστάθμιση κινδύνου (hedging) στρατηγική που συνδέεται με τη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων όπως εξετάσαμε παραπάνω. Επομένως, οι βασικοί λόγοι επένδυσης σε hedge funds σχετίζονται με τις υπεραποδόσεις και τη διαφοροποίηση.

Οι στρατηγικές που ακολουθούνται στην περίπτωση των κερδοσκοπικών επενδυτικών κεφαλαίων επιδιώκουν να κερδίσουν σε απόδοση με την έκθεση χαρτοφυλακίου σε έναν ή περισσότερους παράγοντες κινδύνου, τους οποίους οι διαχειριστές θεωρούν ότι μπορούν να εκτιμήσουν και να ελέγξουν σε σημαντικό βαθμό. Οι στρατηγικές αυτές επίσης στοχεύουν να εκμεταλλευτούν κάποια δυσλειτουργία ή αναποτελεσματικότητα της αγοράς να αποτιμήσει σωστά τις τιμές των συγκεκριμένων αξιογράφων.

---

[21] Επιδιώκουν 6 με 9% ετήσια απόδοση ασχέτως των συνθηκών της αγοράς

[22] Η ταυτόχρονη αγορά κάποιων αξιών και η πώληση κάποιων άλλων έχει σημαντικά οφέλη για τους επενδυτές του χαρτοφυλακίου. Πρώτον το χαρτοφυλάκιο αποκτά σχεδόν μηδενική συσχέτιση με τον γενικό δείκτη της κεφαλαιαγοράς. Αυτό σημαίνει ότι το χαρτοφυλάκιο μπορεί να έχει θετικές αποδόσεις ακόμα και σε περιόδους όπου η κεφαλαιαγορά σημειώνει αρνητικές. Δεύτερον, η ταυτόχρονη πώληση και αγορά αξιών βοηθά στο να χρηματοδοτηθεί η αγορά αυτών των αξιών, έστω και μερικά από την πώληση άλλων. Η συνέπεια είναι ότι το ύψος των καθαρών κεφαλαίων που δεσμεύονται από τις επενδύσεις του χαρτοφυλακίου είναι συχνά πολύ χαμηλό.

[23] Η πώληση ενός χρεωγράφου που δεν κατέχουμε για να την αγοράσουμε στο μέλλον σε χαμηλότερη τιμή

[24] Δανεισμός χρημάτων για επενδυτικούς σκοπούς

[25] Ταυτόχρονη αγορά και πώληση ενός χρεωγράφου για αντιστάθμιση ενδεχόμενης απώλεια

Τα μειονεκτήματα τους έγκειται κυρίως στο υψηλό κόστος (συνήθως η χρέωση φθάνει το 1 με 2% του διαχειριζόμενου κεφαλαίου, επιπλέον περίπου 20% των επενδυτικών κερδών). Η ρευστοποίηση επίσης (η ανάληψη των επενδυόμενων κεφαλαίων ανά πάσα στιγμή) είναι δύσκολη, καθώς πολλά από αυτά είναι χρονικά κλειδωμένα. Επιπρόσθετα δεν υπάρχει σχετικό νομοθετικό πλαίσιο λόγω του ότι δεν είναι ανοικτά στο ευρύ επενδυτικό κοινό αλλά μόνο σε πελάτες υψηλού εισοδήματος και δεν διαφημίζονται. Ακόμη οι υψηλές αποδόσεις δεν είναι εγγυημένες ενώ οι πραγματοποιούμενες υπεραποδόσεις συνήθως συνδέονται με μεμονωμένους διαχειριστές 'αστέρες' του χρηματοοικονομικού χώρου.

Υπολογίζεται ότι περίπου το 44% των κεφαλαίων των hedge funds προέρχεται από άτομα ιδιαίτερου υψηλού πλούτου, το 24% από ειδικά χαρτοφυλάκια επενδεδυμένα σε μία σειρά hedge funds, τα λεγόμενα funds of hedge funds, το 15% από θεσμικούς επενδυτές, το 9% από συνταξιοδοτικά ταμεία και το υπόλοιπο 8% από κληροδοτήματα και ιδρύματα. Τα παραπάνω ποσοστά δείχνουν ότι, παρά τη θεαματική ανάπτυξη του χώρου, σχεδόν το μισό των κεφαλαίων που διαχειρίζονται τα hedge funds προέρχονται από τα πλέον πλούσια άτομα του πλανήτη. Αυτό δεν είναι τυχαίο. Οι λόγοι σχετίζονται τόσο με τη μορφή αυτών των επενδυτικών σχημάτων όσο και με το θεσμικό τους πλαίσιο. Τα περισσότερα hedge funds προϋποθέτουν ελάχιστη επένδυση ενός εκατομμυρίου δολλαρίων και για κάποια το ελάχιστο όριο είναι ακόμη υψηλότερο. Επίσης, κατά κανόνα, επενδύουν σε ριψοκίνδυνα αξιόγραφα ή στρατηγικές και συχνά χρησιμοποιούν υψηλό βαθμό μόχλευσης. Είναι αυτά ακριβώς τα χαρακτηριστικά που τα καθιστούν μη προσβάσιμα και ακατάλληλα επενδυτικά μέσα για τους μικρού και μεσαίου μεγέθους επενδυτές.

4.1 Βασικά βήματα

Ο κύριος στόχος της επένδυσης κεφαλαίων μεγάλων οργανισμών, όπως είναι οι συνταξιοδοτικοί/ασφαλιστικοί φορείς είναι η μεγιστοποίηση της σχέσης απόδοσης /κινδύνου μέσα από ορθά διαφοροποιημένα και αποδοτικά χαρτοφυλάκια, ακριβώς όπως περιγράψαμε παραπάνω. Το βασικό σημείο στη διαχείριση των κεφαλαίων των ασφαλιστικών φορέων είναι η κατανόηση των *επενδυτικών στόχων* και *προτιμήσεων* αλλά κυρίως *των περιορισμών* που δημιουργούνται από τη φύση *των υποχρεώσεων (liabilities)* που πρέπει να εκπληρωθούν. Κατανοώντας τα τρία αυτά χαρακτηριστικά μπορούμε να εξειδικεύσουμε την επενδυτική μας στρατηγική κατά τρόπο που να εμπνέει εμπιστοσύνη αποφεύγοντας επιβαρύνσεις στα χαρτοφυλάκια διαχείρισης με συχνές αλλαγές στις θέσεις τους.

Βάσει αυτού του σκεπτικού καταγράφουμε τα παρακάτω βήματα:

4.1α Καταγραφή υποχρεώσεων

Η υποχρέωση αποτελεί μία χρηματική εκροή σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή προκειμένου να εκπληρωθούν οι συμβατικοί όροι του φορέα έναντι των δικαιούχων του. Στη συγκεκριμένη περίπτωση ο συνταξιοδοτικός φορέας αναλαμβάνει την ευθύνη εκπλήρωσης του κοινωνικού στόχου του που είναι να καταβάλει σύνταξη στους δικαιούχους συνταξιούχους. Σε αυτά τα πλαίσια, ο φορέας θα επιδιώξει από τα επενδυόμενα κεφάλαιά του μία ικανοποιητική απόδοση και ένα επαρκές πλεόνασμα επί των υποχρώσεών του.

Η φύση των υποχρεώσεων είναι το κλειδί στο να κατανοήσουμε πως οι μεγάλοι οργανισμοί διαφέρουν στη διαχείριση των κεφαλαίων τους αλλά και πως καθορίζονται σημαντικά θέματα όπως είναι η ρευστότητα.

4.1β Καταγραφή στόχων

Οσον αφορά τους στόχους είναι αναγκαίο να αξιολογηθεί όπως εξετάσαμε και στη προηγούμενη ενότητα η θέση του φορέα-επενδυτή έναντι του ανταλλάγματος (trade-off) 'απόδοση - κινδύνου', δηλαδή πόσο κίνδυνο είναι διαθετειμένος να ανεχθεί ή να αναλάβει για δεδομένη απόδοση.

4.1γ Καταγραφή περιορισμών

Σχετικά με τους περιορισμούς που διακρίνονται κατά την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου αυτοί σχετίζονται με τη ρευστότητα, τον επενδυτικό ορίζοντα, τον πληθωρισμό, τις νομοθετικές - φορολογικές ρυθμίσεις και διατάξεις και τους τρόπους λογιστικής απεικόνισης των περιουσιακών στοιχείων προς αξιοποίηση.

Ολοι αυτοί οι περιορισμοί συνδέονται με τη φύση των υποχρεώσεων και επηρεάζουν την επιλογή του άριστου χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα: Οσον αφορά τη *ρευστότητα* οι επενδύσεις σε ρευστοποιήσιμα προϊόντα (π.χ.μετοχές εισηγμένων εταιρειών) παρέχουν τη δυνατότητα ρευστοποίησης σε περίπτωση απόσυρσης τμηματικά ή μαζικά μεγάλων κονδυλίων για την καταβολή άμεσων υποχρεώσεων προς τους δικαιούχους, όπως είναι λόγου χάρη η καταβολή του εφάπαξ.

Ο *επενδυτικός ορίζοντας* συνδέεται άμεσα με την προκαθορισμένη ημερομηνία ρευστοποίησης της επένδυσης, πράγμα που σημαίνει ότι η ημερομηνία λήξεως της προγραμματισμένης επένδυσης πρέπει να συμπέσει με την ημερομηνία καταβολής της υποχρέωσης. Αυτό σημαίνει αφενός ότι οι κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας πρέπει να τηρούνται αλλά και η δομή των αξιογράφων μέσα στο χαρτοφυλάκιο πρέπει να είναι τέτοια ώστε τα εισοδήματα που λαμβάνονται από την επένδυση αυτών να μπορούν να αντιμετωπίσουν τις εκροές και η διάρκεία τους φυσικά να είναι αντίστοιχη με το χρονικό ορίζοντα των εκροών.

Οι *πληθωριστικές πιέσεις* σχετίζονται με την ανάγκη επιλογής χαρτοφυλακίων με προϊόντα που μπορούν να προσφέρουν αντιστάθμιση (hedge). Τέτοιου είδους προϊόντα μπορεί να είναι τα ομόλογα με κυμαινόμενο επιτόκιο που συνδέονται με τον πληθωρισμό, οι μετοχές και οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία (real estate).

Η *φορολογία* και οι σχετικές φορολογικές ρυθμίσεις επηρεάζουν την επενδυτική στάση έναντι του ανταλλάγματος 'απόδοσης - ρίσκου'. Η επιβολή λόγου χάρη φόρου

20% στην αγοραπωλησία ακινήτων στην Ελλάδα αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα επένδυσης σε ακίνητη περιουσία.

Τέλος, ο τρόπος της λογιστικής απεικόνισης των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μην αποδίδει πιστά την πραγματική τους αξία και επομένως τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να αποτιμώνται σε αγοραίες αξίες. Βέβαια η ίδια η αποτίμηση μπορεί να είναι προβληματική σε περιπτώσεις μη ρευστών στοιχείων όπως είναι τα δάνεια, τα έργα τέχνης αλλά και τα στοιχεία ακίνητης περιουσίας.

4.2 Καταγραφή επενδυτικής στρατηγικής

Ο καθορισμός του συνόρου βέλτιστων επιλογών εξαρτάται από το πως κατανέμονται οι πιθανές σχέσεις απόδοσης – κινδύνου με την έννοια ότι κάτω από το σύνορο αυτό η επενδυτική τοποθέτηση είναι ανεπαρκής (ο κίνδυνος μπορεί να μειωθεί ή η απόδοση να αυξηθεί χωρίς μεταβολή στην άλλη μεταβλητή). Το άριστο χαρτοφυλάκιο χαρακτηρίζεται από την ιδανική σχέση απόδοσης- κινδύνου που ικανοποιεί τις υποχρεώσεις κάτω από τους συγκεκριμένους περιορισμούς που φανερώνουν τον αποδεκτό βαθμό κινδύνου του επενδυτή /δικαιούχου.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω καταγράφεται η πλέον κατάλληλη επενδυτική στρατηγική, ο τρόπος δηλαδή με τον οποίο θα πραγματοποιηθεί η κατανομή των κεφαλαίων στις επιμέρους επενδύσεις, προκειμένου να επιτευχθεί η καλύτερη δυνατή σχέση απόδοσης/κινδύνου. Η αρχική σκέψη αφορά την επιλογή των κατηγοριών των επενδυτικών προϊόντων που θα συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο. Στην περίπτωση της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, τα προϊόντα αυτά αφορούν κυρίως μετοχές, ομόλογα, ακίνητη περιουσία και αξιόγραφα της διεθνούς χρηματαγοράς και κεφαλαιαγοράς (βλ. Ενότητα 4.3).

Παράλληλα, καταγράφονται οι συνθήκες της αγοράς βάσει των ιστορικών στοιχείων που αφορούν μακροοικονομικές και χρηματοοικονομικές μεταβλητές, καθώς και των προβλέψεων που προσδιορίζουν τις προσδοκίες σχετικά με τις αποδόσεις των επενδύσεων στα πλαίσια του χρονικού ορίζοντα των εκροών.

4.2α Στρατηγική και Τακτική Κατανομή

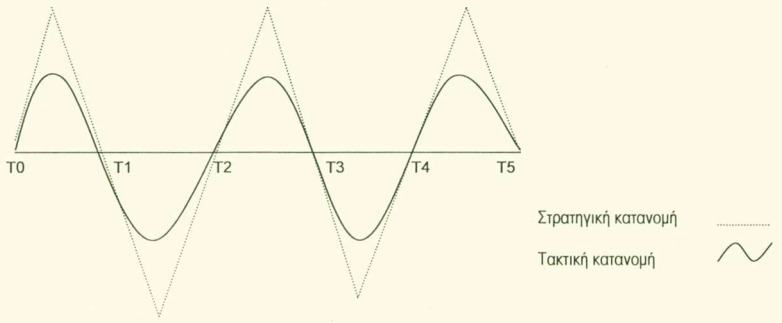
Η επενδυτική διαδικασία διακρίνεται σε Στρατηγική και Τακτική κατανομή. Η στρατηγική κατανομή επενδύσεων (strategic asset allocation) αποτελεί την πιο σημαντική παράμετρος στον καθορισμό της επενδυτικής διαδικασίας δεδομένου ότι

από αυτή προέρχεται το μεγαλύτερο μέρος της μεταβλητότητας της απόδοσης. Αποτελεί μακροπρόθεσμη επιλογή, συνήθως από τρία έως πέντε έτη εκτός και αν μεταβληθούν σημαντικά τα οικονομικά δεδομένα ή το προφίλ και οι ανάγκες του επενδυτή. Απαιτείται η μελέτη των ιστορικών δεδομένων, ώστε να προβλεφθούν οι αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις και συνδιακυμάνσεις. Βάσει αυτής, αριστοποιούμε το χαρτοφυλάκιο ώστε να ελαχιστοποιείται ο κίνδυνος, με δεδομένο το επίπεδο αναμενόμενης απόδοσης.

Η τακτική κατανομή επενδύσεων (tactical asset allocation) αποτελεί βραχυχρόνια στρατηγική και πραγματοποιείται ως περιοδική απόκλιση από τη στρατηγική κατανομή με λήψη υπέρβαρης (overweight) ή υπόβαρης (underweight) θέσης. Στο σημείο αυτό, απαιτείται η μελέτη της σχέσης απόδοσης/κινδύνου για κάθε επενδυτική κατηγορία και του κόστους της ανακατανομής. Ο ρόλος της τακτικής κατανομής ενισχύεται από την επενδυτική ομάδα στις περιπτώσεις όπου ακριβείς βραχυπρόθεσμες προβλέψεις (δραστικές αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς) αποκλίνουν από τις μακροπρόθεσμες προβλέψεις που είχαν αρχικά προταθεί από την διαδικασία της στρατηγικής κατανομής .

Παρακάτω (βλ. Διάγραμμα Β.2) αποδίδεται διαγραμματικά η λειτουργία των δύο κατανομών. Η ευθεία γραμμή αντιπροσωπεύει την στρατηγική κατανομή η οποία θεωρούμε ότι έχει καθοριστεί για ένα διάστημα πέντε ετών από Τ0 σε Τ5. Η καμπύλη γραμμή αντιπροσωπεύει τη τακτική κατανομή (δηλαδή τις αποκλίσεις από τη στρατηγική κατανομή) και διαγράφεται ανά τακτά χρονικά διαστήματα είτε προς τα πάνω είτε προς τα κάτω, αλλά πάντα με την προϋπόθεση ότι θα επιστρέψει στην προκαθορισμένη στρατηγική κατανομή.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β.2
Στρατηγική & Τακτική Κατανομή



Πηγή: Συγγραφέας

Ένας συνδυασμός τακτικής και στρατηγικής κατανομής διαθεσίμων συνήθως υιοθετείται στη διαχείριση χαρτοφυλακίων που επενδύουν σε μη ώριμες αγορές. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των αγορών αυτών δεν συνιστούν μακροπρόθεσμη ανάπτυξη κεφαλαίων, μέσω αποκλειστικής χρήσης της μεθοδολογίας της στρατηγικής κατανομής .

4.2β Παθητική και Ενεργητική Διαχείριση

Η επενδυτική διαδικασία διακρίνεται ακόμη σε Παθητική και Ενεργητική Διαχείριση. Η παθητική διαχείριση έγκειται στην παρακολούθηση της αγοράς. Η απόδοση των προϊόντων παθητικής διαχείρισης (index funds) καθορίζεται σε αναλογία/συνάρτηση/εξάρτηση με ένα καθορισμένο δείκτη, ο οποίος περιλαμβάνει μετοχές των οποίων το βάρος είναι ανάλογο του βάρους της κεφαλαιοποίησης τους. Ανάλογα με το επενδυτικό προφίλ του χαρτοφυλακίου, η επιλογή του βάρους (overweight-underweight) μιας μετοχής ή κλάδου στο χαρτοφυλάκιο κυμαίνεται σε ένα προαποφασισμένο ποσοστό (± %) σε σχέση με το ποσοστό που διατηρεί η συγκεκριμένη μετοχή ή ο κλάδος σε ένα δείκτη σύγκρισης. Ο διαχειριστής παρακολουθεί τις αποδόσεις του σε σχέση με αυτό το δείκτη και δεν προσπαθεί να 'νικήσει' την αγορά, να πετύχει δηλαδή αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αποδόσεις της αγοράς. Η έννοια της παθητικής διαχείρισης στηρίζεται στην υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών, βάσει της οποίας η αγορά ενσωματώνει και αντανακλά πλήρως όλες τις επενδυτικές πληροφορίες[26].

Αντίθετη της παθητικής διαχείρισης είναι η ενεργητική διαχείριση μέσω της οποίας ο διαχειριστής αναζητά ευκαιρείες για να πετύχει αποδόσεις μεγαλύτερες από τις αποδόσεις της αγοράς. Στην περίπτωση αυτή, η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς δεν ισχύει και η δυνατότητα υπερκέρδους είναι δυνατή στα πλαίσια της αγοράς με τον εντοπισμό ευκαιρειών (επένδυση σε μετοχές που θεωρεί ο

[26] Μία αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά όταν υπάρχουν πολλοί επενδυτές, η απόκτηση της πληροφορίας δεν έχει κόστος και η νέα πληροφορία ενσωματώνεται άμεσα στις τιμές μέσω προσφοράς και ζήτησης. Ακόμη, οι τιμές περιλαμβάνουν όλες τις σχετικές πληροφορίες (κέρδη, μερίσματα,οικονομική συγκυρία κλπ) και η πληροφορία φθάνει στην αγορά με τυχαίο τρόπο και η αναγγελία αναμενόμενης είδησης δεν μεταβάλει τις τιμές. Η άμεση προσαρμογή σημαίνει τη μη δυνατότητα αποκομιδής υπερκέρδους (επομένως οι επενδυτές δεν αναμένουν υπερκέρδη)
Η αποτελεσματική αγορά μπορεί να λάβει τρεις μορφές : ασθενή, ημι-ισχυρή και ισχυρή. Στην ασθενή μορφή οι παρούσες τιμές έχουν ενσωματώσει όλη την πληροφορία και δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για προβλέψεις οι οποίες θα αποφέρουν υπερκέρδη. Στην ημι-ισχυρή μορφή : οι τιμές ενσωματώνουν όλη τη δημοσιευμένη πληροφόρηση. Στην Ισχυρή μορφή οι τιμές ενσωματώνουν όλη τη δημοσιευμένη και την εσωτερική πληροφόρηση
Σχετικά με την έννοια της αποτελεσματικής αγοράς είναι πολύ σημαντικό να σημειωθεί ότι η υπόθεση δεν απορρίπτει τη συμβουλή των επαγγελματιών και δεν υποστηρίζει την τυχαία επιλογή μετοχών

διαχειριστής ότι είναι υποτιμημένες)[27]. Η πρακτική της ενεργητικής διαχείρισης χρησιμοποιείται πρωτίστως σε χαρτοφυλάκια με επιθετικό προφίλ, τα οποία δεν παρακολουθούν παθητικά κάποιο συγκεκριμένο δείκτη σύγκρισης.

4.2γ Παθητική vs Ενεργητικής διαχείρισης - Η λειτουργία των index funds

Εχουν πραγματοποιηθεί πολλές μελέτες γύρω από την παθητική και την ενεργητική διαχείριση, ιδιαίτερα κατά τη δεκαετία του '70. Σύμφωνα με τα στοιχεία που έχουν προκύψει έχει διαπιστωθεί πως η ενεργητική διαχείριση δεν έχει αποδώσει τα αναμενόμενα καθώς ως επί το πλείστον οι επενδυτές αποδίδουν λιγότερο από ότι η αγορά.

Η παθητική διαχείριση από την άλλη σημειώνει μεγαλύτερες αποδόσεις και ενδείκνυται στη διαχείριση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Αλλωστε, οι ενεργοί διαχειριστές δεν υπόσχονται αποδόσεις, αντίθετα οι παθητικοί διαχειριστές υπόσχονται να ακολουθήσουν ένα συγκεκριμένο δείκτη. Εφαρμογή της παθητικής διαχείρησης αποτελούν τα index funds. Το πρώτο index fund λειτούργησε το 1972 στις ΗΠΑ και από τότε η μέθοδος τυγχάνει μεγάλης ανάπτυξης. Η αποτελεσματικότητα των index funds οφείλειται σε μια σειρά από παράγοντες :

Συγκεκριμένα, τα προϊόντα αυτά είναι πολύ απλά στη διαχείρισή τους δεδομένου ότι δεν επηρεάζονται από τις μεταβολές των τιμών - για αυτό και θεωρούνται ιδανικά για αντιστάθμισμα έναντι του πληθωρισμού - και δεν απαιτούνται συναλλαγές πέρα από τις πλέον απαραίτητες (περιπτώσεις συγχωνεύσεων, είσοδος/έξοδος μετοχών από το δείκτη κλπ). Οι διαχειριστές δεν προσβλέπουν στη βελτίωση της σχέσης απόδοσης/κινδύνου μέσω προβλέψεων σχετικά με τις αποδόσεις. Απλά βασίζονται στην εξέλιξη της πορείας του δείκτη.

Τα ανωτέρω διαπιστώνουμε στον Πίνακα Β.2 όπου παρουσιάζεται το κόστος των συναλλαγών, η αμοιβή διαχειριστή και τα τρέχοντα έξοδα στις ΗΠΑ στην περίπτωση της ενεργητικής διαχείρισης και στην περίπτωση της παθητικής διαχείρισης. Οπως διαπιστώνουμε, η παθητική διαχείριση σημειώνει σαφώς χαμηλότερο κόστος γιατί δεν πραγματοποιείται πρόβλεψη αποδόσεων και δεν υπάρχει το κόστος συλλογής πληροφοριών. Στην περίπτωση της ενεργητικής διαχείρισης όσο πιο

[27] Να σημειώσουμε ότι η διαχείριση enhanced indexing συγκεράζει τις απόψεις των υποστηρικτών και της ενεργητικής και της παθητικής διαχείρισης. Στα πλαίσια αυτής της μεθόδου διαχείρισης απαιτείται ένα ελάχιστο ύψος κεφαλαίου για τη σωστή διαφοροποίηση και την επίτευξη χαμηλού κόστους.

αναποτελεσματική είναι η αγορά τόσο πιο δύσκολο είναι για τους ενεργητικούς διαχειριστές να πετύχουν υπεραπαδόσεις και αυτό καθιστά το κόστος των συναλλαγών ακόμη υψηλότερο. Η πραγματοποίηση αυτών των συναλλαγών θα μπορούσε να δικαιολογηθεί μόνο στην περίπτωση που οι υπεραποδόσεις ξεπερνούν το κόστος. Ακόμη, όταν ένα index fund παρουσιάζει υψηλό κόστος, τότε είναι πιο εύκολο να παρουσιαστούν άλλα ανταγωνιστικά index funds, γεγονός που αναγκαστικά θα μειώσει το κόστος. Στην περίπτωση ενός επιτυχημένου ενεργού διαχειριστή (π.χ. Warren Buffet) στα πλαίσια της αγοράς, είναι πιο δύσκολο να παρουσιαστεί ένας εξίσου επιτυχημένος ανταγωνιστής ώστε να οδηγήσει σε μείωση του κόστους διαχείρισης.

Ακόμη, λόγω της απλότητας των index funds η επίβλεψη του διαχειριστή μπορεί να πραγματοποιηθεί πιο εύκολα. Η διαχείριση των κεφαλαίων είναι μια περίπλοκη διαδικασία και συχνά έρχεται στην επιφάνεια το θέμα της επίβλεψης των κινήσεων του διαχειριστή. Ο τελευταίος για παράδειγμα ενδέχεται να ενεργήσει για λογαριασμό του πριν ενεργήσει για το κεφάλαιο που διαχειρίζεται (front run), ή μπορεί να επιλέξει συναλλαγές υψηλότερου κόστους ή να προβεί σε άλλες κινήσεις με αρνητικές επιπτώσεις στον επενδυτή. Είναι πολύ δύσκολο λοιπόν για τον επενδυτή να παρακολουθήσει στενά τη δράση του διαχειριστή και επομένως ο μόνος τρόπος για να τον επιβλέψει είναι η παρακολούθηση της απόδοσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.2
Ενεργητική & παθητική διαχείριση- Διαμόρφωση κόστους - Στοιχεία ΗΠΑ, 1999

	Μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης	Μετοχές χαμηλής κεφαλαιοποίησης
Κόστος συναλλαγών		
Ενεργητική διαχείριση	0,45	1,50
Παθητική διαχείριση	0,02	0,50
Αμοιβή διαχειριστή		
Ενεργητική διαχείριση	0,45	0,75
Παθητική διαχείριση	0,05	0,08
Τρέχοντα έξοδα		
Ενεργητική διαχείριση	0,90	2,25
Παθητική διαχείριση	0,07	0,58

Πηγή: Pensions & Investments, 1999

Επίσης, η μέτρηση της απόδοσης στην παθητική διαχείριση θεωρείται απλή. Στην περίπτωση της ενεργητικής διαχείρισης υπάρχει εναλλαγή των επενδυτικών στυλ και η μέτρηση της απόδοσης γίνεται ακόμη πιο δύσκολη.

Επιπρόσθετα, ειδικά στην περίπτωση της διαχείρισης ενός συνταξιοδοτικού κεφαλαίου που χαρακτηρίζεται από μακρύ επενδυτικό χρονικό ορίζοντα,τα προϊόντα παθητικής διαχείρισης ενδείκνυνται. Ο λόγος είναι ότι το βασικό κίνητρο για επενδύσεις σε μετοχές είναι το risk premium[28]. Οι επενδυτές που ανέχονται τον κίνδυνο μη διαφοροποιήσιμων μεταβολών πρέπει να αμοιφθούν με ένα ασφάλιστρο κινδύνου με τη μορφή υψηλότερων αναμενόμενων αποδόσεων - αν και το πόσο είναι δύσκολο να εξηγηθεί.

Επιπλέον, σε χρονικό ορίζοντα εβδομήντα ετών έχει διαπιστωθεί ότι η πραγματική απόδοση του μετοχικού δείκτη σημειώνεται πέντε με έξι ποσοστιαίες μονάδες μεγαλύτερη από την απόδοση σε επενδύσεις σταθερού εισοδήματος [Shah, Fernandes, 1999]. Τέλος, τα index funds παρουσιάζουν σχετικά μικρό tracking error[29]. Οι διαχειριστές index funds προσπαθούν να ελαχιστοποιήσουν το tracking error. Ενα index fund που σημειώνει υψηλό tracking error αναδεικνύει κίνδυνο δεδομένου ότι μπορεί να μην ακολουθήσει τις αποδόσεις του δείκτη στο μέλλον.

Το βασικό μειονέκτημα που παρουσιάζουν τα index funds επισημαίνεται στην κατασκευή του δείκτη. Ο δείκτης αποτελεί ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο που πρέπει να εξελίσσεται και να αντανακλά τις μεταβολές της οικονομίας. Εάν κάποιες μετοχές που περιλαμβάνονται στο δείκτη δεν έχουν την επαρκή ρευστότητα οι πληροφορίες που αντανακλά ο δείκτης ενδέχεται να μην είναι οι σωστές. Επίσης, οι δείκτες μικρών αγορών συνήθως δεν έχουν επαρκή ρευστότητα και δεν είναι

---

[28] Το risk premium παριστά την αποζημίωση σε όρους προσδοκώμενης απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου, που σημαίνει ότι την απόδοση κινδύνου την εκλαμβάνουμε σαν ασφάλιστρο κινδύνου, δηλαδή σαν τη διαφορά από την απόδοση κάποιου τίτλου χωρίς ρίσκο

[29] Οταν μία μετοχή συναλλάσεται σε μία ιδανική τιμή p, οι αγοραστές καταλήγουν στο να καταβάλουν μία ελαφρώς υψηλότερη τιμή pb. Η ποσοστιαία απώλεια σημειώνεται ως 100((pb/ p)-1) και αποτελεί το market impact cost. Εάν υποθέσουμε ότι Rp, Rb οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου και του δείκτη σύγκρισης, η απόκλιση της συμπεριφοράς των αποδόσεων του χαρτοφυλακίου από την συμπεριφορά της απόδοσης του δείκτη παρουσιάζεται από το tracking error και συγκεκριμένα

$$\text{Tracking error} = \sqrt{\frac{\sum_{1}^{n} (Rp - Rb)^2}{n}}$$

επαρκώς διαφοροποιημένοι σε αντίθεση με τις μεγάλες αγορές όπου οι δείκτες τείνουν να είναι καλά διαφοροποιημένοι και με καλή ρευστότητα.

Η απλούστερη μέθοδος εφαρμογής index funds αποτελεί η πιστή αντιγραφή του δείκτη, όπου οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου ακολουθούν πιστά τις αποδόσεις του δείκτη. Βέβαια, στην περίπτωση που ο δείκτης αποτελείται από μετοχές με ανεπαρκή ρευστότητα, μέσω της μεθόδου της πιστής αντιγραφής ενδέχεται να σημειωθεί μεγάλο tracking error. Αν όμως κάποιες μετοχές εμφανίζουν υψηλότερη ρευστότητα σε σχέση με κάποιες άλλες, τότε αυτή η ανισορροπία στο δείκτη είναι θετική γιατί μειώνεται το tracking error.

Η χρήση stock index futures αποτελεί μία άλλη μέθοδο εφαρμογής των index funds ειδικά στην περίπτωση ανεπαρκούς ρευστότητας των στοιχείων του δείκτη, όπως αναφέραμε πιο πάνω.

4.3 Κατανομή κεφαλαίων και επιλογή επενδυτικών προϊόντων

Η κατανομή των κεφαλαίων σε διαφορετικές επενδυτικές τοποθετήσεις ακολουθεί τα εξής στάδια:

- Τμηματοποίηση και διάκριση των επενδυτικών κατηγοριών στις επιμέρους χρηματαγορές
- Επεξεργασία των ιστορικών αποδόσεων των επενδυτικών κατηγοριών και εκτιμήσεων για τις τρέχουσες συνθήκες των αγορών
- Ανάπτυξη υποθέσεων για προσδοκώμενες αποδόσεις και μέσες αποκλίσεις για κάθε κατηγορία επενδύσεων καθώς και συσχετίσεις μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών επενδύσεων.
- Δημιουργία του αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου (efficient frontier).

Από τα παραπάνω συμπεραίνεται ότι σε γενικές γραμμές οι νέες τάσεις στην κατανομή των επενδύσεων διαμορφώνονται προς τη μείωση του ποσοστού επένδυσης στην εγχώρια κεφαλαιαγορά και στην αύξηση του ποσοστού επένδυσης στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, στη μείωση του ποσοστού διακράτησης μετρητών, στην αύξηση των επενδυτικών τοποθετήσεων σε ακίνητη περιουσία και σε εναλλακτικές μορφές επένδυσης (Hedge Funds).

Το Διάγραμμα Β.3 μας δείχνει πως διαμορφώθηκαν οι επενδυτικές τοποθετήσεις στις ΗΠΑ, την Ιαπωνία, την Αυστραλία, την Ελβετία, τη Σουηδία, την Ολλανδία και τη Μ.Βρετανία. Οι χώρες αυτές έχουν προβεί σε πρόσφατες ασφαλιστικές

μεταρρυθμίσεις και επομένως αποδίδουν καλύτερα τις σύγχρονες επενδυτικές τάσεις. Κοινή παρατήρηση αποτελεί το γεγονός ότι στις επενδυτικές επιλογές επικρατούν κυρίως οι μετοχές και τα ομόλογα. Επίσης, σημαντική θέση καταλαμβάνουν οι επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία ενώ περιορισμένες είναι οι επενδυτικές τοποθετήσεις σε μετρητά.

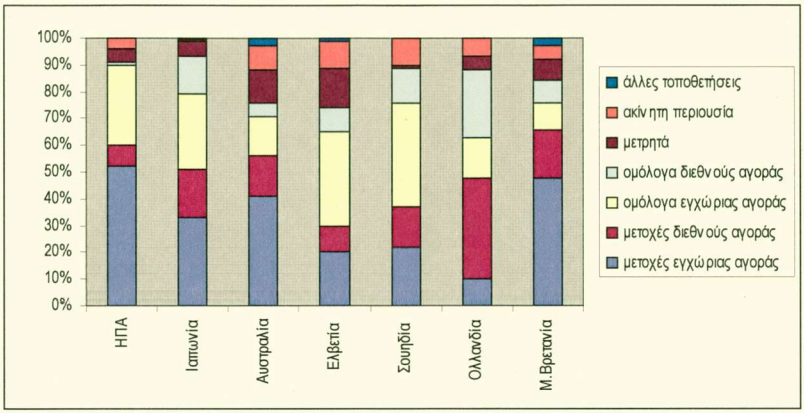
Αξιοσημείωτο είναι πάντως πόσο διαφορετικά διαμορφώνονται οι επενδύσεις σε κάθε χώρα. Κάθε κράτος επιλέγει διαφορετικούς τρόπους διαχερίσης ανάλογα με τις ιδιαιτερότητές του. Η Ολλανδία λόγου χάρη κατευθύνει ένα μεγάλο μέρος των επενδύσεών της σε μετοχές της διεθνούς αγοράς και ένα πολύ μικρό μέρος σε μετοχές της εγχώριας αγοράς γιατί η χρηματιστηριακή αγορά της χώρας αυτής δεν προσφέρει μεγάλες δυνατότητες για διαφοροποίηση. Οι ΗΠΑ προτιμούν τις επενδύσεις σε μετοχές και ομόλογα της εγχώριας αγοράς και αυτό είναι αναμενόμενο δεδομένου του μεγέθους της αγοράς και της ποικιλίας των επενδυτικών επιλογών που προσφέρεται. Το ίδιο ισχύει για τη Μ. Βρετανία και την Αυστραλία με μικρότερη προτίμηση όμως τα ομόλογα της εγχώριας αγοράς και μεγαλύτερη προτίμηση σε σχέση με τις άλλες χώρες στις εναλλακτικές τοποθετήσεις. Η Ελβετία από την άλλη παρουσιάζει ευρύτερη κατανομή επενδύσεων σε ομόλογα της εγχώριας αγοράς σε μετρητά και ακίνητη περιουσία και σαφώς λιγότερη σε μετοχές. Κατά τον ίδιο περίπου τρόπο διαμορφώνονται και οι επενδύσεις στη Σουηδία με μικρότερη σαφώς προτίμηση στα μετρητά και μεγαλύτερη στα ομόλογα της διεθνούς αγοράς.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζουν τα δεδομένα του Διαγράμματος Β.4 για τις επενδυτικές τοποθετήσεις στην Ευρωπαϊκή Ενωση κατά τα έτη 2002 και 2003. Το 2003 σε σχέση με το 2002 σημειώνουμε επενδυτική μεταστροφή στις μετοχές της ευρωζώνης στις εναλλακτικές επενδύσεις και την ακίνητη περιουσία. Περιορισμένες σε σχέση με το 2002 σημειώνονται οι επενδυτικές τοποθετήσεις σε μετρητά.

4.3α Επενδύσεις σε ομόλογα και μετοχές

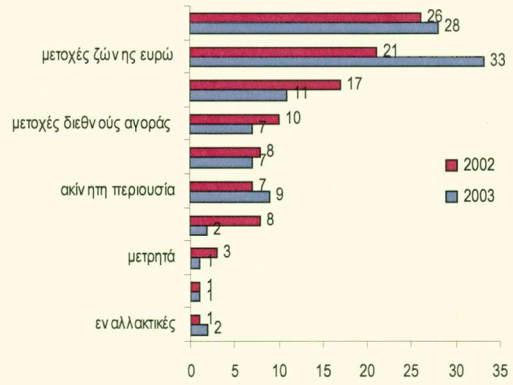
Περίπου το 70% των υπό διαχείριση κεφαλαίων παγκοσμίως επενδύεται σε στρατηγικές μετοχών παρά το γεγονός ότι η κεφαλαιοποίηση της παγκόσμιας αγοράς κρατικών ομολόγων είναι μεγαλύτερη σε όγκο και διαθέτει περισσότερη ρευστότητα από αυτήν της παγκόσμιας αγοράς μετοχών. Ο κύριος λόγος συγκέντρωσης των κεφαλαίων στην κατηγορία επενδύσεων μετοχών έχει να κάνει με το εύρος των ευκαιρειών υψηλής απόδοσης στις χρηματιστηριακές επενδύσεις, σε σχέση με αυτές των κρατικών ομολόγων. Βέβαια, οι ευκαιρείες αυτές υπάρχουν γιατί η αποτίμηση

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β.3
Επενδυτικές τοποθετήσεις σε χώρες με πρόσφατες ασφαλιστικές μεταρυθμίσεις



Πηγή: Pensions & Investments, 1999

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β.4
Επενδυτικές τοποθετήσεις σε ΕΕ15- 2002, 2003



Πηγή: Pensions & Investments, 1999

μετοχών είναι δυσκολότερη και λιγότερο ακριβής, με βάση τα υπάρχοντα οικονομικά υποδείγματα, από αυτήν των κρατικών ομολόγων.

Υποστηρίζεται ότι η τέλεια αναλογία ομολόγων - μετοχών αποτελεί την πιο σημαντική απόφαση επενδυτικής πολιτικής στη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων [Davis, 2002]. Εντούτοις, σχετικά με την επιλογή μεταξύ ομολόγων και μετοχών υπάρχει μία μεγάλης έκτασης επιχειρηματολογία που υποστηρίζει είτε τη μια είτε την άλλη επενδυτική τοποθέτηση ή και τις δύο σε διαφορετικές αναλογίες, ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του διαχειριζόμενου κεφαλαίου και την επικρατούσα οικονομική κατάσταση. Θεωρείται πάντως όπως σημειώσαμε στην προηγούμενη παράγραφο ότι το ένα στοιχείο συνδέεται με την ασφάλεια και το άλλο με υψηλές αποδόσεις, ενώ σε περιπτώσεις όπως η Μ. Βρετανία σημειώνεται στροφή σε ομολογιακές τοποθετήσεις λόγω της μεγάλης παγκόσμιας χρηματιστηριακής αστάθειας των τελευταίων τριών ετών.

Είναι γεγονός ότι οι χαμηλές αποδόσεις που σημείωσαν τα ομόλογα και οι κυβερνητικοί τίτλοι – εκεί όπου παραδοσιακά επενδύουν τα συνταξιοδοτικά ταμεία – και οι θετικές αποδόσεις των μετοχών μακροπρόθεσμα, έστρεψαν το επενδυτικό ενδιαφέρον στις μετοχικές τοποθετήσεις. Αλλωστε πολλοί διαχειριστές κεφαλαίων αναγνωρίζουν τη σπουδαιότητα μεγαλύτερων αποδόσεων, αναλαμβάνοντας φυσικά μεγαλύτερο κίνδυνο [Bodie,1990]. Βέβαια, οι υποστηρικτές των προϊόντων σταθερού εισοδήματος εκφράζουν τις ανησυχίες τους σχετικά με την έκθεση των κεφαλαίων σε μετοχικά καθώς εμπεριέχονται σοβαροί κίνδυνοι από τη διακύμανση των τιμών τους. Επομένως, οι εργαζόμενοι ενδέχεται να βρεθούν σε κατάσταση πτώχευσης όταν κατά τη συνταξιοδότησή τους τα ταμεία αντιμετωπίσουν ελλείματα λόγω των ασταθειών στη χρηματιστηριακή αγορά [Davis, 1998 - Ralfe,2001].

Παρόλα αυτά οι επενδύσεις σε μετοχές πέραν των υψηλών αποδόσεων που έχουν σημειώσει σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα δικαιολογούνται διότι υπάρχει το πλεονέκτημα του ασφάλιστρου κινδύνου (equity premium). Ακόμη η διακύμανση των τιμών τείνει να ομαλοποιείται σε μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, ενώ οι υψηλές αποδόσεις των μετοχών μακροχρόνια συνδέονται με την άποψη ότι τα προϊόντα αυτά δρουν αντισταθμιστικά στον πληθωρισμό [Cooper, Brooks, 1999].

Βέβαια, αν και υπάρχουν υποστηρικτές για μετοχική σύνθεση χαρτοφυλακίων κατά 100% [Thaler & Williamson, 1994], κάτι τέτοιο δεν ενδείκνυται καθώς μειώνεται η δυνατότητα διαφοροποίησης. Συνήθως προτείνεται η αναλογία 60μετοχές/40ομόλογα

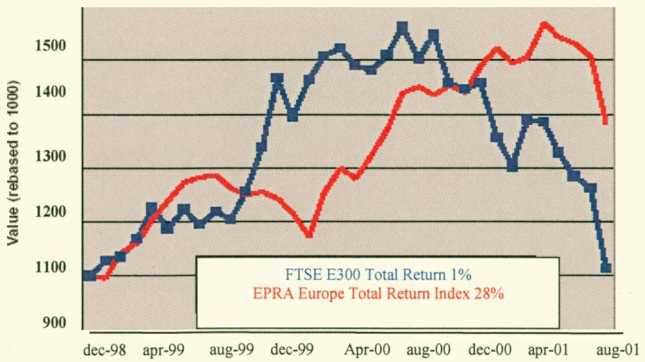
ή 50/50 (balanced portfolio) και η συσχέτιση της κατανομής με την ηλικία του ασφαλιζόμενου (age adjusted or life expectancy strategy). Σύμφωνα με το τελευταίο οι μετοχές είναι προτιμότερες για τους νεότερους δικαιούχους καθώς έχουν μακρύ επενδυτικό ορίζοντα και επομένως περισσότερες ευκαιρείες για να καλύψουν ενδεχόμενες απώλειες σε σχέση με τους πιο προχωρημένους σε ηλικία. Τα ομόλογα είναι προτιμότερα για τους τελευταίους που δεν έχουν μεγάλα περιθώρια έκθεσης σε κινδύνους.

Ακόμη, για τη μείωση του επενδυτικού κινδύνου που εμπεριέχεται στις μετοχές προτείνονται οι επενδυτικές τοποθετήσεις σε διεθνείς χρηματαγορές που σημειώνουν αρνητική ή χαμηλή συσχέτιση με την εγχώρια αγορά.

4.3β Επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία

Τα τελευταία χρόνια σημειώνεται επίσης ιδιαίτερη κινητικότητα στο χώρο των επενδύσεων ακίνητης περιουσίας. Οι επενδύσεις αυτές προσφέρονται ως εναλλακτική επενδυτική επιλογή με αρκετά πλεονεκτήματα διαφοροποίησης για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Ο θεσμός είναι ιδιαίτερα ανεπτυγμένος στις ΗΠΑ. Το παρακάτω Διάγραμμα Β.5 παρουσιάζει τις επενδυτικές δυνατότητες που μπορεί να προσφέρουν οι επενδύσεις επί ακίνητης περιουσίας: ο δείκτης αναφοράς EPRA (European Public Real Estate Association) το 2001 σε διάστημα 33 μηνών σημείωσε απόδοση 28%, ενώ ο FTSE Eurotop 300 σημείωσε μεγαλύτερη διακύμανση και αρνητική απόδοση -1%.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β.5
Πορεία Δείκτη EPRA σε σχέση με δείκτη FTSE E300 (12/1998-8/2001)



Πηγή: Datasream

Η πιο διαδεδομένη μορφή επένδυσης επί ακίνητης περιουσίας είναι τα Real Estate Investment Trusts. Ακολουθώντας τη βασική πολιτική διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες REIT

- Equity: διατηρούν και διαχειρίζονται ακίνητα που παράγουν εισόδημα Πρωταρχικός σκοπός είναι η αξιοποίηση των ακινήτων στα πλαίσια του χαρτοφυλακίου και όχι η μεταπώληση των ακινήτων όταν αυτά αναπτυχθούν κατάλληλα.
- Mortgage: δανείζουν χρήματα απευθείας σε ιδιοκτήτες ή διαχειριστές ακινήτων ή αυξάνουν το όριο πίστωσης έμμεσα μέσω της αγοράς δανείων ή χρεογράφων επί υποθηκών. Αρκετά από αυτά διαχειρίζονται αποτελεσματικά τον επιτοκιακό κίνδυνο με τεχνικές δυναμικής αντιστάθμισης κινδύνου και επενδύσεις σε υποθήκες.

Το βασικό μειονέκτημα των επενδύσεων επί ακίνητης περιουσίας έγκειται στην πολυπλοκότητα των κινδύνων που αναλαμβάνουν (αδυναμία χρηματοδότησης έργου, καθυστερήσεις,διενέξεις,καθυστέρηση απόσβεσης, κόστος επανορθώσεων κλπ) και στην κακή διαχείριση (κακή εκτίμηση των δεδομένων της επένδυσης).

4.3γ Επενδύσεις σε παράγωγα προϊόντα

Τα **παράγωγα προϊόντα** χρησιμοποιούνται κυρίως ως αντισταθμιστικά εργαλεία. Οι hedgers (καλυπτόμενοι) αγοράζουν ή πουλάνε συμβόλαια[30] για να εξουδετερώσουν επικίνδυνες θέσεις στην ημερήσια αγορά. Γενικότερα στη διαχείριση χαρτοφυλακίου η εξασφάλιση κινδύνου (hedging) συνδέεται κυρίως με το άνοιγμα θέσης σε stock index futures ή options και αυτό γιατί ο τρόπος αυτός αποτελεί μία εναλλακτική λύση αγοράς ή πώλησης μεγάλου αριθμού μετοχών [Kolb,2002].

Οι αποδόσεις των προθεσμιακών συμβολαίων δεν είναι κατανάγκη πάντα υψηλές. Η ορθή χρήση των προθεσμιακών συμβολαίων στηρίζεται σε μεγάλο βαθμό στην κρίση

[30] Εάν κάποιος έχει αγοράσει περισσότερα συμβόλαια από αυτά που έχει πουλήσει, έχει θετική (long) θέση, η οποία είναι ίση με το ποσόν κατά το οποίο τα συμβόλαια που έχουν αγοραστεί υπερβαίνουν το ποσό των συμβολαίων με τα ίδια χαρακτηριστικά τα οποία έχουν πουληθεί. Αντίθετα, εάν τα συμβόλαια τα οποία έχουν πουληθεί είναι περισσότερα από αυτά που έχουν αγοραστεί, η θέση είναι αρνητική (short). Ο κάτοχος θετικής θέσης κερδίζει στην περίπτωση ανόδου των τιμών των προθεσμιακών συμβολαίων, ενώ αντίθετα στην περίπτωση της πτώσης των τιμών, κερδίζει αυτός που έχει αρνητική θέση.
Τη θέση, την οποία έχει κάποιος διαχειριστής, μπορεί να κλείσει πριν λήξει το συμβόλαιο. Μια θετική θέση μπορεί να κλείσει με την πώληση ισόποσων συμβολαίων, ενώ μία αρνητική θέση μπορεί να κλείσει με την αγορά των αντίστοιχων συμβολαίων. Ακόμη, είναι πολύ σημαντικό να σημειώσουμε τη σημασία του ποσού εγγύησης (margin). Αν ένας από τους δύο συμβαλλόμενους αθετήσει τις υποχρεώσεις του, αυτό εξαλείφεται στο μέγιστο βαθμό με τη λειτουργία των καταθέσεων ποσού εγγύησης, το οποίο καταβάλλεται με την σύναψη του συμβολαίου, ενώ προσαρμόζεται κάθε μέρα ανάλογα με την εξέλιξη των τιμών. Αυτός ο καθημερινός διακανονισμός ελαχιστοποιεί τις συνέπειες του κινδύνου αθέτησης.

του εκάστοτε διαχειριστή, στις γνώσεις που κατέχει για την αγορά και τις επενδυτικές ανάγκες του πελάτη του και κυρίως στην στρατηγική αντιστάθμισης που θα ακολουθήσει. Οι επαγγελματίες διαχειριστές χαρτοφυλακίων που έχουν καλή γνώση των αγορών, μπορούν να επιτύχουν το κατάλληλο μείγμα απόδοσης/κινδύνου, προκειμένου να ρυθμίσουν την κατανομή του χαρτοφυλακίου τους και να κερδίσουν ακόμη και από τις μικρές μεταβολές των τιμών των μετοχών που σημειώνονται σε βραχύ χρονικό ορίζοντα.

5. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η αξιολόγηση των αποδόσεων των πραγματοποιούμενων επενδύσεων είναι πολύ σημαντική δεδομένου ότι η αμοιβή του διαχειριστή αποτελεί ένα από τα βασικά στοιχεία κόστους που βαρύνουν τον επενδυτή. Η διενέργεια της σωστής ανάλυσης παρουσιάζει τα θετικά και τα αρνητικά σημεία της επενδυτικής στρατηγικής που ακολούθησε ο διαχειριστής. Στον Πίνακα Β.3 παρουσιάζονται οι πραγματικές αποδόσεις διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων που επιτεύχθηκαν σε μία σειρά χωρών για μία δεκαετία.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.3
Αποδόσεις διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

	ΗΠΑ	Ιαπωνία	Αυστραλία	Ελβετία	Σουηδία	Ολλανδία	Μ.Βρετανία
1991	16,2	5,8	19,1	3,5	7,5	7,9	13,2
1992	3,2	0,5	3,8	5,4	8,9	8,5	14,9
1993	8,7	10,3	23,0	13,5	26,2	18,2	23,6
1994	-2,0	-1,3	-5,9	-0,5	-3,8	-5,5	-5,9
1995	22,7	12,4	12,6	8,2	14,4	13,8	16,4
1996	10,7	5,3	7,0	9,8	22,4	12,9	7,9
1997	18,8	3,6	15,4	16,1	18,0	17,8	13,2
1998	20,4	-1,6	13,4	9,4	16,2	10,1	12,1
1999	12,9	21,1	7,1	8,3	27,7	21,5	18,6
2000	-6,8	-4,5	1,1	1,5	1,7	-0,8	-5,6
ya	10,1	4,9	9,4	7,4	13,6	10,1	10,4

Πηγή: Pensions & Investments, 1999

Το 1994 ήταν χρονιά αρνητικών αποδόσεων για όλες τις υπό εξέταση χώρες, ενώ σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα κυμάνθηκαν και το 2000. Οι ΗΠΑ, η Σουηδία, η Ολλανδία και η Μ. Βρετανία σημειώνουν σε γενικές γραμμές τις υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες χώρες καθόλη σχεδόν τη διάρκεια της δεκαετίας. Είναι δε

αξιοσημείωτο πως η πορεία των αποδόσεων σε αυτές τις χώρες είναι παράλληλη. Ορθότερη εικόνα των πραγματοποιούμενων αποδόσεων λαμβάνουμε συγκρίνοντας τις αποδόσεις με κάποιο τοπικό ή διεθνή δείκτη αναφοράς (benchmarking), όπως εξετάζουμε παρακάτω στην ενότητα 5.4.

Πάντως το βασικό ερώτημα που γεννάται σχετικά με την αξιολόγηση της απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου έγκειται στο αν η απόδοση είναι γεγονός τυχαίο ή απορρέει από τις ικανότητες του διαχειριστή. Για να προβούμε σε μία τέτοια κριτική, η απόδοση θα πρέπει να μετράται σε μεγάλα χρονικά διαστήματα και να γίνεται χρήση αρκετών παρατηρήσεων. Υπάρχουν διάφορες τεχνικές μέτρησης της απόδοσης, τις οποίες περιγράφουμε παρακάτω.

5.1 Μέτρηση χρονικά σταθμισμένων αποδόσεων (Time weighted return)

Η απόλυτη μέτρηση της απόδοσης και συγκεκριμένα της σωρευτικής απόδοσης συνίσταται στην αξία του χαρτοφυλακίου στην αρχή και στο τέλος της περίοδου και στη σχέση του απόλυτου μεγέθους με ένα δείκτη σύγκρισης και συγκεκριμένα

$$\left[\left(\frac{1+\text{απόδοση χ/φ}}{1+\text{απόδοση δείκτη αναφοράς}}\right)-1\right]*100$$

Επειδή στην πραγματικότητα ο επενδυτής είναι πιθανό να τοποθετήσει νέα κεφάλαια ή να αποσύρει μέρος των κεφαλαίων θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η χρονική στιγμή των χρηματικών εισροών και εκροών (δηλαδή υπολογίζεται η απόδοση για την περίοδο πριν την εισροή και η απόδοση για την περίοδο μετά την εισροή). Εστω ότι στην αρχή T=0 το χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται εξ ολοκλήρου από ένα τίτλο α1.(βλ. Επίσης Διάγραμμα Β.16)

α1= 100% του χαρτοφυλακίου , T=0
TWR = - 10%

Σε χρονική στιγμή T= 1 έχουμε εισροή νέων κεφαλαίων και το χαρτοφυλάκιο απαρτίζεται από δύο τίτλους α1 και α2 το βάρος των οποίων σημειώνεται :

α1= 20% του χαρτοφυλακίου
α2 = 80% του χαρτοφυλακίου

Από T=1 μέχρι το τέλος T = 2

έστω TWRα1 = 20% και TWR α2 = 5%

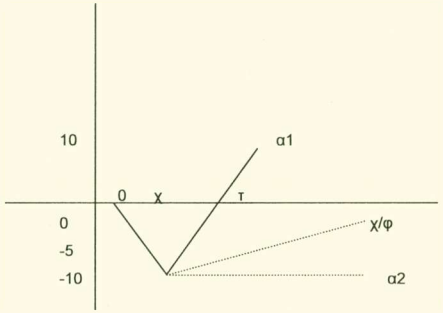
άρα TWR χ/φ = 8% (20*20+80*5)

Από T=0 μέχρι το τέλος T = 2 λαμβάνοντας υπόψη τη νέα εισροή

TWR χ/φ = {(1-0,10) (1+0,08)} -1= -2,8 %

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β.16

Απόδοση χαρτοφυλακίου - Χρονικά Σταθμισμένες αποδόσεις



Πηγή: Συριόπουλος, Ασημακόπουλος, 2003

5.2 Απόδοση σταθμισμένη με τον κίνδυνο - Δείκτες Jensen ,Treynor και Sharpe

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Τιμολόγησης Κεφαλαιακών Αξιοποιητέων Στοιχείων (Asset Capital Pricing Model), η ανάληψη κινδύνου πρέπει να ανταμοίβεται με υψηλότερη αναμενόμενη απόδοση. Εκτός από την απόλυτη μέτρηση της απόδοσης, σημαντική είναι η απόδοση όταν λαμβάνεται υπόψη και ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος για την πραγματοποίησή της. Η βασική ιδέα είναι ότι για να αναλύσουμε την απόδοση ενός διαχειριστή πρέπει να κοιτάξουμε όχι μόνο τη συνολική απόδοση του χαρτοφυλακίου αλλά και την επικινδυνότητα του. Για παράδειγμα, εαν έχουμε δύο αμοιβαία κεφάλαια με την ίδια απόδοση 12% ένας λογικός επενδυτής θα επένδυε σε αυτό με το χαμηλότερο αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Οι δείκτες Jensen, Sharpe και Treynor βασίζονται στο ACPM και χρησιμοποιούνται για να ελέγξουν κατά πόσο ένα χαρτοφυλάκιο πετυχαίνει την ανάλογη απόδοση σε σχέση με το επίπεδο του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Συγκεκριμένα, ο δείκτης Jensen μετρά τη μέση υπεραπόδοση σε σχέση με την απόδοση που υπολογίζεται βάσει του υποδείγματος ACPM. Εάν ο δείκτης σημειώνει θετικές τιμές το χαρτοφυλάκιο πετυχαίνει υπεραποδόσεις, με άλλα λόγια μία θετική τιμή του Jensen σημαίνει ότι ο διαχειριστής κέρδισε την αγορά με τις επενδυτικές του επιλογές. Ο δείκτης Sharpe φανερώνει εάν οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου είναι αποτέλεσμα πετυχημένων επενδυτικών

αποφάσεων ή αποτέλεσμα ανάλυψης υπερβολικού κινδύνου. Εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και το υπόδειγμα ACPM ισχύει, τότε ο δείκτης απόδοσης κινδύνου είναι ο ίδιος για όλα τα στοιχεία. Ακόμη, βάσει του δείκτη Treynor εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και το υπόδειγμα ACPM ισχύει, όλα τα στοιχεία θα βρίσκονται πάνω στην αγοραία γραμμή χρεογράφων.

Μεταξύ καλώς διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων, οι δείκτες Treynor και Sharpe δίνουν ταυτόσημα αποτελέσματα. Οταν η διαφοροποίηση δεν είναι επαρκής ο δείκτης Treynor θα βαθμολογεί υψηλότερα το χαρτοφυλάκιο σε σχέση με το δείκτη Sharpe.

*5.3 Δείκτης **Sortino** και μέτρηση καθοδικού κινδύνου (downside risk)*

Η τυπική απόκλιση αποτελεί το κλασικό μέγεθος μέτρησης του επενδυτικού κινδύνου, βάσει του οποίου εξετάζεται η εξέλιξη των αποδόσεων σε σχέση με τον ιστορικό μέσο τους. Ως μέτρο είναι εύκολα υπολογίσιμο και κατανοητό παρουσιάζει όμως το εξής μειονέκτημα. Υποθέτει ότι όλα τα στοιχεία ακολουθούν την κανονική κατανομή, γεγονός που στην πραγματικότητα δεν συμβαίνει πάντα και επομένως ενδέχεται να οδηγήσει σε εσφαλμένα αποτελέσματα.

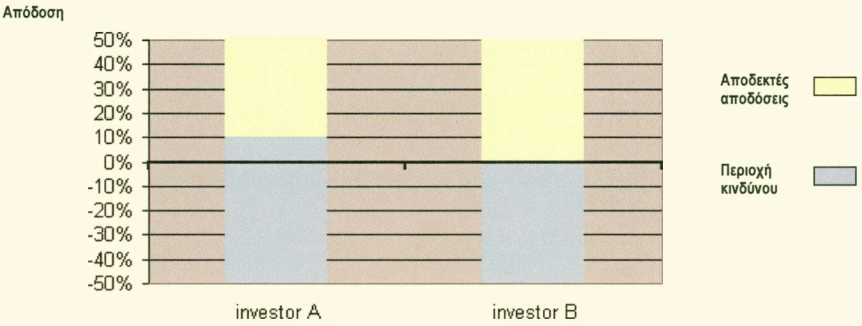
Για το λόγο αυτό υπάρχει ένα άλλο εργαλείο μέτρησης του κινδύνου, η μέτρηση του καθοδικού κινδύνου (downside risk) που βασίζεται στη διαπίστωση ότι οι επενδυτές δεν ανησυχούν τόσο για την απόδοση του χαρτοφυλακίου όσο για το πόσο κάτω από το μέσο όρο βρίσκεται. Στην περίπτωση αυτή μετράμε τον κίνδυνο κάτω από ένα ορισμένο σημείο. Για παράδειγμα εάν ένας επενδυτής δεν επιθυμεί να χάσει καθόλου από το αρχικό του κεφάλαιο τότε αυτό το σημείο ισούται με το μηδέν και η πιθανότητα για αρνητικές αποδόσεις νοείται ως κίνδυνος. Εάν ένας επενδυτής χρειάζεται μία απόδοση της τάξης του 7% ετησίως ώστε να εκπληρώσει τους στόχους του, ως κίνδυνος νοείται κάθε απόδοση κάτω από 7%.

Το σημείο που διαχωρίζει την επιθυμητή απόδοση από τη μη επιθυμητή ονομάζεται Ελάχιστη Αποδεκτή Απόδοση (Minimum Acceptable Return, MAR). Τα συνταξιοδοτικά ταμεία συχνά νοούν τον κίνδυνο ως την πιθανότητα να αποδώσουν τα χαρτοφυλάκιά τους κάτω από την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση που συνήθως αντιπροσωπεύεται από ένα δείκτη αναφοράς.

Η ποσότητα του κινδύνου που περιέχεται σε μία σειρά επενδυτικών επιλογών μεταβάλεται αισθητά όταν η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση μεταβάλεται. Για

παράδειγμα (βλ. Διάγραμμα Β.7): Ο επενδυτής Α χρειάζεται μία επένδυση με ελάχιστη αποδεκτή απόδοση ετησίως 10%. Επομένως, κάθε απόδοση μικρότερη του 10% σημαίνει αποτυχία του χαρτοφυλακίου. Ο επενδυτής Β επιθυμεί μία καλή απόδοση και καθόλου απώλειες, δηλαδή το σημείο MAR για αυτόν είναι το μηδέν. Αυξάνοντας την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση από μηδέν σε 10% τα αποτελέσματα είναι διαφορετικά ανάμεσα στους δύο επενδυτές. Το κομμάτι μεταξύ μηδέν και 10% θεωρείται κίνδυνος για τον επενδυτή Α όχι όμως για τον Β.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Β.7
Απόδοση χαρτοφυλακίου



Πηγή: Συγγραφέας

5.4 Συγκριτική αξιολόγηση επενδυτικών αποδόσεων με δείκτες αναφοράς (Benchmarking)

Πέρα από την εξέταση των απόλυτων πραγματικών αποδόσεων, η σύγκριση των πραγματοποιούμενων αποδόσεων με ένα δείκτη αναφοράς αποτελεί αναγκαία διαδικασία. Δύο δείκτες αναφοράς προτείνονται [Davis,2000] : ο πρώτος είναι ένας τοπικός δείκτης αναφοράς δομημένος κατά 50% σε εγχώριες μετοχές και 50% σε εγχώρια ομόλογα. Ο δεύτερος είναι ένας διεθνής δείκτης αναφοράς δομημένος κατά 50% σε διεθνή μετοχές και 50% σε διεθνή ομόλογα, η κατανομή των οποίων γίνεται βάσει του βάρους που έχει η κεφαλαιοποίηση κάθε χώρας στο δείκτη. Ακόμη, έχει σημασία να κοιτάμε την απόδοση του συνταξιοδοτικού ταμείου σε απόλυτα νούμερα και να επιτυγχάνονται αποδόσεις ανώτερες του μέσου όρου του ρυθμού αύξησης των κερδών της οικονομίας (συγκεκριμένα οι αποδόσεις θα πρέπει να συγκρίνονται με το μέσο όρο των κερδών των πλέον προσοδοφόρων ημεδαπών επιχειρήσεων).

Στους Πίνακες Β4 & Β5 παραθέτουμε πραγματικές αποδόσεις, δείκτες συγκριτικής αξιολόγησης και αποδόσεις σε σχέση με το μέσο όρο των κερδών έτσι όπως διαμορφώθηκαν σε επτά χώρες. Παρατηρούμε ότι οι πραγματικές αποδόσεις στον

Καναδά (7,5) πήγαν καλύτερα σε σχέση με τον τοπικό δείκτη αναφοράς (6,6) και τις αποδόσεις των κερδών της οικονομίας (0,3) και χειρότερα σε σχέση με το διεθνή δείκτη αναφοράς (10,6). Οι πραγματικές αποδόσεις στις ΗΠΑ (8,4) σημείωσαν σχεδόν ίδια επίπεδα με τον τοπικό δείκτη αναφοράς (8,7), χαμηλότερα σε σχέση με τον αντίστοιχο διεθνή δείκτη αναφοράς (10) και μεγαλύτερα σε σχέση με τις αποδόσεις των κερδών της οικονομίας (-8). Γενικά, από τις διαφορές στα επίπεδα αποδόσεων όπως παρουσιάζονται στον Πίνακα Β5 οι πραγματικές αποδόσεις κυμάνθηκαν σε χαμηλότερα επίπεδα τόσο από τους τοπικούς όσο και από τους διεθνείς δείκτες αναφοράς, ενώ σημείωσαν καλύτερη πορεία σε σχέση με τα πραγματικά κέρδη της οικονομίας. Επομένως, είναι φανερό ότι οι συνταξιοδοτικοί φορείς δεν επωφελήθηκαν πλήρως από τις ευκαιρείες τόσο της τοπικής όσο και της διεθνούς αγοράς- ειδικά αυτό παρατηρείται έντονο στην περίπτωση της Ιαπωνίας και της Σουηδίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β4
Αποδόσεις επενδύσεων συνταξιοδοτικών ταμείων και δείκτες αναφοράς, 1980-1995

		Πραγματικές αποδόσεις επενδύσεων κεφαλαίων συνταξ/κών φορέων	Τοπικός δείκτης αναφοράς	Διεθνής δείκτης αναφοράς	Αποδόσεις σε σχέση με το μέσο όρο των κερδών
Καναδάς	Μέσος σταθμικός	7,5	6,6	10,6	0,3
	Τυπική απόκλιση	10,6	13,1	14,1	1,2
Γερμανία	Μέσος σταθμικός	6,7	10,4	9,3	1,4
	Τυπική απόκλιση	6,9	18,4	18,4	1,4
Ιαπωνία	Μέσος σταθμικός	6,9	9,6	8,9	1,4
	Τυπική απόκλιση	9,4	14,5	9,8	1,3
Ολλανδία	Μέσος σταθμικός	6,3	11,4	9,9	0,1
	Τυπική απόκλιση	6,7	19,5	13,7	1,7
Σουηδία	Μέσος σταθμικός	4,9	10,3	10,4	0,3
	Τυπική απόκλιση	15,9	21,7	15,3	2,4
Μ.Βρετανία	Μέσος σταθμικός	9,8	9,2	10,2	3,0
	Τυπική απόκλιση	9,7	11,9	15,2	1,2
ΗΠΑ	Μέσος σταθμικός	8,4	8,7	10,0	-8,0
	Τυπική απόκλιση	10,9	12,6	15,5	1,4

Πηγή: Davis & Steil , 2001

ΠΙΝΑΚΑΣ Β5

Συγκριτική αξιολόγηση πραγματικών αποδόσεων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων με τοπικούς και διεθνείς δείκτες & πραγματικά κέρδη οικονομιών

	Πραγματικές αποδόσεις συντ/κών κεφαλαίων μείον:		
	Τοπικός δείκτης	Διεθνής δείκτης	Πραγματικά κέρδη
Καναδάς	0,9	-3,2	7,2
Γερμανία	-3,7	-2,6	5,3
Ιαπωνία	-2,7	-2,0	5,5
Ολλανδία	-5,0	-3,5	6,2
Σουηδία	-5,4	-5,6	4,6
Μ.Βρετανία	0,6	-0,4	6,9
ΗΠΑ	-0,3	-1,6	9,2

Πηγή: Davis & Steil, 2001

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΡΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

1.1 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ

Στη διαδικασία λήψης στρατηγικών αποφάσεων κατανομής κεφαλαίων αναπτύσσονται λογισμικά-μαθηματικά μοντέλα βασισμένα πάνω στη μεθοδολογία του υποδείγματος Μέσης Απόκλισης (Mean-Variance Analysis). Τα μοντέλα υπολογίζουν το «ιδανικό» βάρος της μετοχής ή άλλης κατηγορίας επενδύσεων στο χαρτοφυλάκιο με στόχο την μεγιστοποίηση της απόδοσης για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου ή αντίστροφα την ελαχιστοποίηση του κίνδυνου για μια δεδομένη προσδοκώμενη απόδοση.

1.1 Απλοποιημένο Υπόδειγμα Μέσης Απόκλισης

Οι Dutta, Kapur και Orszag [1999] μέσω ενός απλοποιημένου υποδείγματος Μέσης Απόκλισης συμπεραίνουν ότι στην περίπτωση της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών διαθεσίμων, ο συνδυασμός μη κεφαλαιοποιητικών (unfunded) και κεφαλαιοποιητικών (funded) συστημάτων προτιμάται γιατί επιφέρει επαρκές αποτέλεσμα διαφοροποίησης.

Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι η διαφορά μεταξύ μη κεφαλαιοποιητικών και κεφαλαιοποιητικών συνταξιοδοτικών συστημάτων έγκειται στο γεγονός ότι τα πρώτα δεν έχουν αποταμιεύσει αρκετά, δεν είναι δηλαδή επαρκώς χρηματοδοτούμενα (ελλειμματικά) αφού το κεφάλαιο συσσωρεύεται σταδιακά, ενώ τα δεύτερα χρηματοδοτούνται πλήρως (πλεονασματικά) δεδομένου ότι το κεφάλαιο έχει ήδη συσσωρευτεί. Επιπλέον, έχει διαπιστωθεί ότι οι αποδόσεις των επενδύσεων που προέρχονται από κεφαλαιοποιητικά συστημάτα ξεπερνούν το ρυθμό αύξησης του εισοδήματος [Aaron,1999]. Το αποτέλεσμα αυτό είναι ιδιαίτερα επιθυμητό σε χώρες με γηράσκοντα πληθυσμό και αρνητικό ρυθμό πληθυσμιακής αύξησης, όπου το κόστος ενός μη κεφαλαιοποιητικού συστήματος βαραίνει τη νεότερη γενιά.

1.1α Εφαρμογή του υποδείγματος σε μια σειρά επιλεγμένων χωρών

Για να επανέλθουμε στο απλοποιημένο υποδείγμα των Dutta, Kapur και Orszag, έστω ότι το διαθέσιμο κεφάλαιο προς επένδυση ενός συνταξιοδοτικού φορέα προέρχεται κατά ένα μέρος από ένα μη κεφαλαιοποιητικό σύστημα και κατά το υπόλοιπο από ένα κεφαλαιοποιητικό. Εστω g το μέρος της συνολικής απόδοσης που

προέρχεται από το μη αυτοχρηματοδοτούμενο κομμάτι του κεφαλαίου, όπου g ο ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος-καθώς οι εισφορές στο ελλειμματικό κομμάτι αυξάνονται με το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ. Εστω r το μέρος της συνολικής απόδοσης που προέρχεται από το κεφαλαιοποιητικό κομμάτι του κεφαλαίου, όπου r η απόδοση των μετοχών. Ποιό είναι το ιδανικό ποσοστό κατανομής μεταξύ μετοχικών επενδύσεων και έκθεσης στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας;

Οι δικαιούχοι θα λάβουν για κάθε μονάδα εισφοράς τους σύνταξη ίση με $1+wr+(1-w)g$. Ας θεωρήσουμε ότι με P υποδηλώνουμε το εισόδημα που θα λάβουμε ως σύνταξη:

$$P = 1+wr+(1-w)g \quad (1)$$

Με r και g τυχαίες μεταβλητές η αναμενόμενη συνάρτηση χρησιμότητας (*E*xpected *U*tility) για κάθε δικαιούχο δίνεται από τη σχέση:

$$EU(1+wr+(1-w)g) \quad (2)$$

Από τις (1) και (2) μεγιστοποιώντας ως προς w λαμβάνουμε:

$$E(U'(P)(r-g)) = 0, \text{ εάν } 0<w<1$$

Εφόσον δεν υπάρχει συμπεριφορά αποφυγής κινδύνου (risk aversion), η πρώτη παράγωγος U' είναι σταθερή και η άριστη απόδοση προέρχεται από το αυτοχρηματοδοτούμενο κομμάτι του κεφαλαίου όποτε $Er>Eg$ [Aaron,1999]. Εντούτοις, με συμπεριφορά αποφυγής κινδύνου το ιδανικό ποσοστό κατανομής μεταξύ μετοχικών επενδύσεων και έκθεσης στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας θα προέλθει από τον συνδυασμό των δύο συστημάτων. Εχοντας εισάγει τη παράμετρο γ για να ποσοτικοποιήσουμε τον κίνδυνο, η προσδοκώμενη συνάρτηση χρησιμότητας :

$$EU(P) = EP - \gamma/2 var(P) \quad (3) \quad \text{με,}$$

$$EP = 1+w\mu r+(1-w)\mu g \quad (4)$$

$$var(P) = w^2\sigma^2 r+(1-w)^2\sigma^2 g+2w(1-w)\sigma rg, \quad (5)$$

με μ_i, σ^2_i και σ_{rg} τις αναμενόμενες αποδόσεις, τη διακύμανση και τη συνδιακύμανση αντίστοιχα των μεταβλητών r και g. Από τις (3), (4), (5) το ιδανικό ποσοστό κατανομής δίδεται τώρα :

$$w = \frac{\mu_r - \mu_g + \gamma(\sigma^2_g - \sigma_{rg})}{\gamma(\sigma^2_r)} \quad (6)$$

Πόσο μεγάλες τιμές μπορεί να πάρει η μεταβλητή w ; Στον Πίνακα Β6 έχουμε τις αποδόσεις των μετοχών (χρησιμοποιούνται μέσοι όροι ανά δεκαετία),της μεταβλητής r δηλαδή, από πέντε χώρες. Η εξεταζόμενη περίοδος καλύπτει μεγάλη χρονοσειρά, (1900-1989), λόγω του μακροχρόνιου χαρακτήρα της επένδυσης. Οπως παρατηρούμε η μεταβλητή r παρουσιάζει υψηλή μέση απόδοση και υψηλό κίνδυνο, ενώ η μεταβλητή g παρουσιάζει χαμηλή μέση απόδοση και χαμηλό κίνδυνο.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.6
Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ και συνολική απόδοση μετοχών

	ΑΕΠ (ρυθμός αύξησης)		Απόδοση μετοχών		
	Μέσος Σταθμικός	Διακύμανση	Μέσος Σταθμικός	Διακύμανση	Συνδιακύμανση
	μ_g	σ^2_g	μ_g	σ^2_g	σ_{rg}
ΗΠΑ	3,16	0,67	6,33	47,60	0,67
Μ.Βρετανία	1,87	0,97	4,42	60,90	4,16
Γαλλία	2,42	5,37	8,40	80,70	6,57
Γερμανία	2,88	9,72	8,93	89,40	16,20
Ιαπωνία	4,42	15,71	7,76	287,90	47,52

Πηγή: Dutta, Kapur & Orszag , 1999

Ο Πίνακας Β.7 αναφέρει τις τιμές που πήραμε από τη σχέση (6) αντικαθιστώντας με τα στοιχεία του Πίνακα Β.6 και συνδυάζοντας τα δύο συστήματα. Δίνουμε τρεις διαφορετικές τιμές στην παράμετρο γ :

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.7
Αποφυγή κινδύνου & ιδανικό ποσοστό κατανομής

	Παράμετρος αποφυγής κινδύνου		
	γ = 0,10	γ = 0,20	γ = 0,40
ΗΠΑ	77,20%	38,60%	19,20%
Μ.Βρετανία	45,10%	19,30%	6,30%
Γαλλία	20,60%	9,30%	3,50%
Γερμανία	63,50%	24,90%	5,50%
Ιαπωνία	0,10%	≈ 0,00%	≈ 0,00%

Πηγή: Dutta, Kapur & Orszag, 1999

Καθώς οι διακυμάνσεις, συνδιακυμάνσεις διαφέρουν αισθητά μεταξύ των χωρών, το ιδανικό ποσοστό κατανομής μεταξύ μετοχικών επενδύσεων και έκθεσης στο ΑΕΠ σε διάφορα επίπεδα γ παρουσιάζει και αυτό σημαντικές διαφορές. Ποικίλει επίσης σε σχέση με τη συνδιακύμανση που επηρεάζει τη δυνατότητα διαφοροποίησης στην αγορά μετοχών. Για τις ΗΠΑ, το ιδανικό ποσοστό είναι υψηλό γιατί η μέση απόδοση των μετοχών είναι υψηλή, και η συνδιακύμανση χαμηλή. Για την Ιαπωνία, τα αντίστοιχα ποσοστά είναι σχετικά χαμηλά γιατί η διακύμανση είναι υψηλή και οι δυνατότητες διαφοροποίησης περιορισμένες.

Στη συνέχεια ας εξετάσουμε τι ποσοστό των επενδύσεων σε ένα πλεονασματικό σύστημα πρέπει να κατευθυνθεί σε μετοχές και τι ποσοστό σε ομόλογα, σε στοιχεία δηλαδή μηδενικού κινδύνου. Η συνάρτηση (6) λαμβάνει την ακόλουθη μορφή :

$$P = 1+w\alpha r+w(1-\alpha)r_b+(1-w)g$$

όπου α το ποσοστό επένδυσης σε μετοχές, r_b το ποσοστό επένδυσης σε ομόλογα , g το ποσοστό έκθεσης στο ΑΕΠ και w το ποσοστό κατανομής μεταξύ μετοχικών επενδύσεων, ομολόγων και έκθεσης στο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Δεδομένης της μεταβλητής w, το πρόβλημα της επενδυτικής κατανομής τίθεται στη μεγιστοποίηση της μεταβλητής α. Χρησιμοποιώντας στοιχεία συγκρίσιμα με αυτά του Πίνακα Β6, ο Πίνακας Β8 φανερώνει ότι τα ομόλογα επέδειξαν χαμηλές αποδόσεις σε πραγματικές τιμές και αξιοσημείωτη διακύμανση. Βάσει αυτών των δεδομένων το κεφάλαιο του πλεονασματικού συστήματος κατευθύνεται καλύτερα στις μετοχικές επενδύσεις από ότι στα ομόλογα. Οι άριστες τιμές της μεταβλητής α βασιζόμενοι στα στοιχεία των Πινάκων Β6, Β7, Β8 δίνονται στον Πίνακα Β9. Η Γερμανία με σχετικά

υψηλές αποδόσεις στα ομόλογα αποτελεί την εξαίρεση στη γενική διαπίστωση ότι τα χαρτοφυλάκια πρέπει κυρίως να επενδύονται σε μετοχές.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.8
Πραγματική απόδοση ομολόγων:1900-1989

	Αποδόσεις σε ομόλογα	
	Μέσος σταθμικός	Διακύμανση
ΗΠΑ	0,92	4,87
Μ.Βρετανία	-0,02	6,54
Γαλλία	-1,90	134,70
Γερμανία	3,30	19,40
Ιαπωνία	-2,00	524,00

Πηγή: Dutta, Kapur & Orszag , 1999

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.9
Δομή χαρτοφυλακίου στα πλεονασματικά συστήματα - Τοποθετήσεις σε μετοχές

	Ποσοστό κατανομής		
	W = 0.25	w = 0.5	w = 0.75
ΗΠΑ	100,00%	100,00%	88,70%
Μ.Βρετανία	100,00%	100,00%	78,20%
Γαλλία	100,00%	100,00%	100,00%
Γερμανία	33,70%	33,10%	33,00%
Ιαπωνία	100,00%	100,00%	100,00%

Πηγή: Dutta, Kapur & Orszag , 1999

1.1β Εφαρμογή του υποδείγματος στην περίπτωση της Ελλάδας

Κατά την ίδια λογική, ας εξετάσουμε στη συνέχεια τι συμβαίνει στην Ελλάδα, χρησιμοποιώντας χρονοσειρές που καλύπτουν τη χρονική περίοδο 1986-2004 και αφορούν: τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών ASE Index, το ρυθμό αύξησης (απόδοση) του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος, τις αποδόσεις δεκαετών ομολόγων.

Υπολογίζουμε το μέσο όρο (mean) και τη διακύμανση (variance-var) του ΑΕΠ. Τα αποτελέσματα της επεξεργασίας των δεδομένων όπως διαφαίνονται στον Πίνακα Β.10 μας δίδουν:

μέσος όρος M_g = 9,99%

διακύμανση σ^2_g = 4,94%

όπου g : ρυθμός αύξησης της οικονομίας

Παρόμοια διενεργούμε για τις αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων. Τα αποτελέσματα της επεξεργασίας των δεδομένων όπως διαφαίνονται στον Πίνακα Β10 μας δίδουν:

μέσος όρος M_b = 11,75%

διακύμανση σ^2_b = 3,69%

όπου b : αποδόσεις δεκαετών ομολόγων

Επεξεργαζόμαστε ακολούθως τις ημερήσιες τιμές κλεισίματος του δείκτη ASE- index (βλ. Πίνακα Β10)[31]. Υπολογίζουμε τις ετήσιες αποδόσεις προκειμένου να προσαρμόσουμε τη χρονοσειρά μας στις χρονοσειρές του ΑΕΠ και των δεκαετών ομολόγων.

Βάσει των ετησιοποιημένων στοιχείων λαμβάνουμε :

μέσος όρος M_r = 22,00%

διακύμανση σ^2_r = 15,51%

όπου r : αποδόσεις δείκτη Γενικού Δείκτη ΧΑΑ, ASE-Index

Οι συνδιακυμάνσεις (covariance-covar) βάσει των υπολογισμών μας διαμορφώνονται ως εξής:

συνδιακύμανση σ_{rg} = 17,36%

συνδιακύμανση σ_{bg} = 39,23%

---

[31] Στον Πίνακα 10 στην σελίδα 115 εμφανίζονται τα συνολικά αποτελέσματα των υπολογισμών, ενώ τα επιμέρους αποτελέσματα εμφανίζονται μόνο μέχρι το 2/1987 για λόγους όγκου.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.10

Εφαρμογή του υποδείγματος Dutta, Kapur & Orszag στην περίπτωση της Ελλάδας

ΑΕΠ ΕΛΛΑΔΑΣ

έτη	ρυθμός αύξησης	ρυθμός αύξησης (ln)	μέσος όρος (mean)	διακύμανση (var)
			9,99%	**4,94%**
1986	19,4%			
1987	13,7%	-34,7%		
1988	20,7%	41,2%		
1989	14,4%	-36,4%		
1990	20,6%	35,8%		
1991	19,8%	-4,0%		
1992	14,8%	-29,1%		
1993	14,5%	-2,0%		
1994	11,2%	-25,8%		
1995	9,8%	-13,4%		
1996	7,4%	-28,1%		
1997	6,8%	-8,5%		
1998	5,2%	-26,8%		
1999	3,0%	-55,0%		
2000	3,4%	12,5%		
2001	3,5%	2,9%		
2002	4,0%	13,4%		
2003*	3,5%	-13,4%		
2004*	3,4%	-2,9%		

ASE Index

ημερ/νία	Px Last	ετήσια απόδοση	ετήσια απόδοση (ln)
13/10/1986	87,55	87,55	
14/10/1986	87,55		
15/10/1986	86,99		
16/10/1986	86,52		
17/10/1986	86,66		
20/10/1986	87,85		
21/10/1986	90,24		
22/10/1986	91,06		
23/10/1986	90,84		
24/10/1986	90,83		
27/10/1986	91,25		
29/10/1986	92,49		
30/10/1986	92,71		
31/10/1986	94,72		
3/11/1986	94,92		
4/11/1986	94,08		
5/11/1986	92,86		
6/11/1986	91,10		
7/11/1986	91,52		
10/11/1986	91,85		
11/11/1986	91,10		
12/11/1986	90,65		
13/11/1986	89,76		
14/11/1986	89,94		
17/11/1986	91,32		
18/11/1986	92,00		
19/11/1986	93,15		
20/11/1986	94,57		
21/11/1986	95,43		
24/11/1986	96,38		

έτη	ρυθμός αύξησης	μέσος όρος ετησιοποιημένος (mean annualized)	διακύμανση (var)
1986	10,6%	**22,00%**	**15,51%**
1987	104,0%	συνδιακύμανση	
1988	3,0%	(covar rg)	
1989	48,5%		
1990	72,3%	**0,0017364**	
1991	-17,0%		
1992	-17,5%		
1993	38,8%		
1994	-12,6%		
1995	3,5%		
1996	5,5%		
1997	43,8%		
1998	68,0%		
1999	68,5%		
2000	14,0%		
2001	-24,6%		
2002	-39,1%		
2003*	26,4%		
2004*	8,0%		

10ετή ΟΜΟΛΟΓΑ

ετη	απόδοση	απόδοση (ln)	μέσος όρος (mean)	διακύμανση
			11,75%	**3,69%**
1986	21%			
1987	15%	-31%		συνδιακύμανση
1988	22%	38%		(covar bg)
1989	16%	-32%		
1990	22%	32%		**0,00392317**
1991	21%	-5%		
1992	17%	-21%		
1993	16%	-9%		
1994	13%	-18%		
1995	11%	-17%		
1996	9%	-18%		
1997	10%	6%		
1998	9%	-14%		
1999	6%	-30%		
2000	6%	-3%		
2001	5%	-14%		
2002	5%	-3%		
2003	4%	-18%		
2004	4%	1%		

25/11/1986	96,89		
26/11/1986	96,02		
27/11/1986	96,26		
28/11/1986	96,24		
1/12/1986	96,46		
2/12/1986	97,20		
3/12/1986	97,92		
4/12/1986	98,24		
5/12/1986	98,71		
8/12/1986	98,21		
9/12/1986	97,41		
10/12/1986	96,29		
11/12/1986	95,16		
12/12/1986	95,98		
15/12/1986	95,62		
16/12/1986	94,91		
17/12/1986	94,46		
18/12/1986	94,85		
19/12/1986	95,78		
22/12/1986	95,73		
23/12/1986	95,55		
24/12/1986	95,37		
29/12/1986	95,73		
30/12/1986	96,21		
31/12/1986	97,14		
2/1/1987	97,36	97,36	10,6%
5/1/1987	98,51		
7/1/1987	99,76		
8/1/1987	101,33		
9/1/1987	103,23		
12/1/1987	105,88		
13/1/1987	108,31		
14/1/1987	106,29		
15/1/1987	106,99		
16/1/1987	109,17		
19/1/1987	111,49		
20/1/1987	114,73		
21/1/1987	118,14		
22/1/1987	121,15		
23/1/1987	118,20		
26/1/1987	116,82		

Συγκεντρώνοντας τα παραπάνω αποτελέσματα στον πίνακα Β.11, έχουμε :

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.11
Ρυθμός ανάπτυξης ελληνικής οικονομίας, αποδόσεις μετοχών γενικού δείκτη ΧΑΑ, αποδόσεις ομολόγων ελληνικού δημοσίου 1986- 2004

Ρυθμός αύξησης ΑΕΠ (%)		Αποδόσεις ASE - Index			Αποδόσεις 10ετών ομολόγων				
Μέσος όρος (mean)	Διακύμανση (var)	Μέσος όρος (mean)		var	Μέσος όρος (mean)		Διακύμανση (var)	Συνδιακύμανση (covar)	Συνδιακύμανση (covar)
Mg	$\sigma^2 g$	μr		$\sigma^2 r$	Mb		$\sigma^2 b$	σrg	σbg
10,00%	4,90%	22,00%		15,51%	11,75%		3,69%	17,36%	39,23%

Πηγή: Συγγραφέας

Δίνοντας διαφορετικές τιμές στην παράμετρο αποφυγής κινδύνου (γ) τα ποσοστά κατανομής των κεφαλαίων προς επένδυση σε μετοχές και ομόλογα διαμορφώνονται ως εξής στον Πίνακα Β.12:

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.12
Τρία σενάρια συμπεριφοράς αποφυγής κινδύνου

Παράμετρος αποφυγής κινδύνου					
Ποσοστά κατανομής σε μετοχές			Ποσοστά κατανομής σε ομόλογα		
γ=0,10	*γ=0,20*	*γ=0,40*	*γ=0,10*	*Γ=0,20*	*γ=0,40*
18,70%	8,30%	3,10%	-7,00%	-10,00%	-12,00%

Πηγή: Συγγραφέας

Σε μικρές τιμές του γ(γ=0,10) ο επενδυτής έχει μικρή αποφυγή προς τον κίνδυνο. Αντίθετα όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του γ(γ=0,40), τόσο μεγαλύτερη αποφυγή προς τον κίνδυνο σημειώνεται. Επομένως όσο μικρότερο το γ τόσο το ποσοστό των επενδύσεων σε μετοχές είναι μεγαλύτερο. Στην περίπτωση των ομολόγων, τα αποτελέσματα δείχνουν ότι δεν συμφέρει καθόλου οι επενδυτικές τοποθετήσεις σε ομόλογα. Αυτό συμβαίνει λόγω της υψηλής συνδιακύμανσης που σημειώνεται μεταξύ ΑΕΠ και ομολόγων $covar_{\sigma bg}$ = 39,23 που σημαίνει ότι υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ των δύο παραμέτρων.

Στη συνέχεια διενεργούμε ανάλυση ευαισθησίας. Διατηρώντας σταθερή την παράμετρο αποφυγής κινδύνου με γ=0,10 και δίνοντας διαφορετικές τιμές στο ρυθμό

αύξησης του ΑΕΠ και στις αποδόσεις του μετοχικού δείκτη (βλ. Πίνακα Β.13) παρατηρούμε τα εξής: με σταθερό το ΑΕΠ και αυξανόμενη την προσδοκόμενη απόδοση των μετοχών αυξάνει η κατανομή των επενδύσεων σε μετοχές, ενώ με σταθερή την απόδοση των μετοχών και αυξανόμενη την απόδοση του ΑΕΠ μειώνεται η κατανομή των επενδύσεων σε μετοχές.

Κατά τον ίδιο τρόπο διατηρώντας σταθερή την παράμετρο αποφυγής κινδύνου με γ=0,10 και δίνοντας διαφορετικές τιμές στο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ και στις αποδόσεις των δεκαετών ομολόγων (βλ. Πίνακα Β.14) παρατηρούμε τα εξής: με σταθερό το ΑΕΠ και αυξανόμενη την προσδοκώμενη απόδοση των ομολόγων αυξάνει η κατανομή των επενδύσεων σε ομόλογα, ενώ με σταθερή την απόδοση των ομολόγων και αυξανόμενη την απόδοση του ΑΕΠ αυξάνει η κατανομή των επενδύσεων σε ομόλογα. Ακόμη, ο βαθμός ευαισθησίας των ομολόγων σε μεταβολές του ΑΕΠ είναι μεγαλύτερος από το βαθμό ευαισθησίας των μετοχών σε μεταβολές του ΑΕΠ.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.13
Ανάλυση ευαισθησίας

	Αποδόσεις Γενικού Δείκτη ΧΑΑ							
	18,70%	**-10,00%**	**5,00%**	**0,00%**	**5,00%**	**10,00%**	**15,00%**	**20,00%**
ΑΕΠ	2,00%	-22,99%	3,05%	-5,63%	3,05%	11,73%	20,42%	29,10%
	3,00%	-24,73%	1,32%	-7,37%	1,32%	10,00%	18,68%	27,36%
	4,00%	-26,47%	-0,42%	-9,10%	-0,42%	8,26%	16,94%	25,63%
	5,00%	-28,20%	-2,16%	-10,84%	-2,16%	6,53%	15,21%	23,89%
	6,00%	-29,94%	-3,89%	-12,58%	-3,89%	4,79%	13,47%	22,15%
	7,00%	-31,68%	-5,63%	-14,31%	-5,63%	3,05%	11,73%	20,42%
	8,00%	-33,41%	-7,37%	-16,05%	-7,37%	1,32%	10,00%	18,68%
	9,00%	-35,15%	-9,10%	-17,78%	-9,10%	-0,42%	8,26%	16,94%
	10,00%	-36,88%	-10,84%	-19,52%	-10,84%	-2,16%	6,53%	15,21%

Πηγή: Συγγραφέας

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.14

Ανάλυση ευαισθησίας

	Αποδόσεις Ομολόγων									
-7,00%	**-2,50%**	**0,00%**	**2,50%**	**5,00%**	**7,50%**	**10,00%**	**12,50%**	**15,00%**	**17,50%**	**20,00%**
ΑΕΠ 2,00%	-32,00%	-22,00%	-12,00%	-2,00%	8,00%	17,00%	27,00%	37,00%	47,00%	57,00%
3,00%	-36,00%	-26,00%	-16,00%	-6,00%	4,00%	14,00%	23,00%	33,00%	43,00%	53,00%
4,00%	-39,00%	-30,00%	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	19,00%	29,00%	39,00%	49,00%
5,00%	-43,00%	-34,00%	-24,00%	-14,00%	-4,00%	6,00%	15,00%	25,00%	35,00%	45,00%
6,00%	-47,00%	-37,00%	-28,00%	-18,00%	-8,00%	2,00%	12,00%	21,00%	31,00%	41,00%
7,00%	-51,00%	-41,00%	-32,00%	-22,00%	-12,00%	-2,00%	8,00%	17,00%	27,00%	37,00%
8,00%	-55,00%	-45,00%	-36,00%	-26,00%	-16,00%	-6,00%	4,00%	14,00%	23,00%	33,00%
9,00%	-59,00%	-49,00%	-39,00%	-30,00%	-20,00%	-10,00%	0,00%	10,00%	19,00%	29,00%
10,00%	-63,00%	-53,00%	-43,00%	-34,00%	-24,00%	-14,00%	-4,00%	6,00%	15,00%	25,00%

Πηγή: Συγγραφέας

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙΙ

ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΠΟΔΟΣΕΩΝ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΟΜΕΙΩΣΗΣ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

1. ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΥΠΟΘΕΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ

Σε αυτή την ενότητα θα ασχοληθούμε πρακτικά με εναλλακτικές στρατηγικές επένδυσης των κεφαλαίων που προορίζονται για σύνταξη και συγκεκριμένα θα εξετάσουμε την περίπτωση ενός εργαζόμενου με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, όπως σημειώνουμε πιο κάτω. Στη συνέχεια θα αναπτύξουμε ένα υπόδειγμα προσομείωσης και θα προβούμε σε έλεγχο ευαισθησίας προκειμένου να αναλύσουμε και να κρίνουμε τις επενδυτικές αποδόσεις των στρατηγικών που ακολουθήσαμε.

Εστω λοιπόν ένας εργαζόμενος ο οποίος ξεκινά να εργάζεται στα 25 του χρόνια και συνταξιοδοτείται στα 65, η εργασιακή του δραστηριότητα δηλαδή διαρκεί 35 χρόνια. Επιπλέον, υποθέτουμε ότι ο αρχικός μισθός είναι 20000 ευρώ και αυξάνεται σύμφωνα με το ρυθμό αύξησης του πληθωρισμού που ορίζουμε στα 2,5%, δεν υπάρχει δηλαδή πραγματικός μισθός. Ο τελικός του μισθός υπολογίζεται στα 20.000 ευρώ και το συνταξιοδοτικό ταμείο στο οποίο είναι μέλος, πρέπει να του αποδώσει σύνταξη ίση με 10.000 ευρώ, το 50% δηλαδή του μισθού του. Το προσδόκιμο ζωής μετά τη συνταξιοδότησή του ορίζουμε στα 20 χρόνια. Επίσης, θεωρούμε ότι το ονομαστικό επιτόκιο είναι 5% και το πραγματικό επιτόκιο είναι 2,5%.
Συνοψίζοντας τα παραπάνω, έχουμε :

wl	=	35
w	=	20.000 ευρώ
i	=	2,5%
r nom	=	5%
r real	=	2,5%
fn	=	20.000 ευρώ
trr	=	50%
tri	=	10.000 ευρώ
rl	=	20

όπου:
w (wage) = αρχικός μισθός
i (inflation) = πληθωρισμός

r nom (nominal interest rate) = ονομαστικό επιτόκιο

r real (real interest rate) = πραγματικό επιτόκιο

fn (final income) = τελικός μισθός

trr (target replacement ratio) = επιθυμητό ποσοστό αναπλήρωσης

tri (target retirement income) = επιθυμητό επίπεδο σύνταξης

rl (retirement life) = προσδόκιμο ζωής μετά τη συνταξιοδότηση

Προκειμένου να ενσωματώσουμε τον πληθωρισμό και να υπολογίσουμε τα επίπεδα των συντάξιμων αποδοχών σε πραγματικούς όρους υπολογίζουμε την παρούσα αξία των συσσωρευμένων κεφαλαίων (terminal portfolio ή τελικό χαρτοφυλάκιο) - που προορίζονται για να εκπληρώσουν την υποχρέωση για την καταβολής σύνταξης -, σε πραγματικούς όρους. Η παρούσα αξία του τελικού χαρτοφυλακίου δίδεται από τη σχέση :

P.V. τελικού χαρτοφυλακίου = P.V. (r real; rl ; tri) [1]

δηλαδή, η παρούσα αξία του τελικού χαρτοφυλακίου αποτελεί συνάρτηση του επιπέδου του πραγματικού επιτοκίου, του προσδόκιμου ζωής μετά τη συνταξιοδότηση και του επιθυμητού επιπέδου σύνταξης. Βάσει των αρχικών μας δεδομένων και αντικαθιστώντας στη σχέση [1] υπολογίζουμε ότι η παρούσα αξία των συσσωρευμένων κεφαλαίων

P.V. τελικού χαρτοφυλακίου = 155.892 ευρώ

που σημαίνει ότι προκειμένου το συνταξιοδοτικό ταμείο να καταβάλει στον δικαιούχο εργαζόμενο του παραδείγματός μας ετήσιο συντάξιμο εισόδημα ίσο με 10.000 ευρώ για τα επόμενα είκοσι χρόνια μετά τη συνταξιοδότησή του, θα πρέπει να έχει συσσωρεύσει κεφάλαια αξίας ίσης με 155.892 ευρώ.

Για να πετύχουμε λοιπόν τον παραπάνω στόχο ακολουθούμε τρεις εναλλακτικές στρατηγικές που συνίστανται στις εξής επενδυτικές τοποθετήσεις:

1.1 Πρώτη στρατηγική

Τοποθετούμε το 100% των συσσωρευμένων κεφαλαίων μας σε ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό (inflation indexed treasury securities) που σημαίνει ότι η απόδοση της επένδυσης ισούται με το πραγματικό επιτόκιο. Υπολογίζοντας το επίπεδο της ετήσιας εισφοράς που απαιτείται να

καταβάλει ο εργαζόμενος προκειμένου να λάβει την επιδιωκόμενη σύνταξη, λαμβάνουμε ότι η ετήσια εισφορά :

Ετήσια εισφορά (Annual Payment)= AP (r_{real}; wl ; τελικό χαρτοφυλάκιο) [2]

Δηλαδή, η ετήσια εισφορά αποτελεί συνάρτηση του πραγματικού επιτοκίου, της διάρκειας εργασίας και του τελικού χαρτοφυλακίου. Σύμφωνα με τα αρχικά μας δεδομένα και τα αποτελέσματα της σχέσης [1] η ετήσια εισφορά που πρέπει να καταβάλλει ο εργαζόμενος υπολογίζεται βάσει της σχέσης [2]

Ετήσια εισφορά = 2.838 ευρώ

που σημαίνει ότι ο εργαζόμενος πρέπει να εισφέρει στο συνταξιοδοτικό ταμείο ποσό ίσο με 2.832 ευρώ ετησίως για 35 χρόνια προκειμένου να λάβει σύνταξη. Το ετήσιο ποσοστό εισφοράς (contribution rate) υπολογίζεται βάσει της ετήσιας εισφοράς προς τον αρχικό μισθό και :

ετήσιο ποσοστό εισφοράς = AP / w = 14,2%

1.2 Δεύτερη στρατηγική

Αν την ετήσια εισφορά, που υπολογίσαμε προηγουμένως, την επενδύσουμε σε μετοχές υποθέτωντας :

→ μέση ετήσια μακροπρόθεσμη απόδοση δείκτη μετοχών (long run average annual equity returns) ASE-index, βάσει ιστορικών στοιχείων ίση με 9% και τυπική απόκλιση (standard deviation of returns) της απόδοσης ίση με 5%,

→ μερισματική απόδοση (dividend yield) ίση με 2%,

→ μέσος όρος μακροπρόθεσμου πληθωρισμού (long run CPI) ίσος με 6% και τυπική απόκλιση (standard deviation of CPI) ίση με 2%,

→ πραγματική απόδοση μετοχικού δείκτη ASE-index (real equity return) ίση με 5%,

τότε η μελλοντική αξία της επένδυσης (Future Value) με πραγματική απόδοση του μετοχικού δείκτη ASE-index ίση με 5% και επενδυτικό ορίζοντα 35 χρόνια, δίδεται από τη συνάρτηση :

FV = FV(er_{real} ;wl;ap) [3]

όπου:

er_{real} = πραγματική απόδοση δείκτη ASE-index

wl working life = έτη εργασίας

ap annual payment = ετήσια εισφορά

και αντικαθιστώντας στη σχέση [3] λαμβάνουμε :

FV = 256.338 ευρώ

που σημαίνει ότι αφενός πετυχαίνουμε τον αρχικό σκοπό των 155.892 ευρώ και αφετέρου δημιουργούμε πλεόνασμα ίσο με 100.446 ευρώ.

Στην περίπτωση αυτή το επιθυμητό ποσό σύνταξης που θα λάβει ο εργαζόμενος για τα επόμενα είκοσι χρόνια υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

tri = tri (r_{real} ;rl;terp) [4]

όπου:

tri target retirement income = ποσό σύνταξης

rl retirement life = έτη συνταξιοδότησης

terp terminal portfolio = τελικό χαρτοφυλάκιο

r_{real} = πραγματικό επιτόκιο

και αντιθιστώντας στη σχέση [4] λαμβάνουμε :

tri = 16.443,34 ευρώ

δηλαδή με συσσωρευμένα κεφάλαια 256.338 ευρώ οι συντάξιμες αποδοχές διαμορφώνονται από 10.000 ευρώ σε 16.443,34 και επομένως το ποσοστό αναπλήρωσης (replacement ratio) αυξάνεται από το 50% του μισθού στο 82,2% του μισθού.

1.3 Τρίτη στρατηγική

Δημιουργούμε ένα ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο με κατανομή κεφαλαίων 50% σε ομόλογα, 50% σε μετοχές. Η αξία του χαρτοφυλακίου προσδιορίζεται βάσει των σχέσεων [1] και [3] :

Αξία μικτού τελικού χαρτοφυλακίου (balanced terminal portfolio value)=0,5 τελικού χαρτοφυλακίου 1 * + 0,5 τελικού χαρτοφυλακίου 2
και
Αξία μικτού τελικού χαρτοφυλακίου = 206.115 ευρώ

που σημαίνει ότι αφενός πετυχαίνουμε τον αρχικό σκοπό των 155.892 ευρώ και αφετέρου δημιουργούμε πλεόνασμα ίσο με 50.223 ευρώ.

Στην περίπτωση αυτή το επιθυμητό ποσό σύνταξης που θα λάβει ο εργαζόμενος για τα επόμενα είκοσι χρόνια υπολογίζεται από την παρακάτω σχέση:

tri = tri (r_{real} ;rl;terp) [5]

όπου:

tri target retirement income = επιθυμητό ποσό σύνταξης
rl retirement life = έτη συνταξιοδότησης
terp terminal portfolio = τελικό χαρτοφυλάκιο
r_{real} = πραγματικό επιτόκιο

και αντικαθιστώντας στη σχέση [5] λαμβάνουμε :

tri = 13.221,67 ευρώ

δηλαδή με συσσωρευμένα κεφάλαια 206.115 ευρώ οι συντάξιμες αποδοχές διαμορφώνονται από 10.000 ευρώ σε 13.221,67 και επομένως το ποσοστό αναπλήρωσης αυξάνεται από το 50% του μισθού στο 66,1% του μισθού.

Συνοπτικά, τα ανωτέρω καταγράφονται αναλυτικά στον Πίνακα Β15.

Καταγραφή υποθέσεων και επενδυτικών στρατηγικών

Υποθέσεις (i)		**Υποθέσεις (ii)**
μισθός	20.000	
έτη εργασίας	35	
πληθωρισμός	2,5%	Η αύξηση μισθού νοείται στο ίδιο επίπεδο με τον πληθωρισμό , δηλ. υποθέτουμε σταθερό πραγματικό μισθό
ονομαστικό επιτόκιο	5%	
πραγματικό επιτόκιο	*2,5%*	
τελικό εισόδημα	*20.000*	Προκειμένου να ενσωματώσουμε την πληθωριστική επίδραση και να διατηρήσουμε το συντάξιμο εισόδημα σε πραγματικούς
επιθυμητό ποσοστό αναπλήρωσης	*50%*	όρους υπολογίζουμε την Παρούσια Αξία των συντάξεων με πραγματικά επιτόκια
επιθυμητό συντάξιμο εισόδημα	*10000*	
έτη συνταξιοδότησης	*20*	
τελικό χαρτοφυλάκιο	**155.892 €**	
	(προκειμένου να αποδωθεί ετήσιο συντάξιμο εισόδημα 10.000 ευρώ για 20 χρόνια)	

Επενδυτικές στρατηγικές

		Τελικό χαρτοφυλάκιο	
Στόχος	Ποιές επενδυτικές τοποθήσεις πρέπει να πραγματοποιηθούν έτσι ώστε να αποδωθούν	**155.892 €**	μετά από 35 έτη εργασίας

a. **Επένδυση σε ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό (πραγματική απόδοση επένδυσης = απόδοση πραγματικού επιτοκίου)**

Ετήσια εισφορά	**2.838 €**
Ποσοστό εισφοράς	**14,2%**

b. **Επένδυση 100% σε μετοχές του δείκτη ASE index (πραγματική απόδοση επένδυσης= απόδοση μετοχών + μερισματική απόδοση - CPI)**

Υποθέσεις	Μέση ετήσια μακροπρόθεσμη απόδοση βάσει ιστορικών στοιχείων	**9%**
	Τυπική απόκλιση αποδόσεων	**5%**
	Μερισματική απόδοση	**2%**
	Μακροπρόθεσμο επίπεδο πληθωρισμού CPI	**6%**
	Τυπική απόκλιση CPI	**2%**
	Πραγματική απόδοση μετοχών	**5%**
Τελικό χαρτοφυλάκιο	**256.338 €**	

Συντάξιμο εισόδημα	**16.443,34 €**
Στοχοθετημένο ποσοστό αναπλήρωσης	**82,2%**

		Ποσοστό κατανομής επένδυσης
Υποθέσεις	Τοποθετήσεις σε μετοχές	**50%**
	Τοποθετήσεις σε ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό	**50%**
Τελικό χαρτοφυλάκιο	**206.115 €**	
	Συντάξιμο εισόδημα	**13.221,67 €**
	Επιθημητό ποσοστό αναπλήρωσης	**66,1%**

2. ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΣΟΜΕΙΩΣΗΣ & ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

2.1 Διαδικασία προσομείωσης και ανάλυση αποτελεσμάτων

Η διαδικασία της προσομείωσης[32] ενσωματώνει 1000 σενάρια μετοχικών αποδόσεων και πληθωρισμού για κάθε επενδυτική στρατηγική. Αυτές οι αποδόσεις χρησιμοποιούνται για να καθορίσουν την αξία του χαρτοφυλακίου καθόλη τη διάρκεια των 35 ετών, από την έναρξη δηλαδή της εργασίας μέχρι τη λήξη και τη συνταξιοδότηση. Η απόδοση κάθε επενδυτικής στρατηγικής κρίνεται βάσει το τελικό επιθυμητό επίπεδο συσσώρευσης κεφαλαίων που όπως υπολογίσαμε παραπάνω ισούται με :

P.V. χαρτοφυλακίου = 155.892 ευρώ

Προηγουμένως, εξετάσαμε την απόδοση που λαμβάνουμε μέσω των τριών επενδυτικών στρατηγικών και διαπιστώσαμε πως και οι τρεις μέθοδοι εκπληρώνουν το στόχο μας και μάλιστα οι δύο τελευταίες στρατηγικές (100% σε ASE Index και 50% σε ομόλογα - 50% σε ASE Index) δημιουργούν πλεονάσματα. Στην απλή όμως αυτή ανάλυση δεν ενσωματώσαμε τον κίνδυνο, δηλαδή: ακολουθώντας κάθε μία από τις προαναφερθείσες στρατηγικές, πόσες φορές κινδυνεύουμε να σημειώσουμε αποδόσεις κάτω του στόχου μας;

Σκοπός της διαδικασίας προσομείωσης είναι ακριβώς να ενσωματώσουμε στην απόδοση τον κίνδυνο της πιθανότητας να συμβεί απόδοση κάτω του στόχου μας, δηλαδή απόδοση μικρότερη των 155.892 ευρώ. Ο Πίνακας Β.16 μας δίνει τα αποτελέσματα της ανωτέρω ανάλυσής μας σε συνδυασμό με τα αποτελέσματα της προσομείωσης. Λόγω της υψηλότερης αναμενόμενης απόδοσης, η δεύτερη στρατηγική (100% ASE Index) πετυχαίνει υψηλότερη αξία χαρτοφυλακίου στην ηλικία των 65 ετών σε σχέση με τις δύο άλλες στρατηγικές. Ο κίνδυνος όμως να σημειωθεί απόδοση κάτω του στόχου είναι υψηλότερος. Αυτό είναι φανερό από το γεγονός ότι το 16.8% των προσομειώσεων, το τελικό χαρτοφυλάκιο αποτυγχάνει να πετύχει τον επιδιωκόμενο στόχο.

---

[32] Η πιο γνωστή τεχνική προσομείωσης για την εκτίμηση αυτών των μεταβολών είναι η Monte Carlo, η οποία προσομειώνει έναν αριθμό δυνατών τιμών (από 1000 έως 10.000) που η χρηματοοικονομική μεταβλητή μπορεί να λάβει κατά τη διάρκεια της συναλλαγής διαχείρισης κινδύνου. Για κάθε μία από τις προσομειωτικές τιμές, υπολογίζει την αντίστοιχη τιμή σε προκαθορισμένα διαστήματα και τέλος συγκρίνει τις εκτιμήσεις της τιμής της συναλλαγής για να προκύψουν πιθανότητες κατανομής στα προκαθορισμένα διαστήματα(Smithson, 1998). Το πλεονέκτημα της προσέγγισης Monte Carlo έναντι της προσέγγισης σεναρίων είναι ότι λαμβάνει υπόψη την πιθανολογική φύση των μεταβολών των μεταβλητών.

Συγκριτικά, το μικτό χαρτοφυλάκιο (η επενδυτική στρατηγική 50%-50%) σημειώνει μικρότερο κίνδυνο αν και σε αυτή τη περίπτωση στο 14,6% των προσομειώσεων, το τελικό χαρτοφυλάκιο αποτυγχάνει να πετύχει τον επιδιωκόμενο στόχο.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.16
Απόδοση εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών
Monte Calro simulations

επενδυτική στρατηγική	αξία τελικού χαρτοφυλακίου	αποδόσεις κάτω του στόχου	συντάξιμο εισόδημα	ποσοστό αναπλήρωσης
	(ευρώ)	(%)	(ευρώ)	(%)
100% IITS	155.892	0,0	10.000	14,2
100% ASE index	256.338	16,8	16.443,34	82,2
50% IITS - 50% ASE index	206.115	14,6	13.221,67	66,1

Πηγή: Συγγραφέας

2.2 Ανάλυση ευαισθησίας

Μέχρι στιγμής τα αποτελέσματα της ανάλυσής μας βασίστηκαν σε ορισμένες υποθέσεις. Ορίσαμε δηλαδή εξ' αρχής, συγκεκριμένα επίπεδα απόδοσης των μετοχών και διακύμανσης, συγκεκριμένα επίπεδα πληθωρισμού και επιτοκίων. Στα πλαίσια των επενδυτικών στρατηγικών που καταγράψαμε, εξετάζουμε την ευαισθησία των αποδόσεων των τριών τελικών χαρτοφυλακίων σε διαφορετικά επίπεδα πραγματικού επιτοκίου. Στην περίπτωση της πρώτης στρατηγικής (100% των επενδύσεων σε IITS) η ανάλυση ευαισθησίας (αποδίδουμε στο πραγματικό επιτόκιο διάφορες τιμές) όπως φαίνεται στον Πίνακα Β17α, φανερώνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου, η απόδοση δηλαδή των ομολόγων, τόσο μικρότερη συσσώρευση κεφαλαίων απαιτείται για την καταβολή σύνταξης. Οσο μικρότερη καθίσταται η απόδοση των ομολόγων, τόσο μεγαλύτερη συσσώρευση κεφαλαίων απαιτείται για την καταβολή σύνταξης.

Στην περίπτωση της δεύτερης στρατηγικής (100% των επενδύσεων σε ASE – Index) η ανάλυση ευαισθησίας (αποδίδουμε στην πραγματική απόδοση των μετοχών διαφορετικές τιμές), όπως παρουσιάζει ο Πίνακας Β17β, υποδεικνύει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση των μετοχών τόσο αυξάνει η αξία του τελικού χαρτοφυλακίου με αποτέλεσμα όχι μόνο να πραγματοποιείται η καταβολή σύνταξης

αλλά και να δημιουργείται ένα σημαντικό πλεόνασμα. Τα αντίθετα αποτελέσματα λαμβάνουμε με μικρότερα επίπεδα απόδοσης. Οσο μικρότερη η απόδοση των μετοχών, τόσο μειώνεται η αξία του τελικού χαρτοφυλακίου και σημειώνονται ελλείμματα.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.17
Ανάλυση ευαισθησίας

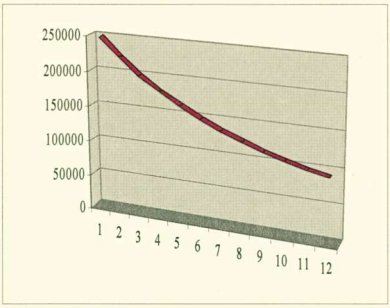
(α)

		Ομολογιακό
		155.892 €
Πραγματική απόδοση ομολόγων	-2,0%	248.943€
	-1,0%	222.633€
	0,0%	200.000€
	1,0%	180.456€
	2,0%	163.514€
	3,0%	148.775€
	4,0%	135.903€
	5,0%	124.622€
	6,0%	114.699€
	7,0%	105.940€
	8,0%	98.181 €
	9,0%	91.285 €

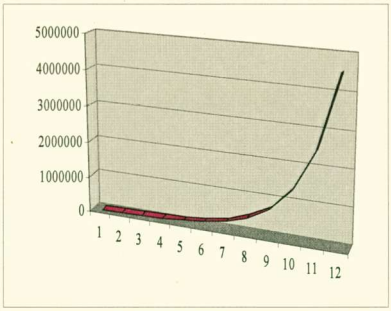
(β)

		Μετοχικό
		256.338 €
Πραγματική απόδοση μετοχών	-10,0%	27.671 €
	-7,5%	35.370 €
	-5,0%	47.335 €
	-2,5%	66.724 €
	0,0%	99.333 €
	2,5%	155.892 €
	5,0%	256.338 €
	7,5%	437.781 €
	10,0%	769.194 €
	12,5%	1.378.352 €
	15,0%	2.500.847 €
	17,5%	4.568.521 €

Ομολογιακό



Μετοχικό



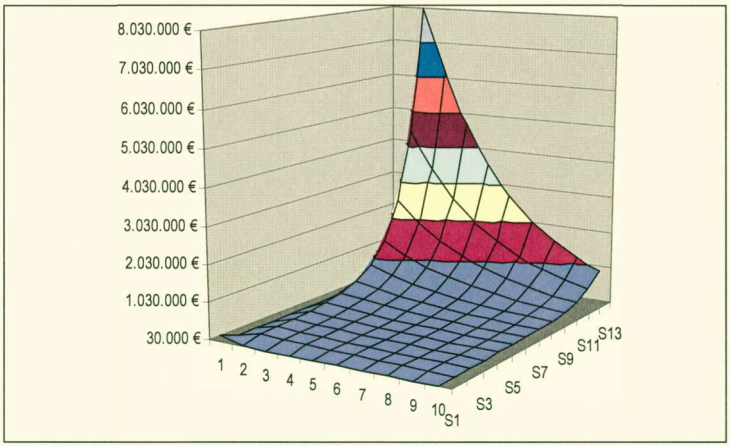
Πηγή: Συγγραφέας

Στο μικτό χαρτοφυλάκιο (τρίτη στρατηγική, 50% ομόλογα – 50% ASE – Index) αν αποδώσουμε ταυτόχρονα διαφορετικά επίπεδα τιμών στο πραγματικό επιτόκιο και στην απόδοση των μετοχών, παρατηρούμε (βλ. Πίνακα Β.18) ότι όσο κινούμαστε δεξιότερα της διαγωνίου γραμμής η αξία του τελικού χαρτοφυλακίου όλο και μειώνεται. Αντίθετα κινούμενοι αριστερότερα πετυχαίνουμε καλύτερα αποτελέσματα καθώς η αξία του τελικού χαρτοφυλακίου όλο και αυξάνεται.

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.18
Ανάλυση ευαισθησίας

	Μικτό								
206.115 €	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%
-10,0%	172.360 €	147.914 €	127.856 €	111.344 €	97.701 €	86.383 €	76.947 €	69.037 €	62.367 €
-7,5%	185.673 €	158.097 €	135.607 €	117.219 €	102.138 €	89.720 €	79.450 €	70.909 €	63.763 €
-5,0%	206.376 €	173.922 €	147.652 €	126.350 €	109.032 €	94.907 €	83.339 €	73.817 €	65.933 €
-2,5%	239.925 €	199.566 €	167.171 €	141.146 €	120.204 €	103.312 €	89.642 €	78.530 €	69.449 €
0,0%	296.350 €	242.696 €	200.000 €	165.031 €	138.994 €	117.448 €	100.243 €	86.457 €	75.362 €
2,5%	394.214 €	317.500 €	256.938 €	209.191 €	171.583 €	141.966 €	118.628 €	100.205 €	85.618 €
5,0%	568.019 €	450.351 €	358.058 €	285.843 €	229.460 €	185.510 €	151.281 €	124.622 €	103.833 €
7,5%	881.975 €	690.329 €	540.719 €	424.306 €	334.009 €	264.165 €	210.264 €	168.728 €	136.735 €
10,0%	1.455.426 €	1.128.657€	874.355 €	677.212 €	524.970 €	407.833 €	317.999 €	249.288 €	196.832 €
12,5%	2.509.468 €	1.934.334€	1.487.601€	1.142.070€	875.969 €	671.902 €	516.022 €	397.363 €	307.293 €
15,0%	4.451.750 €	3.418.955€	2.617.629€	1.998.665€	1.522.756 €	1.158.504 €	880.920 €	670.221 €	510.841 €
17,5%	8.029.499 €	6.153.676€	4.699.179€	3.576.541€	2.714.159 €	2.054.840 €	1.553.074€	1.172.835 €	885.784 €

Πηγή: Συγγραφέας



Πηγή: Συγγραφέας

Ας εξετάσουμε τα παραπάνω ενσωματώνοντας στην απόδοση τον κίνδυνο της πιθανότητας να συμβεί απόδοση κάτω του στόχου μας, δηλαδή απόδοση μικρότερη των 155.892 ευρώ. Ακολουθώντας τη διαδικασία προσομείωσης- όπως ακριβώς κάναμε και παραπάνω- και υποθέτοντας ότι το πραγματικό επιτόκιο από 2,5% μειώνεται σε 1% και η απόδοση του μετοχικού δείκτη από 5% σε 2,5% λαμβάνουμε τα ακόλουθα αποτελέσματα του Πίνακα Β.19:

ΠΙΝΑΚΑΣ Β.19
Απόδοση εναλλακτικών επενδυτικών στρατηγικών – Μέθοδος προσομοίωσης Monte Calro

επενδυτική στρατηγική	αξία τελικού χαρτοφυλακίου	αποδόσεις κάτω του στόχου	συντάξιμο εισόδημα	ποσοστό αναπλήρωσης
	(ευρώ)	(%)	(ευρώ)	(%)
100% IITS	180.456	0,0	10.000	16,4
100% ASE index	66.724	39,3	4.280,15	21,0
50% IITS - 50% ASE index	209.191	36,7	13.419,00	67,0

Πηγή: Συγγραφέας

Παρατηρώντας τον Πίνακα Β16 (λαμβανομένων υπόψη των αποτελεσμάτων του Πίνακα Β16) διαπιστώνουμε ότι η αξία του τελικού χαρτοφυλακίου σημειώνει υψηλή ευαισθησία στις μεταβολές των τιμών των παραμέτρων. Στην πρώτη στρατηγική το ποσοστό αναπλήρωσης από 14,2 ανέρχεται σε 16,2 με τη μεταβολή του πραγματικού επιτοκίου. Το ίδιο συμβαίνει και με τις δύο άλλες στρατηγικές. Επίσης, ο κίνδυνος να σημειωθεί απόδοση κάτω του στόχου είναι υψηλότερος με τη μεταβολή των παραμέτρων στην περίπτωση των δύο τελευταίων στρατηγικών.

ΜΕΡΟΣ Γ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ – ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ Ι
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΠΡΩΤΟΓΕΝΟΥΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

1. ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΤΑΣΕΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

1.1 Σύνταξη και αποστολή ερωτηματολογίου

Προκειμένου να καταγραφούν οι επενδυτικές τάσεις και το γενικότερο κλίμα που χαρακτηρίζει τη διαχείριση των επενδυόμενων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων κυρίως στην ελληνική αλλά και στη διεθνή αγορά, συντάχθηκε σχετικό ερωτηματολόγιο (βλ. Παράρτημα IV) το οποίο απεστάλη σε αντιπροσωπευτικές εταιρείες διαχείρισης στην Ελλάδα και τη Μ. Βρετανία[33]. Στην αποστολή του ερωτηματολογίου ανταποκρίθηκαν οι εξής εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων :

Ελλάδα : Alpha Asset Management, Eurobank Asset Management
Μ. Βρετανία : Shroders Investment Management, Merryl Lynch Asset Management

Το ερωτηματολόγιο συντάχθηκε στην αγγλική γλώσσα για διευκόλυνση των ξένων διαχειριστών αλλά και για την άμεση κατανόηση των όρων (καθώς η απόδοσή των όρων στην ελληνική γλώσσα πολλές φορές δεν είναι δυνατή ή δεν χρησιμοποιείται στην καθομιλουμένη των διαχειριστών). Πρέπει ακόμη να τονιστεί ότι δεν απαντήθηκαν ειδικότερες ερωτήσεις (ποιές οι πραγματικές αποδόσεις των επενδύσεων κλπ) για λόγους απορρήτου.

Οι πληροφορίες που ζητήθηκαν εντάσσονται σε τέσσερις κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία αφορά το ποσοστό κατανομής των επενδυόμενων κεφαλαίων στα επιμέρους επενδυτικά προϊόντα (μετοχές, στοιχεία σταθερού εισοδήματος, μετρητά, (venture capital) και την επιλογή τακτικής ή/και στρατηγικής κατανομής. Η δεύτερη και τρίτη κατηγορία αφορούν την αξία και την απόδοση των διαχειριζόμενων κεφαλαίων στο τέλος της διαχειριστικής περιόδου. Η τέταρτη κατηγορία αφορά πληροφορίες για τη διαχειριστική αρχή (ποιός αποφασίζει και ποιός είναι υπεύθυνος για την κατανομή των επενδυτικών τοποθετήσεων, αν έχουν τεθεί προαπαιτούμενα προσόντα για τους διαχειριστές, κάτω από ποιούς νομικούς περιορισμούς διέπεται η διαχείριση - ποσοτικούς περιορισμούς στις επενδυτικές επιλογές ή οδηγίες συνετής διαχείρισης των κεφαλαίων - αν υπάρχουν ελάχιστα επίπεδα επενδυτικών αποδόσεων, αν υπάρχουν εσωτερικοί μηχανισμοί αξιολόγησης των αποδόσεων). Η

[33] Η Μ.Βρετανία επιλέχθηκε γιατί είναι η χώρα με τη μεγαλύτερη αγορά διαχείρισης ενεργητικού (asset management) στην Ευρώπη με διαχείριση 4.132 δισεκατομμυρίων δολλαρίων. Ακολουθούν η Ελβετία και η Γαλλία με συνολική διαχείριση 1.997 και 1.456 δισεκκατομμυρίων δολλαρίων αντιστοίχως.

τελευταία κατηγορία σχετίζεται με την ανάλυση των επενδυτικών περιορισμών (αν υπάρχουν περιορισμοί στις συναλλαγές με ορισμένες χώρες, τι ποσοστό κατανομής επιτρέπεται να επενδυθεί στα επιμέρους επενδυτικά προϊόντα-μετοχές, στοιχεία σταθερού εισοδήματος, μετρητά, venture capital, τι ποσοστό επενδύεται στην εγχώρια αγορά).

1.2 Αποτελέσματα

Βάσει των συλλεγόμενων πληροφοριών οι επενδυτικές τάσεις στην Ελλάδα σε γενικές γραμμές διαμορφώνονται ως ακολούθως :

Τα διαθέσιμα κεφάλαια επενδύονται σε ευρέως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια αξιών σταθερού εισοδήματος και μετοχών συνήθως με την ακόλουθη διάρθρωση : 60% Τίτλοι Σταθερού Εισοδήματος (κυβερνητικά ομόλογα), 20% Μετοχικές Αξίες, 20% Ρευστά Διαθέσιμα (τίτλοι χρηματαγοράς, καταθέσεις). Οσον αφορά τη διάρθρωση των χαρτοφυλακίων αυτή έχει τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

- Μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα (αφορά στο 80% των κεφαλαίων, είτε τίτλους σταθερού εισοδήματος και μετοχικές αξίες).
- Χαμηλό αναλαμβανόμενο κίνδυνο αφού τα ομόλογα και τα ρευστά διαθέσιμα παρουσιάζουν μικρή μεταβλητότητα.
- Ικανοποιητική ρευστότητα λόγω (α) διατήρησης υψηλών ρευστών διαθεσίμων (20%), και (β) είσπραξης τοκομεριδίων και μερισμάτων από ομόλογα και μετοχές αντίστοιχα, για την κάλυψη τρεχουσών υποχρεώσεων προς τους δικαιούχους.

Σχετικά με τους δείκτες αναφοράς των χαρτοφυλακίων αυτοί είναι σύνθετοι και βασίζονται σε αναγνωρισμένους δείκτες αναφοράς για τις μετοχές και τα ομόλογα. Για τα ομόλογα λόγου χάρη, χρησιμοποιείται ο Ελληνικός Δείκτης Ομολόγων Δημοσίου της Salomon Smith Barney (Salomon Smith Barney Greek Government Bond Index-SSB EGBI), από τους πιο διαδεδομένους δείκτες αναφοράς των διαχειριστών της Ελλάδος.

Ακόμη, οι ιδανικές αναλογίες των χαρτοφυλακίων (απόκλιση από την προτεινόμενη διάρθρωση) διαμορφώνονται δυναμικά από την επιλεγόμενη ομάδα διαχείρισης, και προσαρμόζονται στις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς και της οικονομίας. Σε ότι αφορά τα ρευστά διαθέσιμα, αυτά τείνουν να μειωθούν στο επιθυμητό επίπεδο του 20% με μεγαλύτερο βάρος σε τίτλους της χρηματαγοράς όπως Repos, Synthetic Swaps. Το δε μετοχικό μέρος των χαρτοφυλακίων (20%), επιχειρείται η επιλεκτική

τοποθέτηση σε μετοχές εσωτερικού και αμοιβαία κεφάλαια εσωτερικού . Οσον αφορά το βάρος των μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων υπερβαίνει αυτό των μεμονομένων μετοχών καθώς έτσι μπορεί να επιτευχθεί μεγαλύτερη διασπορά επενδυτικού κινδύνου. Η μείωση των μετοχικών επενδύσεων είναι δυνατό να συντελεστεί μέσω διαδικασίας ανταλλαγής των μετοχών με μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της διαχειρίστριας εταιρίας.

Επίσης, η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου επικεντρώνεται σε μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης που απαρτίζουν τους βασικούς δείκτες της ελληνικής κεφαλαιαγοράς (MSCI Ελλάδος, FTSE/ASE20, Γενικός Δείκτης) και βρίσκονται στις πρώτες θέσεις κατάταξης με βάση τα ποσοστά συμμετοχής τους. Από το υποσύνολο αυτό των μετοχών επιλέγονται εκείνες οι μετοχές με ελκυστικές αποτιμήσεις σε σύγκριση με τις εταιρίες του κλάδου της ελληνικής αλλά και της ευρωπαϊκής αγοράς, με ικανοποιητικό μάνατζμεντ, με σαφή στρατηγική και επιτυχημένο επιχειρηματικό μοντέλο, καθώς και ικανοποιητική ρευστότητα.

Οσον αφορά το ποσοστό των επενδύσεων σε διεθνείς αγορές ισχύει ο νόμος Ν.2676/99, ο οποίος απαγορεύει τις επενδύσεις των ασφαλιστικών ταμείων σε περιουσιακά στοιχεία των κρατών μελών της Ενωσης[34].

Αντιστοίχως, οι επενδυτικές τάσεις στη βρετανική αγορά διαμορφώνονται ως εξής: σε γενικές γραμμές οι επενδύσεις των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων κατανέμονται κατά το μεγαλύτερο μέρος σε μετοχές και ομόλογα (εταιρικά κυρίως) σε αγορές που διαθέτουν μεγάλο εύρος επιλογών και δυνατότητες επαρκούς διαφοροποίησης. Οι επενδύσεις σε μετοχές της εγχώριας αγοράς ξεπερνούν τις επενδύσεις σε μετοχές της διεθνούς αγοράς καθώς στα πλαίσια της βρετανικής επικράτειας το εύρος των επενδυτικών επιλογών είναι μεγάλο. Πάντως θεωρείται από τους ερωτηθέντες διαχειριστές ότι η συμμετοχή μετοχών της διεθνούς αγοράς στο χαρτοφυλάκιο διαχείρισης είναι απαραίτητη, για λόγους ασφάλειας και διασποράς του κινδύνου. Απαραίτητες επίσης θεωρούνται οι επενδύσεις σε venture capital και ακίνητη περιουσία σε αναλογία προσδιοριζόμενη από τη δυναμικότητα των αγορών αυτών.

Η διαχείριση κατά κύριο λόγο ασκείται από την επιλεγόμενη ομάδα διαχείρισης η οποία απαρτίζεται από συμβούλους που διαθέτουν ως επί το πλείστον καθιερωμένες

---

[34] Υπενθυμίζουμε ότι σύμφωνα με τον παραπάνω νόμο, ο οποίος έχει τροποποιηθεί ως προς το ανώτατο ύψος των επενδύσεων, ελάχιστο ποσοστό 80% των περιουσιακών στοιχείων των ταμείων θα πρέπει να επενδύεται σε ομόλογα της ελληνικής κυβέρνησης, ένα μέγιστο ποσοστό 20% των περιουσιακών στοιχείων των ταμείων μπορεί να επενδύεται σε άλλα περιουσιακά στοιχεία σύμφωνα με την κατανομή 12% σε μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών και 8% σε ακίνητα εντός του εδάφους της Ελλάδας.

πιστοποιήσεις προερχόμενες κυρίως από το βρετανικό ινστιτούτο Pensions Management Institute. Δεν υπάρχει ιδιαίτερη επενδυτική επιτροπή διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Τόσο η επιλογή των επενδύσεων όσο και η μέτρηση της απόδοσης τους εντάσσεται στα γενικότερα πλαίσια της διαχείρισης κεφαλαίων και κάτω από το καθιερωμένο σχήμα της διαχείρισης ενεργητικού (asset management) [35]. Κάθε επιμέρους επενδυτική επιλογή κρίνεται από το βάρος της σε ένα ευρύτερο σύνολο επενδυτικών επιλογών και προσαρμόζεται στην επικρατούσα κατάσταση των επί μέρους αγορών και οικονομιών. Οι επενδύσεις έχουν μακροχρόνιο χαρακτήρα, με βραχυπρόθεσμες τοποθετήσεις ανάλογες με τη δυναμικότητα των αγορών. Ποσοτικοί περιορισμοί μπορεί να καθορίζονται και από την διαχειρίστρια εταιρεία, ενώ εφαρμόζονται κατά περίπτωση ανάλογα με το συνταξιοδοτικό σχήμα που εξυπηρετούν. Την ευθύνη για την ορθή διαχείριση των κεφαλαίων φέρει η διαχειρίστρια εταιρεία και το αρμόδιο συμβούλιο του εκάστοτε συνταξιοδοτικού σχήματος.

35

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΙΙ

ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

1. Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ ΣΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Δεδομένων των συλλεγόμενων πληροφοριών διαπιστώνουμε ότι η διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στην Ελλάδα προσαρμόζεται κυρίως στις δυνατότητες που προσφέρει η ελληνική αγορά, γεγονός που αποτελεί περιοριστικό παράγοντα στην επίτευξη ικανοποιητικών αποδόσεων, καθώς η διαφοροποίηση δεν είναι επαρκής. Η επάρκεια της διαφοροποίησης από την άλλη - όπως απαιτείται ρητά στις οδηγίες της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την ορθή διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων - ναι μεν επιμερίζει τον κίνδυνο δεν αποτελεί όμως τον 'χρυσό κανόνα' για την επίτευξη υψηλών αποδόσεων.

Στην επάρκεια της διαφοροποίησης προσθέτουμε δύο ακόμη παράγοντες που αποτελούν αναγκαία και ικανή συνθήκη για την επίτευξη θετικών αποδόσεων: το υψηλό επίπεδο διακυβέρνησης (διαχωρισμός ιδιοκτησίας, εκτελεστικής διοίκησης και λειτουργικών εργασιών) και τον ικανό επαγγελματία διαχειριστή. Ειδικά, στην περίπτωση της ελληνικής πραγματικότητας ο συνδυασμός της οργανωτικής δομής, των επαγγελματιών διαχειριστών και της επαρκούς διαφοροποίησης μπορεί να δημιουργήσει ευνοϊκότερες συνθήκες για την επίτευξη ικανοποιητικών επενδυτικών αποδόσεων των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών ταμείων. Συγκεκριμένα:

Η οργανωτική δομή των ταμείων και το υψηλό επίπεδο διακυβέρνησης κατέχουν πρωτεύοντα ρόλο καθώς κατά κύριο λόγο η μη αποτελεσματική διαχείριση είναι απόρροια οργανωσιακής δυσλειτουργίας. Η δυσλειτουργία προέρχεται κυρίως από ανικανότητα προσδιορισμού του στόχου και κατανομής των κεφαλαίων σε ορθές επενδυτικές τοποθετήσεις. Προέρχεται επίσης και από ελλιπείς διαδικασίες λήψης αποφάσεων, αναποτελεσματική χρήση ανθρώπινου δυναμικού και τεχνολογίας. Γιατί ακόμη και αν τη διαχείριση των κεφαλαίων αναλάβει εξωτερικός διαχειριστής, ο προσδιορισμός της άριστης επενδυτικής πολιτικής και η εφαρμογή συνετής επιτήρησης είναι αποκλειστική ευθύνη του συνταξιοδοτικού φορέα. Επομένως, πρέπει να γίνεται όσο το δυνατόν ακριβέστερος ο προσδιορισμός των βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων αναγκών για ρευστά διαθέσιμα (συνολικές υποχρεώσεις προς τους δικαιούχους) σε συνδυασμό πάντα με προσεκτική ανάλυση των εσόδων/εξόδων του ταμείου.

Η ορθή επιλογή του επαγγελματία διαχειριστή αποτελεί το δεύτερο σημαντικό ζήτημα προς συζήτηση. Και καταρχήν τίθεται το ερώτημα αν οι επενδύσεις θα πρέπει να πραγματοποιούνται με απευθείας αποφάσεις των οργάνων τους ή αν η διαχείριση των κεφαλαίων θα πρέπει να ανατεθεί σε εξωτερικούς επαγγελματίες διαχειριστές. Είναι γεγονός πάντως πως στην πρώτη περίπτωση είναι συνήθης η έλλειψη μέσων, προσωπικού και εξειδίκευσης στη διαχείριση επενδύσεων.

Σε σχέση με το θέμα αυτό είναι σημαντικό να αναφέρουμε τα αποτελέσματα σχετικής έρευνας που πραγματοποιήθηκε από τον Paul Myners [2001] για τη Μ. Βρετανία. Κομμάτι της έρευνας αφορά το επίπεδο των επενδυτικών γνώσεών των εμπλεκόμενων εργαζομένων στην αξιοποίηση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και την επενδυτική διαδικασία. Συγκεκριμένα ερωτήθηκαν 226 διαχειριστές και 75 διοικητικά στελέχη, σε 122 συνταξιοδοτικά ταμεία. Τα αποτελέσματα της έρευνας φανέρωσαν μεταξύ άλλων ότι το 54% των ταμείων δεν είχε επενδυτική επιτροπή. Από τους 301 ερωτηθέντες η πλειοψηφία δεν είχε τα τυπικά προσόντα, εκπαιδεύτηκε σε διήμερο σεμινάριο και προετοιμάστηκε σε λιγότερο από τρεις ώρες πριν τις συναντήσεις που αφορούσαν επενδυτικές αποφάσεις, ενώ δήλωσε άγνοια για το δείκτη σύγκρισης (benchmark) των επενδύσεων και τον αριθμό των υφιστάμενων επενδυτικών προϊόντων.

Στη δεύτερη περίπτωση της ανάθεσης των κεφαλαίων σε εξωτερικούς διαχειριστές η ύπαρξη κατάλληλης οργάνωσης, μακροχρόνιας εμπειρίας και καταξίωσης δίνουν δυνατότητα ποιοτικότερης διαχείρισης των αποθεματικών. Αλλά και εδώ ο συνταξιοδοτικός οργανισμός θα πρέπει να λαμβάνει αποφάσεις για μία σειρά θεμάτων που περιλαμβάνει τα εξής [Νεκτάριος,2003]:

- Την εκτίμηση του κινδύνου και τη διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων. Θα πρέπει να δίνεται έμφαση στη σχέση των περιουσιακών στοιχείων του οργανισμού με τις συνολικές υποχρεώσεις του προς τους δικαιούχους και λιγότερο στην περιουσία του αυτή καθεαυτή.
- Την ελάχιστη εγγυημένη απόδοση που απαιτείται για να ικανοποιηθούν μελλοντικές υποχρεώσεις του συνταξιοδοτικού οργανισμού
- Την μέγιστη επιτρεπόμενη διακύμανση (κίνδυνο) των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου του οργανισμού.
- Τον προσδιορισμό και τη συνεχή επανεκτίμηση του δείκτη αναφοράς με βάσει το οποίο θα εκτιμηθεί η απαοτελεσματικότητα του διαχειριστή.
- Το βαθμό προτίμησης του συνταξιοδοτικού οργανισμού για ενεργή ή παθητική διαχείριση της περιουσίας

- Τον προσδιορισμό της υποχρέωσης του εξωτερικού διαχειριστή για την παροχή πληροφοριών και αναφορών, οι οποίες θεωρούνται απαραίτητες για την άσκηση προληπτικού ελέγχου και εποπτείας από τον συνταξιοδοτικό οργανισμό
- Την ύπαρξη πιθανών απαιτούμενων διαδικασιών εκτέλεσης των επενδυτικών αποφάσεων
- Τη χρονική διάρκεια της σύμβασης με τον εξωτερικό διαχεριστή
- Τα κριτήρια μέτρησης της αποτελεσματικότητας του εξωτερικού διαχειριστή θα πρέπει να καταγραφούν με σαφήνεια και να συμφωνηθούν και από τους δύο συμβαλλόμενους.

Πάντως είτε μιλάμε για εξωτερική είτε για εσωτερική διαχείριση οι επενδυτικές αποφάσεις θα πρέπει να αναθέτονται ανάλογα και με την εμπειρία του κάθε διαχειριστή στις επιμέρους αγορές ή στα επιμέρους επενδυτικά προϊόντα [Myners, 2001]. Και αυτό γιατί συνήθως κάθε διαχειριστής εξειδεικεύεται σε συγκεκριμένες αγορές και συγκεκριμένα επενδυτικά προϊόντα.

Υποθέτωντας λοιπόν ότι έχουμε ικανούς διαχειριστές, η ορθή διαχείριση των κεφαλαίων των συνταξιοδοτικών οργανισμών απαιτεί την εις βάθος διερεύνηση των αναγκών των ταμείων αναφορικά με την απόδοση, τον κίνδυνο και την ρευστότητα. Η επενδυτική φιλοσοφία αποσκοπεί στο συνδυασμό ικανοποιητικού εισοδήματος και υπεραξίας με κατάλληλη διασπορά του κινδύνου, λαμβανομένου υπόψη του συντηρητικού χαρακτήρα των ταμείων και μπορεί να συνοψισθεί σε τέσσερα βασικά στάδια :

Στο πρώτο στάδιο προσδιορίζεται το επενδυτικό προφίλ. Ειδικότερα, καθορίζονται η θέση απέναντι στον κίνδυνο, ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης και ο σχετικός με τα προηγούμενα οικονομικός προγραμματισμός. Κατά το δεύτερο στάδιο κατηγοριοποιούνται οι επενδυτικές τοποθετήσεις ανάλογα με το διαχειριστικό στυλ που έχει υιοθετηθεί και αυτό θα είναι συντηρητικό κατά το μεγαλύτερο μέρος, δυναμικό ή μίξη των δύο προηγούμενων. Ακολούθως, στο τρίτο στάδιο γίνεται η επιλογή των τίτλων βάσει ποσοτικών υποδειγμάτων και ποιοτικών κριτηρίων. Στο τέταρτο και τελευταίο στάδιο εξετάζεται η σχέση αναμενόμενης απόδοσης και αναλαμβανόμενου κινδύνου.

Επιχειρώντας να περιγράψουμε αναλυτικότερα τα ανωτέρω υποθέτουμε ότι επιχειρείται να οργανωθεί ένα money market (μετρητά) χαρτοφυλάκιο. Το Διάγραμμα

Γ1 αποδίδει τη ροή των επενδυτικών αποφάσεων και διαδικασιών πριν την ανάληψη της επένδυσης. Ειδικότερα, αρχικά γίνεται ανάλυση των χρηματικών ροών αναφορικά με τις υποχρεώσεις του οργανισμού απέναντι στους δικαιούχους. Επομένως, πρέπει να αξιολογηθεί ο χρονικός ορίζοντας της επένδυσης και να οριστεί η διάρθρωση του χαρτοφυλακίου ως προς το βραχυπρόθεσμο ή μακρυπρόθεσμο χαρακτήρα της επενδυτικής τοποθέτησης. Ακολούθως, προσδιορίζεται η θέση του οργανισμού απέναντι στον κίνδυνο ο οποίος στη συγκεκριμένη περίπτωση λαμβάνει τρεις μορφές: συναλλαγματικός, πιστοληπτικής ικανότητας και χρονικός. Κατά αυτό τον τρόπο επιλέγεται το νόμισμα αναφοράς, αξιολογείται η κάλυψη του συναλλαγματικού κινδύνου, η υπάρχουσα και μελλοντική καμπύλη επιτοκίων, τα όρια του εκάστοτε συμβαλλόμενου, ο εκδότης ομολόγων ως προς την πιστοληπτική του ικανότητα και καθορίζεται η χρονική διάρκεια και το ποσοστό των τοποθετήσεων. Τέλος, η ανάλυση της προσδοκώμενης απόδοσης περιλαμβάνει τον καθορισμό του δείκτη αναφοράς. Ο συνδυασμός των παραπάνω οδηγεί στην δημιουργία του χαρτοφυλακίου.

2. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΑΝΑΓΚΗ ΜΕΤΑΡΡΥΘΜΙΣΕΩΝ

Στην προηγούμενη ενότητα αναφερθήκαμε στην σπουδαιότητα του επιπέδου διακυβέρνησης των συνταξιοδοτικών οργανισμών και των ικανοτήτων του διαχειριστή/συμβούλου επενδύσεων στη διαχείριση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Αναμφισβήτητα όμως στην περίπτωση της ελληνικής πραγματικότητας το θέμα της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αποτελεί ένα ιδιαιτέρως σύνθετο πρόβλημα που οφείλεται κυρίως στις ιδιαιτερότητες του ελληνικού θεσμικού πλαισίου και στο γεγονός ότι η διαχείριση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αποτελεί σχετικά νέο χρηματοοικονομικό κλάδο στη χώρα μας. Στις δυσκολίες διαχείρισης προστίθενται φυσικά και οι επιπλέον περιορισμοί που θέτουν οι συνταξιοδοτικοί οργανισμοί και η γενικότερη νοοτροπία που λειτουργούν ανασταλτικά και σε βάρος της αποτελεσματικής διαχείρισης των χαρτοφυλακίων. Και συγκεκριμένα:

Τα περισσότερα ασφαλιστικά ταμεία στην Ελλάδα καταφεύγουν στην Τράπεζα της Ελλάδος όσον αφορά τη διαχείριση των αποθεματικών τους, ενώ μπορούν ανά πάσα στιγμή να αποσυρθούν από το κοινό κεφάλαιο του νόμου Ν.2469/97. Αυτό συμβαίνει γιατί η επενδυτική αυτή απόφαση δεν απαιτεί περίπλοκες διαδικασίες, εξειδικευμένα στελέχη, επενδυτικές επιτροπές, ενώ σε περίπτωση κινδύνου είναι εξασφαλισμένη η αρωγή του κράτους.

Χαρακτηριστικά αναφέρουμε ότι το 1999, κατά την περίοδο της μεγάλης χρηματιστηριακής έκρηξης, τα αποθεματικά των ταμείων που ήταν κατατεθειμένα στην Τράπεζα της Ελλάδος ανέρχονταν περίπου στα 2,5 δις ευρώ. Το 2000 υπερδιπλασιάστηκαν και έφθασαν τα 5,79 δις ευρώ, το 2001 ανήλθαν στα 6,84 δις ευρώ και τον Νοέμβριο του 2002 ανήλθαν στα 9,57 δις ευρώ. Ειδικά δε, με ανακοίνωσή της η Τράπεζα της Ελλάδος ενημερώνει ότι η καθαρή μετά φόρων απόδοση του κοινού κεφαλαίου ΝΠΔΔ και ασφαλιστικών φορέων ανήλθε στο 5,6505% κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2002 [Μέτοχος,14/3/2003][36].

Ο εντυπωσιακός πενταπλασιασμός των κεφαλαίων των ταμείων στο διάστημα αυτό οφείλεται αφενός στη καταβαράθρωση των εγχώριων και διεθνών μετοχικών αξιών και αφετέρου στην ικανοποιητική απόδοση που προσφέρει η Κεντρική Τράπεζα. Κατά αυτόν όμως τον τρόπο, η Κεντρική Τράπεζα συσσωρεύει όλα τα διαθέσιμα αποθεματικά και γίνεται ο ελεγκτής της κυκλοφορίας μεγάλης ρευστότητας στις αγορές. Κυρίως όμως το κράτος αποκτά ένα ταμείο που είναι σε θέση να το βοηθάει να φέρει σε πέρας τη δύσκολη διαδικασία εξυπηρέτησης του χρέους της χώρας και των γενικότερων αυξημένων αναγκών του, γεγονός που σε περιόδους οικονομικής ύφεσης μπορεί να επιφέρει μεγάλο πλήγμα στην εξυπηρέτηση των υποχρεώσεων των συνταξιοδοτικών οργανισμών προς τους δικαιούχους τους.

Αναφερόμενοι στην ανάγκη μεταρρυθμίσεων στο νομικό πλαίσιο δύο είναι τα βασικά θέματα που απαιτούν την άμεση θέσπιση νέων ρυθμίσεων. Συγκεκριμένα:

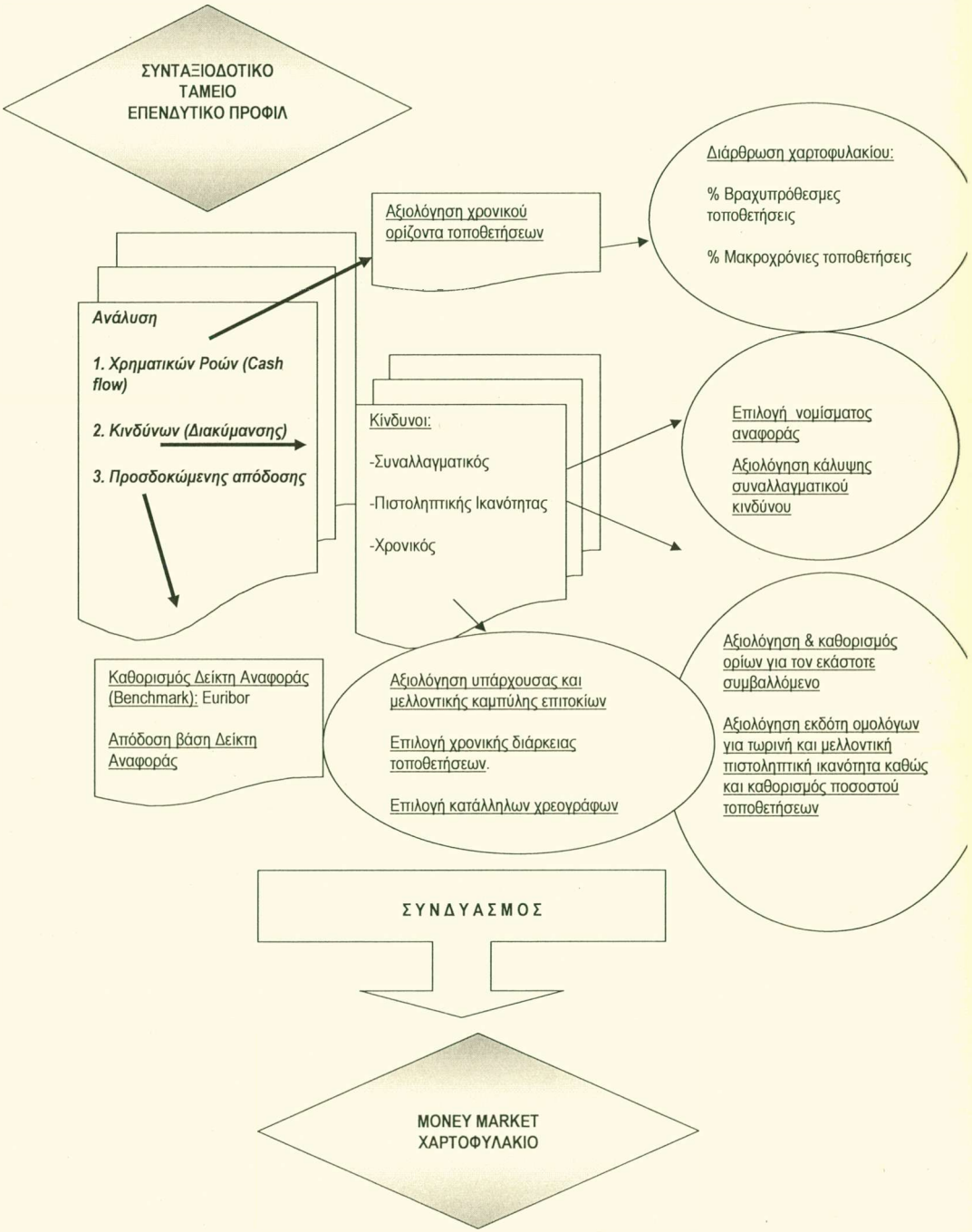
Οι διατάξεις των νόμων και η Εφαρμογή των Κανόνων Επενδυτικής Συμπεριφοράς γίνονται τροχοπέδη όταν πρόκειται για επαγγελματική διαχείριση στο πλαίσιο ΑΕΔΑΚ και επαγγελματιών εξωτερικών διαχειριστών. Στις υπάρχουσες διατάξεις περί Αμοιβαίων Κεφαλαίων και στις κανονιστικές αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, στις οποίες υπάγονται όλες οι ΑΕΔΑΚ και τα Αμοιβαία Κεφάλαια προστίθενται οι επιπλέον περιορισμοί που αφορούν τα Ασφαλιστικά Ταμεία, γεγονός που δημιουργεί αντιθέσεις και προβλήματα στην αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων.

Τέλος, η απελευθέρωση των επενδύσεων εκτός ελληνικού χώρου, όπως έχει ήδη συζητηθεί εκτενώς σε προηγούμενο κεφάλαιο, αποτελεί το δεύτερο σημαντικότατο θέμα που απαιτεί την εφαρμογή άμεσων ρυθμίσεων καθώς περιορίζεται αισθητά η δυνατότητα βελτίωσης της σχέσης απόδοσης/ κινδύνου.

---

[36] 'Σοφοκλέους: μακρινή προοπτική τα αποθεματικά των Ταμείων'

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ Γ.1
Διαδικασία επενδυτικών αποφάσεων



Στην παρούσα διδακτορική διατριβή εξετάσαμε διεξοδικά το θέμα της αποτελεσματικής διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε σχέση με τους παράγοντες που τη διαμορφώνουν. Πρακτικά ασχοληθήκαμε με τρεις εναλλακτικές στρατηγικές επένδυσης (μετοχικό χαρτοφυλάκιο, ομολογιακό χαρτοφυλάκιο, μεικτό χαρτοφυλάκιο) προκειμένου να εξετάσουμε την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης μέσα από τις επενδυτικές δυνατότητες που προσφέρει η ελληνική αγορά προσαρμοζόμενοι πάντα στους ποσοτικούς περιορισμούς που επιβάλλει το ελληνικό ρυθμιστικό και νομοθετικό πλαίσιο.

Εντούτοις, η συζήτηση αυτού του τόσο σημαντικού θέματος της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων δεν θα πρέπει να σταματήσει στην παρούσα έρευνα. Κατά κύριο λόγο θα πρέπει να διερευνηθεί η επίπτωση της εισαγωγής των διεθνών επενδύσεων στα ελληνικά χαρτοφυλάκια διαχείρισης και να εξεταστούν διεξοδικά οι δυνατότητες βελτιστοποίησης των αποδόσεων και διαφοροποίησης του κινδύνου.

Εξίσου σημαντική επίσης είναι και η διερεύνηση των επενδυτικών δυνατοτήτων που μπορεί να προσφέρει η διαχείριση ακίνητης περιουσίας. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον στην περίπτωση αυτή συγκεντρώνουν οι επενδύσεις σε εταιρείες διαχείρισης ακίνητης περιουσίας (REIT- Real Estate Investment Trust). Στα πλαίσια αυτά χρήσιμο ακόμη θα ήταν και η καταγραφή της τρέχουσας χρήσης της ακίνητης περιουσίας των ασφαλιστικών ταμείων στην Ελλάδα.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

Ι.1 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΣΧΗΜΑΤΩΝ

Ι.1α Συνταξιοδοτικά Ταμεία και Συνταξιοδοτικές Οντότητες (Pension Funds, Pension Entities)

Σκοπός των συνταξιοδοτικών ταμείων είναι η συγκέντρωση των εισφορών των δικαιούχων, η διαχείρισή τους και η καταβολή τους πίσω στους δικαιούχους, βάσει του εκάστοτε συνταξιοδοτικού συστήματος. Μπορεί να έχουν *αυτόνομη μορφή* και να είναι νομικά διαχωρισμένα από τον ιδρυτή ή *μη αυτόνομη μορφή*, να εμφανίζεται δηλαδή το ενεργητικό στον ισολογισμό του ιδρυτή. Επίσης, μπορεί να είναι *συγκεντρωτικά*- να περιλαμβάνουν τους εργαζόμενους μιας εταιρείας ή και συγγενών εταιρειών (για παράδειγμα το ταμείο δημοσίων υπαλλήλων) - ή *ομαδικά* - να περιλαμβάνουν σύνολο εργαζομένων που δε σχετίζονται εργασιακά - ή *συσχετιζόμενα*- να περικλείουν δηλαδή περιορισμένο αριθμό μελών που σχετίζονται με τη διοίκηση του ταμείου - ή *ατομικά*. Τέλος, χαρακτηρίζονται ως *ανοιχτού τύπου*- όπου δεν υπάρχει περιορισμός στον αριθμό των συστημάτων που υποστηρίζουν - ή *κλειστού τύπου* - όπου υποστηρίζονται συστήματα για συγκεκριμένους επαγγελματικούς κλάδους ή εργαζόμενους

Οι συνταξιοδοτικές οντότητες αποτελούν ειδικού τύπου νομική οντότητα (μπορεί λόγου χάρη να έχουν τη μορφή ιδρύματος) και αντικείμενό τους είναι η κατοχή εισφορών και όχι απαραίτητα η επένδυσή τους. Λειτουργούν ως επικουρικές οντότητες για τον ιδρυτή ενός συνταξιοδοτικού συστήματος και είναι απαραίτητες ορισμένες φορές για φορολογικούς λόγους.

Ι.1β Συνταξιοδοτικά Προγράμματα (Pension Plans)

Η έννοια των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων αφορά νομικά δεσμευτικά συμβόλαια βάσει των οποίων οι συνταξιούχοι απολαμβάνουν την παροχή σύνταξης όταν ξεπεράσουν μία προκαθορισμένη ηλικία. Συνήθως, συνοδεύονται από επιπλέον παροχές υγείας ή αναπηρίας.

Ι.1γ Δημόσια & Ιδιωτικά Συνταξιοδοτικά Συστήματα (Publicly & Privately Managed Pensions)

Στα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα την παροχή σύνταξης εγγυάται η κυβέρνηση, ενώ στα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα η παροχή είναι διαχειρίσιμη από έναν ιδιωτικό οργανισμό και είναι συνήθως επικουρική.

Ι.1δ Επαγγελματικά Επικουρικά Συστήματα (Occupational Pensions)

Τα επαγγελματικά επικουρικά συστήματα διακρίνονται σε υποχρεωτικά (mandatory) και προαιρετικά. Στα υποχρεωτικά ο εργαζόμενος υποχρεούται να συνεισφέρει στο σύστημα που δημιούργησε ο εργοδότης ή ο κλάδος (τα λεγόμενα επικουρικά ταμεία στην Ελλάδα). Στα προαιρετικά η συμμετοχή του εργαζόμενου είναι προσωπική επιλογή.

Πέρα από τα επαγγελματικά επικουρικά συστήματα, υπάρχουν ιδιωτικά που και αυτά διακρίνονται σε υποχρεωτικά (κατόπιν δέσμευσης του εργαζομένου ή όταν υποκαθιστούν κρατικά συστήματα ασφάλισης, όπως συμβαίνει στη Μ. Βρετανία) ή προαιρετικά.

Ι.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΤΑΒΟΛΗΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΕΙΣΦΟΡΩΝ & ΠΑΡΟΧΩΝ

Ι.2α Καταβολή εισφορών

Οσον αφορά τις εισφορές, δύο είναι οι βασικότεροι τρόποι καταβολής των περιοδικών ασφαλιστικών εισφορών ανά ασφαλισμένο: σε σταθερό ποσό και σε σταθερό ποσοστό του μισθού. Για κάθε μία από τις περιπτώσεις αυτές υπολογίζεται η παρούσα αξία των ασφαλιστικών εισφορών που καταβάλλονται από τη σημερινή ηλικία του ασφαλισμένου μέχρι την ηλικία αποχώρησής του από την ασφάλιση. Εστω η τυχαία μεταβλητή :

T = ηλικία αποχώρησης ασφαλισμένου ηλικίας σήμερα **x**

Το ενδεχόμενο T = t σημαίνει ότι η αποχώρηση γίνεται μεταξύ των ετών t και t + 1 και ακριβώς στην ηλικία ω για t = ω, όπου ω η υποχρεωτική ηλικία συνταξιοδότησης. Εστω:

f(t) = η παρούσα αξία των ασφαλίστρων που καταβάλλονται από ασφαλισμένο σήμερα ηλικίας x μέχρι την ηλικία συνταξιοδότησης, αν T = t

Τότε η παρούσα αξία των ασφαλίστρων (PV) που καταβάλλονται από τον ασφαλισμένο σήμερα ηλικίας x, από την ηλικία x μέχρι την ηλικία συνταξιοδότησής του, δίνεται από τη σχέση:

$$(PV)x = E[f(T)] = \sum_{t=x}^{\omega} f(T)] * P[T = t]$$

Η συνάρτηση πιθανότητας της ηλικίας αποχώρησης ενός ασφαλισμένου σήμερα ηλικίας x , δίνεται από τη σχέση

$$P[T = t] = \frac{l_t - l_{t+1}}{l_x} \qquad \text{για } x < t < \omega - 1$$

και

$$P[T = \omega] = \frac{l_\omega}{l_x} \qquad \text{για } t = \omega$$

Ι.2β Καταβολή παροχών

Οσον αφορά τις παροχές, όταν αναφέρεται ότι η σύνταξη εξαρτάται του τελικού μισθού, σημαίνει ότι η σύνταξη ισούται με ένα κλάσμα της μορφής 1/ Κ ενός μισθού πλησίον της ηλικίας συνταξιοδότησης. Ο μισθός αυτός μπορεί να είναι ο ετήσιος που προηγείται της ηλικίας συνταξιοδότησης, ή ο μέσος όρος των μισθών των τελευταίων ετών πριν την ηλικία συνταξιοδότησης. Στην περίπτωση αυτή ο γενικός τύπος υπολογισμού της σύνταξης είναι:

$P = 1/K * n_o * SM,$ όπου,

1/K = ποσοστό που καθορίζεται από το καταστατικό του συνταξιοδοτικού ταμείου

n_o = το σύνολο των ετών ασφάλισης

SM = συντάξιμες αποδοχές δηλαδή ο μέσος όρος των ετήσιων αποδοχών των Μ τελευταίων ετών πριν από την ηλικία συνταξιοδότησης

Εάν ο ασφαλισμένος συνταξιοδοτηθεί στην ηλικία t , τότε ο μέσος όρος των αποδοχών των m ετών πριν από το έτος συνατξιοδότησης δίνεται από τη σχέση:

$$E(zt) = 1/m * \sum_{S=1}^{m} E(St-s)$$

Για παράδειγμα, θεωρούμε ότι το ασφαλιστικό σύστημα παρέχει ετήσια σύνταξη ίση με 2% των χρόνων υπηρεσίας και του μέσου τελικού μισθού, δηλαδή:

$B = 2\% *$ έτη υπηρεσίας * μέσος τελικός μισθός E(zt)

Βάσει αυτής της σχέσης ένας μέσος εργαζόμενος με τριάντα χρόνια υπηρεσίας θα λάβει ένα ετήσιο συνταξιοδοτικό δικαίωμα ίσο με το 60% των προ συνταξιοδότησης κερδών του , δηλαδή:

$B = 60\% *$ μέσος τελικός μισθός E(zt) $= 2\% *$ 30 έτη υπηρεσίας * μέσος τελικός μισθός E(zt)

Οταν η παροχή εξαρτάται από τα έτη ασφάλισης, τότε η παρούσα αξία της σύνταξης PV αναλύεται:

- στην παρούσα αξία παροχής, που οφείλεται στην ασφάλιση μέχρι σήμερα (past services benefits-PSB) και
- στην παρούσα αξία παροχής που οφείλεται στην μελλοντική ασφάλιση, δηλαδή στην ασφάλιση η οποία θα διανυθεί μεταξύ της σημερινής ηλικίας και

της ηλικίας συνταξιοδότησης (future service benefits-FSB). Περαιτέρω, αναλύεται στην επιμέρους συμβολή του κάθε μελλοντικού έτους ασφάλισης.

Επομένως η παρούσα αξία της σύνταξης (παροχής) θα δωθεί από τη σχέση :

$(PV)_x = PSB_x + FSB_x$

II. ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΕΛΛΑΔΑ – ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

II.1 Ν 1902/1990, Αρθρα 12 & 13 - Αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης

Με το άρθρο 12 του παρόντος νόμου επιτρέπεται στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης να συγκροτούν ίδια ή ομαδικά αμοιβαία κεφάλαια και να αναθέτουν τη διαχείριση αυτών σε οποιαδήποτε εταιρεία διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα. Βάσει του άρθρου 13 του ίδιου νόμου, επιτρέπονται οι τοκοφόρες επενδύσεις, οι επενδύσεις σε κρατικούς τίτλους και οι επενδύσεις σε μετοχές κατόπιν έγκρισης του υπουργείου Υγείας, Πρόνοιας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων και της Τράπεζας της Ελλάδος.

II.2 Ν 2042/1992 - Επενδύσεις διαθεσίμων δημόσιων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων

Κατά το άρθρο 14 του νόμου αυτού προβλέπεται η διάθεση μέχρι ποσοστού 20% των διαθεσίμων κεφαλαίων τους για επενδύσεις μόνο σε ακίνητα ή μόνο σε κινητές αξίες. Το εντός του πιο πάνω συνολικού ορίου διατιθέμενο ποσό μπορεί να επενδυθεί κατά 40% σε ακίνητα και 60% σε χρεόγραφα.

II.3 Ν 1902/1990, Αρθρο 12 & Ν 2076/1992 - Ιδρυση ΑΕΔΑΚ

Από τη δημοσίευση του νόμου 1902/90 επιτρέπεται στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης να συστήνουν όλοι μαζί ή κατά ομάδες ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) με τη συμμετοχή ελληνικής τράπεζας ή να αναθέτουν τη συγκρότηση αμοιβαίων κεφαλαίων σε ήδη λειτουργούσες ΑΕΔΑΚ.

Βάσει του νόμου Ν 2076/1992 τα συγκροτούμενα από φορείς κοινωνικής ασφάλισης αμοιβαία κεφάλαια θα είναι διαχείρισης διαθεσίμων, σταθερού εισοδήματος και μικτού τύπου. Στον μικτό τύπο αμοιβαίου κεφαλαίου δεν θα επιτρέπεται επένδυση σε μετοχικούς τίτλους άνω του 50% των κεφαλαίων του.

Στον κανονισμό συγκρότησης του αμοιβαίου κεφαλαίου πρέπει να αναφέρεται μεταξύ άλλων ο σκοπός συγκρότησης του αμοιβαίου κεφαλαίου και η προκύπτουσα επενδυτική πολιτική, η οποία πρέπει να συναρτάται με τις ανάγκες κάλυψης των εκροών του φορέα κοινωνικής ασφάλισης.

Για την ανάθεση σε ήδη λειτουργούσες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων αυτή γίνεται μέσω πρόσκλησης ενδιαφέροντος στον τύπο. Οι προσφορές των εταιρειών διαχείρισης πρέπει να περιέχουν λεπτομερείς προτάσεις για τη διαχείριση της κινητής περιουσίας, την επενδυτική πολιτική που θα ακολουθηθεί, τους κανονισμούς των αμοιβαίων κεφαλαίων που θα συγκροτηθούν και στους οποίους θα αναγράφεται η προμήθεια διαχείρισης και θεματοφυλακής, καθώς και τυχόν προμήθειες εξαγοράς μεριδίων και λοιπά έξοδα. Επίσης, πρέπει να υποβάλλονται λεπτομερή στοιχεία για την οργανωτική τους υποδομή, τα στελέχη και το Διοικητικό τους Συμβούλιο, για όλες τις συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις, καθώς και τις κατά το παρελθόν επιτευχθείσες αποδόσεις στα αμοιβαία κεφάλαια ιδίου τύπου με τα κεφάλαια των ασφαλιστικών φορέων που διαχειρίζονται.

Τα στοιχεία, στα οποία στηρίζονται οι επενδυτικές επιλογές των διαχειριστών των αμοιβαίων κεφαλαίων και των μελών των οργάνων διοίκησης των ΑΕΔΑΚ των ασφαλιστικών φορέων, υπόκεινται σε τακτικό ή περιοδικό έλεγχο. Για κάθε αμοιβαίο κεφάλαιο συγκροτείται εξαμελής εκτελεστική επιτροπή επενδύσεων για τη χάραξη μακροχρόνιας επενδυτικής πολιτικής.

II.4 Ν 2216/1994, Αρθρο 3 - Διαχείριση κεφαλαίων

Τα διαθέσιμα, πλην της ταμειακής διαχείρισης, κεφάλαια των ασφαλιστικών ταμείων, τα μη επενδυόμενα κατά τους δύο παραπάνω νόμους (*Ν 2042/1992, Ν 1902/1990*), μεταφέρονται υποχρεωτικά στην Τράπεζα της Ελλάδος. Η τελευταία ως διαχειριστικό όργανο των καταθετών, επενδύει τα διαθέσιμα αυτά σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου.

II.5 Ν 2335/1995 - Αξιοποίηση συμβούλων

Αξιοποίηση των χαρτοφυλακίων των Ταμείων με αξιοποίηση συμβούλων τραπεζών

II.6 Ν 2469/1997, Αρθρο 9 - Πρόσληψη Συμβούλων διαχείρισης
Αρθρο 11 - Επενδύσεις δημοσίων οργανισμών & ασφαλιστικών ταμείων

Βάσει του άρθρου 9, οι ασφαλιστικοί φορείς μπορούν με απόφαση του διοικητικού τους συμβουλίου να προσλαμβάνουν, κατόπιν ανοικτής προσκλήσεως συμβούλους διαχείρισης για την αξιοποίηση της περιουσίας τους. Τα κριτήρια πρόσληψης αφορούν την αξιοπιστία, την εξειδικευμένη εμπειρία και το κύρος, τη διάθεση

επαρκούς επιστημονικού και τεχνικού προσωπικού, σε περιπτώσεις επιχειρήσεων συμβούλων διαχείρισης.

Βάσει του άρθρου 11, ουσιαστικά τροποποιείται το άρθρο 14 του νόμου Ν 2042/1992 ως προς το ότι οι επενδύσεις σε ακίνητα και σε κινητές αξίες πραγματοποιούνται με αποφάσεις των Διοικητικών Συμβουλίων των δημοσίων οργανισμών και ασφαλιστικών ταμείων και χωρίς προηγούμενη έγκριση των εποπτευόντων υπουργών ή του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος.

II.7 Ν 2676/1999, Αρθρο 40 - Αξιοποίηση κινητής & ακίνητης περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών

Ο νόμος αυτός έρχεται να τροποποιήσει το άρθρο 14 του νόμου Ν 2042/1992 ως προς το ότι το ποσοστό των στοιχείων του ενεργητικού[37] που επιτρέπεται στους ασφαλιστικούς φορείς να επενδύουν, αυξάνεται σε 23% [38] από 1/1/2001 και η σχέση των επενδύσεων κατά 40% σε ακίνητα και 60% και διατηρείται μέχρι 31/12/2004. Οι ασφαλιστικοί φορείς επιτρέπεται να επενδύουν σε ακίνητα, μετοχές και άλλα χρεόγραφα εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων, σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας και σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών.

II.8 Ν 2768/1999, Αρθρο 12 - Σύσταση Ανώνυμης Εταιρείας με την Επωνυμία 'Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Ειδικού Κεφαλαίου Τ.Α.Π.-Ο.Τ.Ε'

Βάσει του νόμου συνίσταται ανώνυμη εταιρεία διαχείρισης ειδικού κεφαλαίου Τ.Α.Π.-Ο.Τ.Ε που σκοπό έχει να διαχειρίζεται και να αξιοποιεί το ειδικό κεφάλαιο του ταμείου ασφαλίσεως προσωπικού του Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος. Το ειδικό κεφάλαιο θα επενδύεται σε μετοχές, μέχρι ποσοστού 25%, σε αμοιβαία αναπτυξιακά κεφάλαια μέχρι ποσοστού 35% και σε χρεώγραφα ή σε αμοιβαία κεφάλαια, πλην αναπτυξιακών και μικτών ή σε επενδυτικά μη μετοχικά προϊόντα μέχρι ποσοστού 40%. Αποκλείονται οι επενδύσεις σε παράγωγα. Ακόμη η σύσταση της πιο πάνω εταιρείας σκοπό έχει να παρέχει υπηρεσίες συμβουλευτικού χαρακτήρα και να

---

[37] Ως στοιχεία του ενεργητικού νοούνται α) Τα κατατεθειμένα στην Τράπεζα της Ελλάδος διαθέσιμα κεφάλαια καθώς και τα κεφάλαια ταμειακής διαχείρισης β) Οι επενδύσεις σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου σε τρέχουσες τιμές γ) οι επενδύσεις σε ακίνητα, με βάση την αντικειμενική αξία και κινητές αξίες με βάση τις τρέχουσες τιμές δ) τα προυπολογισθέντα ετήσια τακτικά έσοδα με κάποιες εξαιρέσεις.

[38] επιτρέπεται δε η περαιτέρω σταδιακή αύξησή του με κοινή απόφαση των Υπουργών Εθνικής Οικονομίας, Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων, μετά από εισήγηση της Τράπεζας της Ελλάδος.

συντάσει μελέτες χρηματοοικονομικής φύσης για τη διαχείριση και τις επενδύσεις κεφαλαίων του Τ.Α.Π.-Ο.Τ.Ε .

Η εταιρεία μπορεί να ιδρύει ή να συμμετέχει σε υφιστάμενες εταιρείες που έχουν συναφείς με αυτή σκοπούς, καθώς και σε ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, σε εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου, σε εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και σε ανώνυμες χρηματιστηριακές εταιρείες. Η ίδια μπορεί να διαχειριστεί ποσό ανερχόμενο μέχρι του 20% του συνόλου του ειδικού κεφαλαίου ενώ, η διαχείριση του εναπομείναντος ποσού ανατίθεται υποχρεωτικώς σε εξωτερικό διαχειριστή ή διαχειριστές.

Επιπλέον, η εταιρεία διοικείται από επταμελές Διοικητικό Συμβούλιο και από πενταμελή Επενδυτική Επιτροπή η οποία προτείνει την επενδυτική πολιτική, τους διαχειριστές και το μέρος του ειδικού κεφαλαίου που θα ανατεθεί προς διαχείριση σε καθένα από τους διαχειριστές.

II.9 Ν 3029/2002, Αρθρο 7 - Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης

Βάσει του νόμου τα ταμεία επαγγελματικής σύνταξης έχουν ως σκοπό την παροχή στους ασφαλισμένους και δικαιούχους των παροχών, επαγγελματικής ασφαλιστικής προστασίας πέραν από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση. Αποτελούν νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα και εποπτεύονται από το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων. Τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης λειτουργούν με βάση το κεφαλαιοποιητικό σύστημα και η συμμετοχή σε αυτά είναι προαιρετική.

Η ασφαλιστική τοποθέτηση των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης γίνεται ως εξής: ποσοστό μέχρι 10% των τεχνικών αποθεματικών επενδύεται σε ακίνητα, μέχρι 70% σε μετοχές και ομολογίες και μέχρι 20% σε έντοκα γραμμάτια και τραπεζικές καταθέσεις.

II.10 Υπουργική Απόφαση αριθμ. 166316/β.972 - Πρόσληψη συμβούλων διαχείρισης

Οι ασφαλιστικοί φορείς είναι σε θέση να προσλαμβάνουν συμβούλους διαχείρισης για την αξιοποίηση της περιουσίας τους αφού αποφασίσει σχετικά το διοικητικό τους συμβούλιο μέσω σχετικής πρόσκλησης ενδιαφέροντος. Οι ενδιαφερόμενοι που επιθυμούν να συμμετάσχουν ως σύμβουλοι διαχείρισης οφείλουν να υποβάλλουν μία σειρά από δικαιολογητικά. Αυτά αφορούν τα στοιχεία της άδειας παροχής

επενδυτικών υπηρεσιών που έχουν λάβει από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή από την Τράπεζα της Ελλάδος, τα μέλη του διοικητικού τους συμβουλίου καθώς και στοιχεία για την οργανωτική τους δομή, τον αριθμό και την επάρκεια του τεχνικού και επιστημονικού προσωπικού που διαθέτουν. Ακόμη, απαιτούνται στοιχεία σχετικά με την αξιοπιστία και το κύρος τους ως συμβούλων διαχείρισης και δικαιολογητικά που να αποδεικνύουν την εμπειρία και τις αποδόσεις των συμβούλων από επενδυτικές τους προτάσεις διαχείρισης σε παρόμοιες περιπτώσεις. Επιπρόσθετα, απαιτούνται οι οικονομικές καταστάσεις της τελευταίας τριετίας, πληροφορίες και στοιχεία για τις συνδεδεμένες με αυτούς επιχειρήσεις, ασφαλιστική κάλυψη του επαγγελματικού κινδύνου ή εγγυητική επιστολή ίση τουλάχιστο με το 5% του διαχειριζόμενου αποθεματικού.

Ιι.11 Υπουργική Απόφαση αριθμ. 155492/Β.638 - Καθορισμός Κανόνων Επενδυτικής Συμπεριφοράς για την αξιοποίηση της κινητής περιουσίας των Ασφαλιστικών Φορέων

Η Υπουργική Απόφαση αριθμ. 155492/Β.638 θέτει ουσιαστικά τις επενδυτικές αρχές και το πλαίσιο επενδύσεων μέσα στο οποίο μπορούν να κινούνται οι Ασφαλιστικοί Οργανισμοί αρμοδιότητος του Υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων, προκειμένου να αυξήσουν τις αποδόσεις των διαθεσίμων τους.

Συγκεκριμένα, όσον αφορά το επενδυτικό πλαίσιο οι ασφαλιστικοί φορείς επιτρέπεται με αποφάσεις των Διοικητικών τους Συμβουλίων να πραγματοποιούν επενδύσεις των διαθεσίμων τους χωρίς όρια σε τίτλους του ελληνικού δημοσίου, ομόλογα τραπεζών που λειτουργούν νόμιμα στην Ελλάδα καθώς και σε σύμφωνα επαναπώλησης (REPOS). Επενδύσεις σε μετοχές και άλλα χρεόγραφα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, σε μερίδια Αμοιβαίων Κεφαλαίων, σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών επιτρέπονται μέχρι του ποσοστού 23% των ποσών που προκύπτουν από το συνυπολογισμό των εξής στοιχείων του ενεργητικού τους: των κατατεθειμένων στην Τράπεζα της Ελλάδος διαθεσίμων κεφαλαίων τους, των επενδύσεων σε ακίνητα και κινητές αξίες και των προϋπολογισθέντων ετησίων τακτικών εσόδων. Το ποσοστό 23% κατανέμεται κατά 40% σε επενδύσεις ακινήτων και κατά 60% σε επενδύσεις κινητών αξιών.

Οσον αφορά τις επενδυτικές αρχές, η επενδυτική πολιτική θα πρέπει να εντάσσεται στα πλαίσια της συνετούς διαχείρισης. Οι στόχοι θα πρέπει να καθορίζονται με τέτοιο τρόπο ώστε οι επενδυτικές επιλογές των ασφαλιστικών φορέων να έχουν κυρίως μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα με γνώμονα την επίτευξη της μεγαλύτερης

δυνατής απόδοσης με ελαχιστοποίηση του επενδυτικού κινδύνου. Επίσης, η χάραξη της επενδυτικής πολιτικής και των επενδυτικών στόχων θα πρέπει να καθορίζεται με τέτοιο τρόπο ώστε να βοηθά στην κατανόηση, ταυτοποίηση και μέτρηση των αναμενόμενων επιπέδων απόσοδης και κινδύνου. Θα πρέπει επίσης να προσφέρεται για συγκριτική αξιολόγηση (benchmarking). Ακόμη, απαιτείται διαφοροποίηση των περιουσιακών στοιχείων σε ικανοποιητικό βαθμό, με ιδιαίτερη έμφαση στην ευρεία διασπορά των επενδύσεων, ώστε να αποφεύγεται οποιαδήποτε σώρευση κινδύνου για το σύνολο του χαρτοφυλακίου. Επιπλέον, πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι υποχρεώσεις των ασφαλιστικών φορέων βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα βάσει της ισχύουσας και αναμενόμενης αναλογικής σχέσης μεταξύ εν ενεργεία ασφαλισμένων και συνταξιούχων, την ασφαλιστική ωρίμανση των φορέων και το μέγεθος των υφιστάμενων αποθεματικών κεφαλαίων.

Με γνώμονα τη συνετή διαχείριση, οι ασφαλιστικοί φορείς μπορούν να επενδύουν σε μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, μετοχές εταιρειών που διατίθενται σε δημόσια εγγραφή για να εισαχθούν στο ΧΑΑ, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία επενδύουν το ενεργητικό τους σε τίτλους σταθερού εισδήματος και μετοχές εισηγμένες στο ΧΑΑ, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας, συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αξιών.

Οσον αφορά τις *μετοχές* του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, πρέπει να προτιμώνται μετοχές που έχουν μεγάλη ρευστότητα και εμπορευσιμότητα με έμφαση στις μετοχές των εταιρειών του δείκτη FTSE/ASE-20 με κεφαλαιοποίηση που να ξεπερνάει το 1 δις ευρώ και του δείκτη FTSE/ASE-40 με κεφαλαιοποίηση που να ξεπερνάει τα 250 εκατ. ευρώ και υψηλό δείκτη φερεγγυότητας. Σχετικά με τις επενδύσεις σε *αμοιβαία κεφάλαια* θα πρέπει να προτιμώνται διαφορετικοί τύποι αμοιβαίων κεφαλαίων ώστε να επιτυγχάνεται η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου των Ασφαλιστικών Φορέων. Επίσης, οι επενδύσεις σε *συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης* του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών διενεργούνται με αποκλειστικό σκοπό την αντιστάθμιση των επενδυτικών κινδύνων.

Σχετικά με τη διασπορά του χαρτοφυλακίου των ασφαλιστικών φορέων, η διαφορά στο μετοχικό χαρτοφυλάκιο δεν δύναται να υπερβαίνει μετοχές περισσότερο των τριάντα εταιρειών ενώ, δεν επιτρέπεται να τοποθετηθούν πάνω από 5% του μετοχικού χαρτοφυλακίου τους σε μετοχές του ίδιου εκδότη. Οι επενδύσεις σε μετοχές των εταιρειών που ανήκουν στον ίδιο κλάδο δεν θα πρέπει να υπερβαίνουν ποσοστό 30% του μετοχικού χαρτοφυλακίου των ασφαλιστικών φορέων.

Για την παρακολούθηση της επενδυτικής δραστηριότητας και την διασφάλιση της ορθότητας στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, θα πρέπει οι ασφαλιστικοί φορείς να προβαίνουν στην αποτίμηση του χαρτοφυλακίου τους σύμφωνα με τις εξής αρχές αποτίμησης :

- τίτλοι του ελληνικού δημοσίου (με βάση τις τιμές που δημοσιεύει η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων της Τράπεζας της Ελλάδος,
- μετοχές με βάση τις τιμές κλεισίματος που δημοσιεύονται στο ημερήσιο δελτίο του ΧΑΑ,
- μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων με βάση τις τιμές εξαγοράς που δημοσιεύονται καθημερινά στον τύπο,
- συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης του ΧΠΑ με βάση τις τιμές που δημοσιεύονται καθημερινά στον τύπο.

Τέλος, η επενδυτική δραστηριότητα πρέπει να ασκείται έτσι ώστε να διασφαλίζεται η ομαλότητα και η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, εξυπηρετώντας με το καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των ασφαλισμένων. Ακόμη, θα πρέπει να αποτρέπεται η καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών, η διάδοση ανακριβών ή παραπλανητικών πληροφοριών και η εκμετάλλευση πληροφοριών για προσωπικό όφελος ή όφελος τρίτων.

ΙΙ.12 Υπουργική Απόφαση αριθμ. Φ. Επαγ. ασφ./οικ.16 - Οροι λειτουργίας των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης[39]

Η υπουργική απόφαση αριθμ.Φ.Επαγ.ασφ./οικ.16 αφορά την έγκριση της σύστασης Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΤΕΑ), τα οποία στην ουσία θα κυρώνονται με την επιχειρησιακή συλλογική σύμβαση εργασίας, όπου θα ορίζεται μεταξύ άλλων και το ύψος των εισφορών υπέρ του Ταμείου. Σύμφωνα με την υπουργική απόφαση, σε κάθε ΤΕΑ δημιουργείται για κάθε ασφαλισμένο ατομικός συνταξιοδοτικός λογαριασμός, ο οποίος σχηματίζεται από το σύνολο των εισφορών που έχουν καταβληθεί για λογαριασμό του από τον ίδιο ή από οποιαδήποτε άλλη πηγή χρηματοδότησης του ΤΕΑ. Στις καταβαλλόμενες εισφορές προστίθενται οι αναλογούσες αποδόσεις των επενδύσεων (θετικές ή αρνητικές) και αφαιρούνται τα αντίστοιχα διαχειριστικά έξοδα του ταμείου που αναλογούν στον κάθε ασφαλισμένο.

[39] Προσαρμογή στην κοινοτική οδηγία 2003/41/ΕΚ

Το άρθρο 6 αναφέρεται στα περιουσιακά στοιχεία της ασφαλιστικής τοποθέτησης τα οποία μπορούν να αποτελούνται από μετοχές, ομόλογα και ομολογίες εταιρειών εισηγμένες σε αναγνωρισμένες χρηματιστηριακές αγορές, μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ή οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α.), κρατικά ομόλογα, έντοκα γραμμάτια, τραπεζικές καταθέσεις και ακίνητα. Οι γενικές αρχές επενδυτικής συμπεριφοράς δίνουν έμφαση στη συνετή και συντηρητική διαχείριση, στη διασπορά και τη ποιότητα των επενδυτικών επιλογών, καθώς και στο χαμηλό βαθμό επικινδυνότητας του επενδυτικού χαρτοφυλακίου.

II.13 Υπουργική Απόφαση αριθμ.1821/16/2004, - Καθορισμός διοικητικών κυρώσεων

Οι διοικητικές κυρώσεις για τις παραβάσεις στα πρόσωπα που ασκούν άμεσα ή έμεσα τη διοίκηση ή διαχειρίζονται τα περιουσιακά στοιχεία των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ΤΕΑ), ορίζονται με τη παρούσα υπουργική απόφαση. Ειδικότερα, καθορίζονται τα είδη των διοικητικών κυρώσεων και ρυθμίζονται:

Η *διαδικασία επιβολής* των διοικητικών κυρώσεων μέσω συστάσεων προς τη διοίκηση του ΤΕΑ, επιβολή χρηματικών προστίμων, προσωρινή παύση ενός ή περισσότερων από τα πρόσωπα που διοικούν το ΤΕΑ, ανάκλιση εγκριτικής υπουργικής απόφασης

Το *ύψος των χρηματικών προστίμων* (από 15000 μέχρι 30000 ευρώ) ανάλογα με το είδος της παράβασης και σε περιπτώσεις όπου ο/οι διαχειριστές αρνούνται να ενημερώσουν τα μέλη σχετικά με τις οικονομικές και τεχνικές παραμέτρους της ασφαλιστικής σχέσης, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις, το φάσμα των επενδυτικών επιλογών και το υφιστάμενο χαρτοφυλάκιο όταν το μέλος επωμίζεται τον κίνδυνο και γενικά όλες τις πληροφορίες που κρίνονται απαραίτητες για την ορθή ενημέρωση του ασφαλισμένου. Ακόμη, όταν το έργο του διαχειριστή έχει ανατεθεί σε πρόσωπα που δεν κατέχουν τις απαιτούμενες από το νόμο άδειες.

Η *θέση του ΤΕΑ* σε αναγκαστική διαχείριση, σε περίπτωση καθαίρεσης του υπάρχοντος διοικητικού συμβουλίου όταν συντρέχουν οι παραπάνω λόγοι.

Η *απαγόρευση διάθεσης παγίων ενεργητικού* του ΤΕΑ σε περιπτώσεις όπου λόγου χάρη δεν τηρούνται τα απαραίτητα τεχνικά αποθεματικά ή το ταμείο δεν έχει προβεί σε επαρκή ασφαλιστική κάλυψη ή δεν κατέχει επαρκή κεφάλαια.

Τέλος, η *διάλυση του ΤΕΑ* σε περιπτώσεις όπου το ταμείο δεν λειτουργεί σύμφωνα με τον κανόνα της συνετής διαχείρισης ή δεν προστατεύει επαρκώς τα συμφέροντα των ασφαλισμένων κλπ

Η εν λόγω υπουργική απόφαση εκδόθηκε κατ' εξουσιοδότηση του Ν.3029/02, με τον οποίο εισήχθη ο θεσμός της επαγγελματικής ασφάλισης στη χώρα μας με την ίδρυση Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης (ως νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα). Με την έκδοση αυτής της κανονιστικής πράξης, ολοκληρώθηκε το θεσμικό πλαίσιο για την ίδρυση των ΤΕΑ σκοπό των οποίων είναι η επέκταση της ασφαλιστικής προστασίας των εργαζομένων πέραν της παρεχόμενης από την υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση.

ΙΙ.14 Πράξη του Διοικητού της Τράπεζας της Ελλάδος – Ελεγχος Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης

Καθορίζεται με πράξη του διοικητού, το πλαίσιο διενέργειας ελέγχων από την Τράπεζα στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης, για θέματα τήρησης των κανόνων επενδυτικής συμπεριφοράς για την αξιοποίηση της κινητής περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών. Συγκεκριμένα, ανατίθεται στη Διεύθυνση Εργασιών του Δημοσίου της Τράπεζας Ελλάδος, η αρμοδιότητα να διενεργεί ελέγχους στα πιστωτικά ιδρύματα, στους δημόσιους οργανισμούς και στους πάσης φύσεως διαχειριστές (ΑΕΔΑΚ κλπ) της περιουσίας των ασφαλιστικών φορέων, αρμοδιότητας υπουργείου Εργασίας και Κοινωνικών Ασφαλίσεων, για την τήρηση των διατάξεων των νόμων που αναφέρθηκαν πιο πάνω, ειδικότερα των νόμων Ν2296/94, Ν2676/99, Ν2216/94.

ΙΙ.15 Οδηγίες 2001/107/ΕΚ, 2001/108/ΕΚ - Συντονισμός νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

Οι οδηγίες 2001/107/ΕΚ και 2001/108/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου έρχονται ουσιαστικά να τροποποιήσουν και να επεκτείνουν την υπάρχουσα οδηγία 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου για την επέκταση των δραστηριοτήτων των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες.

Βάσει της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ ως Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) νοούνται οι οργανισμοί που μοναδικό σκοπό έχουν να επενδύσουν

συλλογικά σε κινητές αξίες[40] κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το κοινό και των οποίων η λειτουργία βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων. Οι ΟΣΕΚΑ εκδίδουν, πωλούν, εξαγοράζουν ή εξοφλούν τα μερίδιά τους. Η χρηματιστηριακή τιμή των μεριδίων τους για το λόγο αυτό δεν αποκλίνει αισθητά από την καθαρή αξία του ενεργητικού τους. Οι οργανισμοί αυτοί μπορούν να λάβουν συμβατική μορφή (αμοιβαία κεφάλαια διαχειριζόμενα από εταιρεία διαχείρισης) ή trust (unit trust) ή καταστατική μορφή (εταιρεία επενδύσεων).

Η οδηγία 85/611/ΕΟΚ δε θέτει ισοδύναμους κανόνες πρόσβασης στην αγορά και προϋποθέσεις λειτουργίας των εταιρειών διαχείρισης[41]. Με τη νέα οδηγία 2001/107/ΕΚ τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέπουν σε εταιρείες διαχείρισης, πέραν της διαχείρισης unit trust/αμοιβαίων κεφαλαίων, να ασκούν δραστηριότητα[42] διαχείρισης χαρτοφυλακίων επενδύσεων για κάθε πελάτη χωριστά (ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου), συμπεριλαμβανομένης και της διαχείρισης συνταξιοδοτικών ταμείων, να παρέχουν επενδυτικές συμβουλές και να φυλάσουν καθώς και να διαχειρίζονται μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Οι προϋποθέσεις ανάληψης και άσκησης δραστηριότητας εταιρείας διαχείρισης περιλαμβάνουν αρχικό κεφάλαιο τουλάχιστον 125.000 ευρώ, ενώ για χαρτοφυλάκια η αξία των οποίων υπερβαίνει το 250 εκατ ευρώ απαιτείται πρόσθετο ποσό ιδίων κεφαλαίων που θα αντιστοιχεί στο 0,02% του ποσού που υπερβαίνει τα 250 εκατ. ευρώ με ανώτατο όριο τα 10 εκατ. ευρώ. Ακόμη, επιτρέπεται η μη παροχή μέχρι και 50% του πρόσθετου ποσού ιδίων κεφαλαίων εφόσον διατίθεται εγγύηση ίδιου ύψους από πιστωτικό ίδρυμα ή ασφαλιστική επιχείρηση. Επίσης, απαιτείται η ορθή οργανωτική δομή (διοικητικές, λογιστικές, ελεγκτικές και άλλες διαδικασίες) που να ενεργεί εντίμως και νομίμως. Οι διευθύνοντες την εταιρεία επενδύσεων πρέπει να πληρούν τα απαιτούμενα εχέγγυα ήθους και πείρας και η καταστατική και εταιρική έδρα να βρίσκονται στο ίδιο κράτος μέλος. Τέλος, απαγορεύεται η επένδυση του συνόλου ή μέρους του χαρτοφυλακίου των επενδυτών σε μερίδια unit trust/αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων που διαχειρίζεται η αρχική εταιρείας διαχείρισης, εκτός εάν ληφθεί προηγούμενη έγκριση από τον πελάτη.

---

[40] Ως κινητές αξίες νοούνται οι μετοχές εταιρειών, οι ομολογίες και κάθε άλλος διαπραγματεύσιμος τίτλος που παρέχει δικαίωμα απόκτησης τέτοιων κινητών αξιών με εγγραφή ή με ανταλλαγή.

[41] Εταιρεία διαχείρισης: κάθε εταιρεία της οποίας οι συνήθεις δραστηριότητες συνίστανται στη διαχείριση ΟΣΕΚΑ που έχουν τη μορφή unit trust/αμοιβαίων κεφαλαίων ή εταιρειών επενδύσεων.

[42] Λειτουργίες που περιλαμβάνονται στη δραστηριότητα της συλλογικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου : Ι) Διαχείριση επενδύσεων, ΙΙ) Διαχείριση: α) νομικές υπηρεσίες και υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου, β) πληροφορίες πελατών, γ) αποτίμηση του χαρτοφυλακίου και καθορισμός της αξίας των μεριδίων, δ)έλεγχος της τήρησης κανονιστικών των διατάαξεων, ε) τήρηση μητρώου μεριδιούχων, στ) διανομή εσόδων, ζ) εκδόσεις μεριδίων και εξαγορές, η) συμβατικοί διακανονισμοί, θ)αρχείο, ΙΙΙ) Μάρκετινγκ

Λόγω του περιορισμένου πεδίου εφαρμογής της οδηγίας 85/611/ΕΟΚ όσον αφορά τις επενδυτικές ευκαιρείες που μπορεί να έχει ένας ΟΣΕΚΑ και προκειμένου να ενσωματωθούν οι εξελίξεις της αγοράς, με την οδηγία 2001/108/ΕΚ οι ΟΣΕΚΑ, πέραν των κινητών αξιών, επιτρέπεται να επενδύουν και σε άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα με επαρκή ρευστότητα. Τα μέσα αυτά απαρριθμούνται στα εξής:

- Τραπεζικές καταθέσεις. Μόνο μέχρι 20% του χαρτοφυλακίου επιτρέπεται σε καταθέσεις στον ίδιο οργανισμό
- Δευτερεύοντα ρευστά διαθέσιμα όπως τραπεζικές καταθέσεις όψεως σε περιπτώσεις κάλυψης τρεχουσών ή έκτακτων αναγκών (πληρωμές, δυσμενείς συνθήκες στην αγορά κ.α.)
- Επενδύσεις σε άλλους ΟΣΕΚΑ και οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Μόνο μέχρι 5% του χαρτοφυλακίου επιτρέπεται η επένδυση σε κινητές αξίες ή μέσα χρηματαγοράς που έχουν εκδοθεί από τον ίδιο οργανισμό, με εξαιρέσεις
- Επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικά παράγωγα στο πλαίσιο της γενικής τους επενδυτικής πολιτικής ή και για λόγους αντιστάθμισης κινδύνων. Ο συνολικός κίνδυνος των παραγώγων δεν πρέπει να υπερβαίνει τη συνολική καθαρή αξία του χαρτοφυλακίου.

Επίσης, η επιλογή των στοιχείων ενός χαρτοφυλακίου επενδύσεων σε συνάρτηση με κάποιον χρηματιστηριακό δείκτη, αποτελεί μέθοδο διαχείρισης με την προυπόθεση ότι η σύνθεση του δείκτη είναι επαρκώς διαφοροποιημένη. Θα πρέπει επίσης ο δείκτης να αποτελεί έναν κατάλληλο δείκτη αναφοράς της οικείας αγοράς ο οποίος δημοσιεύεται καταλλήλως.

II.16 Οδηγία 2003/41/ΕΚ - Δραστηριότητες και εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών

Με αυτή την οδηγία αναγνωρίζεται η σπουδαιότητα της ύπαρξης επαγγελματικών ταμείων (ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών) χωρίς βέβαια να τίθεται υπό αμφισβήτηση η επάρκεια και η σημασία της υπάρχουσας δημόσιας κοινωνικής ασφάλισης. Ως τέτοιο ίδρυμα ορίζεται το ίδρυμα το οποίο λειτουργεί ανεξαρτήτως της νομικής του μορφής σε κεφαλαιοποιητική βάση και ιδρύεται ξεχωριστά από οποιαδήποτε χρηματοδοτούσα επιχείρηση ή επαγγελματική ένωση. Στόχος του ιδρύματος είναι να χορηγεί συνταξιοδοτικές παροχές στο πλαίσιο μιας επαγγελματικής δραστηριότητας με βάση συμφωνία ή σύμβαση η οποία έχει συναφθεί μεμονωμένα ή συλλογικά μεταξύ εργοδότη και εργαζόμενου ή των αντίστοιχων εκπροσώπων τους ή, με ελεύθερους επαγγελματίες, κατά τη νομοθεσία του κράτους μέλους καταγωγής και του κράτους μέλους υποδοχής.

Οι θεσπιζόμενοι κανόνες για την ανάληψη και άσκηση δραστηριοτήτων των επαγγελματικών ταμείων που θέτει η οδηγία μπορούν να συνοψισθούν στα εξής σημαντικά σημεία : Οι δραστηριότητές των ιδρυμάτων αυτών περιορίζονται σε αυτές που συνδέονται με τις συνταξιοδοτικές παροχές και τις δραστηριότητες που απορρέουν από αυτές. Ακόμη, κάθε κράτος μέλος εξασφαλίζει νομικό διαχωρισμό μεταξύ χρηματοδοτουσών επιχειρήσεων[43] και επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών. Αυτό θεσπίζεται προς διαφύλαξη των περιουσιακών στοιχείων του ιδρύματος προς όφελος των μελών του σε περίπτωση πτώχευσης της χρηματοδοτούσας επιχείρησης. Τέλος, επιβάλλεται η πλήρης πληροφόρηση των δραστηριοτήτων του ιδρύματος στις αρμόδιες αρχές (πορεία των επενδύσεων, αποδείξεις για τη συνοχή των επενδυτικών οδηγιών, αποδείξεις για τις καταβληθείσες αγορές, κ.λ.π.), στα μέλη και στους δικαιούχους (δικαιώματα και υποχρεώσεις των συμμετεχόντων στο συνταξιοδοτικό καθεστώς, αλλαγές κανόνων, φάσμα επενδυτικών επιλογών, φύση και κατανομή κινδύνων, κ.λ.π.)

Η επενδυτική πολιτική καταρτίζεται και επανεξετάζεται τουλάχιστο ανά τριετία και σχεδιάζεται με γνώμονα τη συνετή διαχείριση και τα συμφερόντα των μελών και των δικαιούχων (ασφάλεια, ποιότητα, ρευστότητα, κερδοφορία), τη στρατηγική κατανομή των στοιχείων του ενεργητικού ανάλογα με τη φύση και τη διάρκεια των υποχρεώσεων και τη διασπορά των επενδύσεων προς αποφυγή συσσωρευμένου κινδύνου. Το ενεργητικό επενδύεται πρωτίστως σε οργανωμένες αγορές. Οσον αφορά την επενδυτική δραστηριότητα επιτρέπονται επενδύσεις:

- σε παράγωγα με σκοπό όμως τη μείωση των επενδυτικών κινδύνων και τη διευκόλυνση της αποτελεσματικής διαχείρησης του χαρτοφυλακίου,
- τουλάχιστο 70% σε μετοχικές αξίες ή προϊόντα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές,
- μέχρι 30% σε μετοχικές αξίες ή προϊόντα μη εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες αγορές,
- μέχρι 5% σε αξιόγραφα εκδιδόμενα από την ίδια επιχείρηση,
- μέχρι 10% σε αξιόγραφα εκδιδόμενα από επιχειρήσεις του ίδιου ομίλου,
- μέχρι 30% σε προϊόντα εξεφρασμένα σε διαφορετικό νόμισμα από αυτό των υποχρεώσεων.

[43] Χρηματοδοτούσα επιχείρηση: οποιαδήποτε επιχείρηση ή άλλος φορέας που ενεργεί υπό την ιδιότητα εργοδότη ή ελεύθερου επαγγελματία ή συνδυασμού αυτών και καταβάλλει εισφορές σε ίδρυμα για παροχή επαγγελματικής συνταξιοδότησης.

Σχετικά με τα τεχνικά αποθεματικά,[44] το ελάχιστο ποσό υπολογίζεται βάσει συνετής αναλογιστικής μελέτης, λαμβανομένου υπόψη των υποχρεώσεων (παροχών και εισφορών) των συνταξιοδοτικών διακανονισμών του ιδρύματος. Να σημειωθεί ότι, επιτρέπεται μία μικρή περίοδος ανεπάρκειας προς κάλυψη των αποθεματικών. Σε αυτή τη περίπτωση, καταρτίζεται σχέδιο για την επαναφορά των αποθεματικών στο απαιτούμενο ύψος βάσει της κατανομής των επενδύσεων, του προφίλ κινδύνου και της ηλικίας των συμμετεχόντων.

[44] Τα ιδρύματα τα οποία διαχειρίζονται επαγγελματικά συνταξιοδοτικά συστήματα επιβάλλονται να διαθέτουν, ανά πάσα στιγμή, για το σύνολο των συνταξιοδοτικών συστημάτων τους, τα ποσά που εξασφαλίζουν την εκπλήρωση των υποχρεώσεων πληρωμής των συντάξεων και των λοιπών παροχών προς τα μέλη και τους δικαιούχους.

III.1α Συμπεριφορά επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο ανάληψης μιας επένδυσης

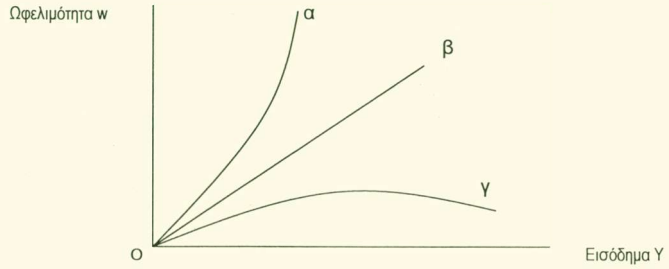
Ο επενδυτής αποφεύγει τον κίνδυνο (risk aversion) : Η αποφυγή κινδύνου σημαίνει ότι η απώλεια που προέρχεται από μία συγκεκριμένη επένδυση είναι μεγαλύτερη από τα κέρδη που θα επιφέρει. Αυτό σημαίνει ότι η δεύτερη παράγωγος της συνάρτησης ωφελιμότητας που θα εξετάσουμε ακριβώς πιο κάτω U(W) είναι αρνητική $U''(W) = d^2U(w)/ dw^2 < 0$

Ο επενδυτής είναι ουδέτερος προς τον κίνδυνο (neutrality) : Οταν ο επενδυτής είναι ουδέτερος στην ουσία είναι αδιάφορος για το αν θα επιλέξει να επενδύσει ή όχι που σημαίνει ότι η δεύτερη παράγωγος της συνάρτησης ωφελιμότητας είναι ίση με το μηδέν $U''(W) = d^2U(w)/ dw^2 = 0$.

Ο επενδυτής αποδέχεται τον κίνδυνο (seeking risk) : Οταν ο επενδυτής αποδέχεται τον κίνδυνο αυτό σημαίνει ότι επιλέγει να επενδύσει γιατί θεωρεί ότι η απόφασή του να επενδύσει θα του επιφέρει μεγαλύτερα οφέλη από την απόφασή του να μην επενδύσει. Η δεύτερη παράγωγος της συνάρτησης ωφελιμότητας σε αυτή τη περίπτωση είναι θετική $U''(W) = d^2U(w)/ dw^2 > 0$

Διαγραμματικά βάσει των τριών διαφορετικών τύπων συμπεριφοράς του επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο η συνάρτηση ωφελιμότητας λαμβάνει τρεις διαφορετικές μορφές, όπως δείχνει το Διάγραμμα III.1:

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ III.1
Συμπεριφορά επενδυτή απέναντι στον κίνδυνο



α: αποφυγή κινδύνου
β: αδιαφορία
γ: επιδίωξη κινδύνου

Πηγή: Πειρουνάκης, 1993

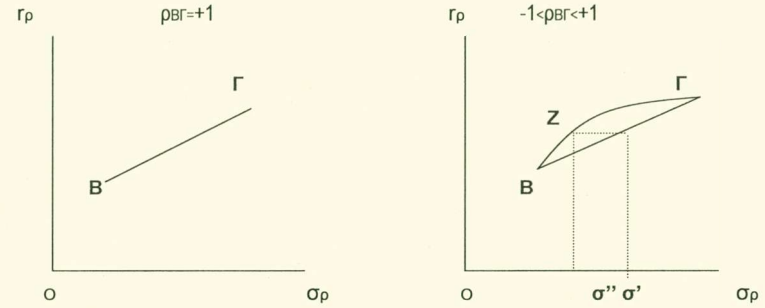
Με το ποσοστό x ορίζουμε το μερίδιο της ολικής επένδυσης που τοποθετείται στο Β αξιόγραφο και με το ποσοστό (1-x) ορίζουμε το αντίστοιχο μερίδιο που τοποθετείται στο Γ. Το χαρτοφυλάκιο που σχηματίζεται από το συνδυασμό των δύο αξιογράφων στα ποσοστά x και (1-x) παρουσιάζει προσδοκώμενη απόδοση $r = E(r) = r_p$ και κίνδυνο = σ_p. Βάσει των στατιστικών ιδιοτήτων των τυχαίων μεταβλητών, έχουμε :

- $r_p = x r_B+(1-x) r_Γ$, δηλαδή συνάγεται ευθέως ότι η προσδοκώμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου δίδεται από το σταθμικό μέσο όρο των προσδοκώμενων αποδόσεων των δύο αξιογράφων που απαρτίζουν το χαρτοφυλάκιο, με συντελεστές στάθμισης τα ποσοστά συμμετοχής x και x-1 και

- $\sigma^2_p = x^2\sigma^2_B+(1-x)^2\sigma^2_Γ+2x(1-x)\sigma_{BΓ}$, όπου $\sigma_{BΓ}$= cov $(r_B, r_Γ) = \rho_{BΓ}\ \sigma_B\ \sigma_Γ$, όπου $\rho_{BΓ}$ ο συντελεστής συσχετισμού των αποδόσεων των Β και Γ. Από τις στατιστικές του ιδιότητες απαιτείται ότι οι τιμές του θα περιορίζονται στο διάστημα [-1, +1], δηλαδή, $-1 \le \rho_{BΓ} \le +1$. Σε όλες τις περιπτώσεις κατά τις οποίες ο συντελεστής συσχέτισης είναι μικρότερος της μονάδας, η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου είναι μικρότερη από το σταθμικό μέσο όρο των σ_B και $\sigma_Γ$. Προκύπτει δηλαδή μία άμβλυνση του κινδύνου λόγω της μείξης των αξιογράφων στο χαρτοφυλάκιο γνωστή ως *αποτέλεσμα διαφοροποίησης (diversification effect)*. Το αποτέλεσμα της διαφοροποίησης οφείλεται στο ότι όταν δύο ή περισσότερα αξιόγραφα συνδυάζονται σε χαρτοφυλάκιο, οι τυχαίες μεταβολές στην απόδοση του ενός αντισταθμίζονται σε ένα βαθμό από τυχαίες μεταβολές στην απόδοση του άλλου, έτσι ώστε για το σύνολο του χαρτοφυλακίου να προκύπτει διασπορά κινδύνου. Στην περίπτωση που οι αποδόσεις παρουσιάζουν θετικό συσχετισμό μονάδας $\rho_{BΓ}>1$, τότε δεν πραγματοποιείται καμμία διασπορά κινδύνου, διότι οι τυχαίες μεταβολές στις αποδόσεις των αξιογράφων συμπίπτουν στην πορεία τους. Διαγραμματικά, όλα τα ζεύγη όλα τα ζεύγη (r_p, σ_p) τοποθετούνται στην ευθεία ΒΓ. Στην περίπτωση που οι αποδόσεις παρουσιάζουν συντελεστή συσχέτισης ίσο με τη μονάδα $\rho_{BΓ}=1$ η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου ισούται με το σταθμικό μέσο των τυπικών αποκλίσεων των αξιογράφων. Διαγραμματικά, όλα τα ζεύγη (r_p, σ_p) τοποθετούνται στην καμπύλη ΒΓ. Η κυρτότητα της ΒΓ απεικονίζει το αποτέλεσμα της διαφοροποίησης. Το τυχόν χαρτοφυλάκιο Z παρουσιάζει τυπική απόκλιση σ΄΄, ενώ ο σταθμικός μέσος των αποκλίσεων

είναι σ΄. Η διαφορά σ'- σ΄΄ είναι το αποτέλεσμα της διαφοροποίησης (βλ. Διάγραμμα ΙΙΙ.2).

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΙΙΙ.2
Αποτέλεσμα διαφοροποίησης



Πηγή: Πειρουνάκης, 1993

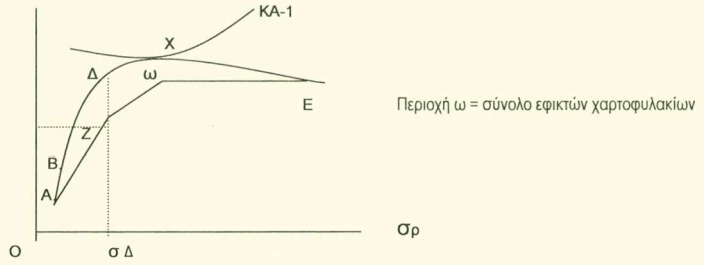
ΙΙΙ.1γ Εφικτά & αποδοτικά χαρτοφυλάκια - Επιλογή βέλτιστου χαρτοφυλακίου

Στο Διάγραμμα ΙΙΙ.3 τα σημεία Α,Β,Γ,Δ,Ε,Ζ αντιπροσωπεύουν πιθανά εφικτά χαρτοφυλάκια ως συνδυασμοί αναμενόμενων αποδόσεων και αντίστοιχων επιπέδων κινδύνου. Ολα τα δυνατά χαρτοφυλάκια τοποθετούνται σε μία περιοχή Ω, τα όρια της οποίας ορίζονται από κυρτές καμπύλες που προκύπτουν όπως είδαμε από το αποτέλεσμα της διαφοροποίησης. Η γραμμή ΑΕ λοιπόν αποτελείται από αποδοτικά χαρτοφυλάκια και είναι το *σύνορο βέλτιστων επιλογών (frontier)* των αποδοτικών χαρτοφυλακίων, καθένα από τα οποία χαρακτηρίζεται από τη μέγιστη δυνατή αναμενόμενη απόδοση για δεδομένο επίπεδο κινδύνου.Οι επιλογές πάνω στη γραμμή ΑΕ περιγράφουν σαφώς μία αυξητική σχέση κινδύνου και προσδοκώμενης απόδοσης. Οι ορθολογικοί επενδυτές δεν θα επιλέξουν ποτέ χαρτοφυλάκιο στο εσωτερικό της περιοχής Ω. Το χαρτοφυλάκιο Ζ έχει το ίδιο ρίσκο αλλά μικρότερη απόδοση σε σχέση με το Δ, ενώ σε σχέση με το Γ ίδια απόδοση αλλά περισσότερο κίνδυνο. Προφανώς, τα Γ και Δ υπερέχουν σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο Ζ.

Από το σύνολο των εφικτών χαρτοφυλακίων, το χαρτοφυλάκιο που αντιστοιχεί στο σημείο επαφής μεταξύ του συνόρου αποδοτικών χαρτοφυλακίων και της όσο το δυνατό αριστερότερα ευρισκόμενης καμπύλης αδιαφορίας αποτελεί την άριστη ή βέλτιστη επιλογή χαρτοφυλακίου για τον επενδυτή. Το σημείο x του διαγράμματος αντιπροσωπεύει όχι μόνο ένα αποδοτικό χαρτοφυλάκιο, αλλά και τη μέγιστη δυνατή ωφελιμότητα που ο συγκεκριμένος επενδυτής μπορεί να αντλήσει από την επένδυσή του. Επομένως, εάν η συνάρτηση ωφελιμότητας U(W) αυξάνει τότε ο πλούτος W

αυξάνει που σημαίνει ότι η πρώτη παράγωγος της συνάρτησης χρησιμότητας πρέπει να είναι θετική U'(W) = dU(w)/ dw > 0 ,

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ III.3
Εφικτά & Αποδοτικά Χαρτοφυλάκια – Επιλογή Χαρτοφυλακίου



Πηγή: Πειρουνάκης, 1993

Συναρτησιακά το πρόβλημα της άριστης επιλογής χαρτοφυλακίου δίδεται από μεγιστοποίηση της συνάρτησης ωφελιμότητας του επενδυτή όπως περιγράψαμε, δηλαδή:

Max E[U(W1)], όπου $W_1 = W_0 r_p$ και $r_p = \Sigma_j X_j r_j$ (1)

{xj}

υπό τον περιορισμό $\sum_{i=1}^{N} x_i = 1$

και εφόσον οι αποδόσεις r_j όλων των αξιογράφων κατανέμονται κανονικά, τότε κάθε επιλογή {xj}, το r_p και επομένως W_1 πρέπει επίσης να κατανέμονται κανονικά. Επομένως μπορούμε να εκφράσουμε:

$r_p = \mu_p + \sigma_p x$, όπου $\mu_p = E(r_p)$ $\sigma^2_p = Var(r_p)$ και η σχέση (1) περιγράφεται :

$E[U(W_1)] = E[U(W_0(\mu_p+\sigma_p x))]$

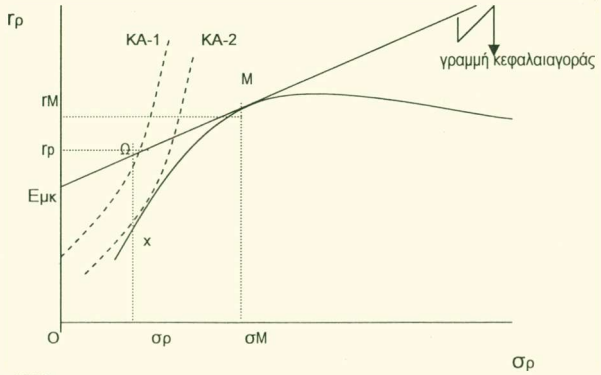
- r_j → απόδοση τίτλου j (j = 1,2,3,....m)
- W_0 (W_1) → ημερ/νία 0 (1) πόρων προς επένδυση (wealth) του επενδυτή i (i = 1,2,....,I)
- U(W_1) → ωφελιμότητα της μελλοντικής αξίας των πόρων του επενδυτή i
- X_{ij} → μέρος του W_0 που επενδύεται στον τίτλο j
- μ_j → αναμενόμενη απόδοση του τίτλου j
- σ_p → διακύμανση της αναμενόμενης απόδοσης του τίτλου

III.1δ Βελτίωση άριστου χαρτοφυλακίου με χρήση τίτλου μηδενικού κινδύνου και της γραμμής κεφαλαιαγοράς

Είναι δυνατό βάσει του Διάγραμματος III.3 ο επενδυτής να αυξήσει την ωφελιμότητά του μεταβαίνοντας σε κάποια καμπύλη αδιαφορίας ακόμη πιο αριστερά της ΚΑ-1, της ΚΑ-2; Αν όντως υπάρχει κάποιο αξιοποιητέο στοιχείο με απόδοση Εμκ και κίνδυνο 0 (σ=0) τότε υπάρχει ένα συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο Μ με περίεχοντα κίνδυνο αξιόγραφα, το οποίο συνδυαζόμενο με το ακίνδυνο αξιόγραφο, προσφέρει άριστες επιλογές. Η εφαπτόμενη από το Ε στη γραμμή ΑΕ (βλ. Διάγραμμα III.4), ορίζει ένα νέο σύνορο βέλτιστων επιλογών, τη γραμμή ΕμκΜ, επί της οποίας μπορεί να κινηθεί ο επενδυτής για να βελτιώσει τη θέση του γιατί αποτελείται από συνδυασμούς του επικίνδυνου χαρτοφυλακίου Μ και του ακίνδυνου τίτλου Εμκ υπάρχει ένα συγκεκριμένο χαρτοφυλάκιο Μ το οποίο συνδυαζόμενο με το Α, προσφέρει άριστες επιλογές. Η γραμμή Εμκ καλείται γραμμή κεφαλαιαγοράς, διότι παρουσιάζει τους βέλτιστους όρους ανταλλαγής προσδοκώμενης απόδοσης και κινδύνου οι οποίοι προσφέρονται όταν η κεφαλαιαγορά βρίσκεται σε σημείο ισορροπίας.

Την τελική επιλογή του επενδυτή αντιπροσωπεύει το χαρτοφυλάκιο Ω (σημείο επαφής ΚΑ-2 και Εμκ). Επομένως, η επισφάλεια ή κίνδυνος ενός ατομικού τίτλου περιορίζεται στη συνεισφορά του στην επισφάλεια ή τον κίνδυνο ενός επαρκώς διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ III.4
Βελτίωση του άριστου χαρτοφυλακίου με χρήση τίτλου μηδενικού κινδύνου και της γραμμής κεφαλαιαγοράς



Πηγή: Πειρουνάκης, 1993

Η κλίση της γραμμής Εμκ υπολογίζεται εκφράζεται ως :

$Dr_P / D\sigma_P = \gamma = (r_M - r_f)/ \sigma_M$

Το γ παριστά την αποζημίωση σε όρους προσδοκώμενης απόδοσης ανά μονάδα κινδύνου, που σημαίνει ότι την απόδοση κινδύνου την εκλαμβάνουμε σαν ασφάλιστρο κινδύνου, δηλαδή σαν τη διαφορά από την απόδοση κάποιου τίτλου χωρίς ρίσκο.

Ως συνάρτηση η γραμμή κεφαλαιαγοράς εκφράζεται :

$r_P = r_f + \gamma\sigma_P$, όπου r_f = επιτόκιο ακίνδυνου δανεισμού

και το πρόβλημα της άριστης επιλογής χαρτοφυλακίου με τίτλους μηδενικού κινδύνου δίδεται από :

$\text{Max } E[U_i(W_1)]$ subject to $W_1 = W_0 \Sigma_j x_j r_j$ και $\Sigma_j x_j r_j = 1$

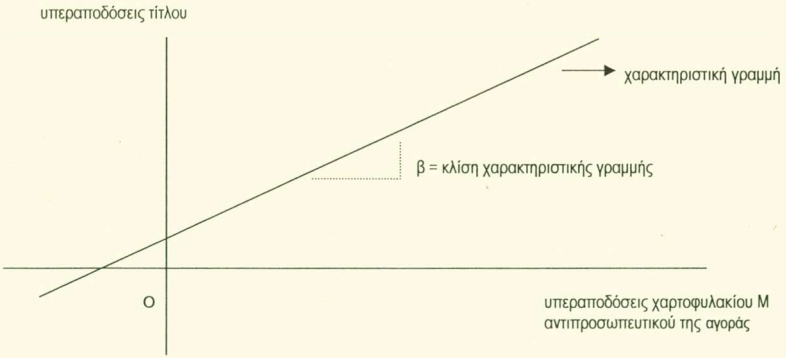
$$\underset{\{x_j\}}{\text{Max}}\, E[U(W_0 \Sigma_j x_{ij} r_j)] - \xi_i(\Sigma_j x_{ij} - 1)$$

συνθήκες πρώτης τάξης $W_0\, E[r_j U_i'(W_1)] = \xi_i$ (τίτλος μηδενικού κινδύνου)

- r → απόδοση τίτλου χωρίς κίνδυνο
- rj → απόδοση τίτλου j με κίνδυνο (j= 1,2,3,....m)
- W0(W1)→ημερ/νία 0 (1) διαθέσιμων πόρων προς επένδυση (wealth) του επενδυτή i (i = 1,2,....,I)
- Ui(W1)→ωφελιμότητα μελλοντικής αξίας των πόρων του επενδυτή i
- Xij→ μέρος του W0 που επενδύεται στον τίτλο j
- μj→αναμενόμενη απόδοση του τίτλου j (ή της αγοράς M)
- σM→διακύμανση της αναμενόμενης απόδοσης της αγοράς

Στο Διάγραμμα III.5 το νόημα του β γίνεται καλύτερα κατανοητό. Συγκρίνουμε τις αποδόσεις ενός τίτλου που υπερβαίνουν την απόδοση ενός τίτλου χωρίς κίνδυνο, με τις αποδόσεις του συνόλου της αγοράς. Τα σημεία στο Διάγραμμα III.5 εκφράζουν τα παρατηρηθέντα ζεύγη των υπεραποδόσεων. Αν τα σημεία αυτά κείνται επί ευθείας γραμμής, τότε μια δεδομένη μεταβολή της υπεραπόδοσης του συνόλου της αγοράς αντιστοιχεί πάντοτε σε μία υπεραπόδοση του τίτλου. Βέβαια κάτι τέτοιο πρακτικά δεν συμβαίνει και μία δεδομένη μεταβολή της υπεραπόδοσης της όλης αγοράς αντιστοιχεί σε διαφορετικές μεταβολές της υπεραπόδοσης του τίτλου σε διαφορετικές περιόδους. Ωστόσο, ακόμη και όταν τα σημεία δεν κείνται επί ευθείας γραμμής, θεωρούμε ότι η διαχρονική τους πορεία μπορεί να προσεγγισθεί με μια ιδεατή γραμμή, φτιαγμένη έτσι ώστε οι αποκλίσεις των σημείων από αυτή να είναι οι ελάχιστες δυνατές. Η γραμμή αυτή αποκαλείται *χαρακτηριστική* και *η κλίση αυτής είναι το β*. Τα σημεία που δεν κείνται ακριβώς επί αυτής, θεωρούμε ότι εκφράζουν τυχαίες μεταβολές των αποδόσεων του τίτλου σε σχέση με τις μεταβολές των αποδόσεων της αγοράς Μ.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ III.5
Η χαρακτηριστική γραμμή



Πηγή: Πειρουνάκης, 1993

III. 2 ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

III.2α Δείκτης ***Jensen*** *ή* ***Jensen's alpha***

Ο δείκτης Jensen μετρά τη μέση υπεραπόδοση σε σχέση με την απόδοση που υπολογίζεται βάσει του υποδείγματος ACPM και συγκεκριμένα:

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [r_f + \beta_p(\bar{r}_m - r_f)]$$

όπου:

$\bar{r}_p$ = αναμενόμενη συνολική απόδοση χαρτοφυλακίου
r_f = στοιχείο μηδενικού κινδύνου
β_p = βήτα χαρτοφυλακίου
$\bar{r}_m$ = αναμενόμενη απόδοση αγοράς

Εάν ο δείκτης σημειώνει θετικές τιμές το χαρτοφυλάκιο πετυχαίνει υπεραποδόσεις με άλλα λόγια μία θετική τιμή του Jensen's alpha σημαίνει ότι ο διαχειριστής κέρδισε την αγορά με τις επενδυτικές του επιλογές.

III.2β Δείκτης ***Sharpe***

Ο δείκτης υπολογίζεται ως κάτωθι :

$$Sr = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$

όπου:

$\bar{r}_p$ = αναμενόμενη συνολική απόδοση χαρτοφυλακίου
r_f = στοιχείο μηδενικού κινδύνου
σ_p = κίνδυνος χαρτοφυλακίου

και συγκρίνεται με τον αντίστοιχο δείκτη της αγοράς ή του δείκτη σύγκρισης

$$Sr = \frac{\bar{r}_m - r_f}{\sigma_m}$$

όπου:

$\bar{r}_m$ = αναμενόμενη συνολική απόδοση χαρτοφυλακίου

r_f = στοιχείο μηδενικού κινδύνου
σ_m = κίνδυνος αγοράς

Ο δείκτης φανερώνει εάν οι αποδόσεις του χαρτοφυλακίου είναι αποτέλεσμα πετυχημένων επενδυτικών αποφάσεων ή αποτέλεσμα ανάλυψης υπερβολικού κινδύνου. Εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και το υπόδειγμα ACPM ισχύει, τότε ο δείκτης απόδοσης κινδύνου είναι ο ίδιος για όλα τα στοιχεία.

III.2γ Δείκτης ***Sortino***

Ο δείκτης **Sortino** μετρά την υπεραπόδοση σε σχέση με τον καθοδικό κίνδυνο και υπολογίζεται ως κάτωθι :

$$\text{Sortino } r = \frac{(P-T) * t}{\frac{\Sigma(P-T)^2}{n} * t}$$

όπου:

T = απόδοση στόχος
P = απόδοση
t = χρονική περίοδος

III.2δ Δείκτης ***Treynor***

Ο δείκτης υπολογίζεται ως κάτωθι :

$$Tr = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\beta_p}$$

όπου:

$\bar{r}_p$ = αναμενόμενη συνολική απόδοση χαρτοφυλακίου
r_f = στοιχείο μηδενικού κινδύνου
β_p = βήτα χαρτοφυλακίου

και συγκρίνεται με τον αντίστοιχο δείκτη της αγοράς ή του δείκτη σύγκρισης

$$Sr = \frac{\bar{r}_m - r_f}{\beta_m}$$

όπου:

r_m = αναμενόμενη συνολική απόδοση χαρτοφυλακίου
r_f = στοιχείο μηδενικού κινδύνου
β_m = βήτα αγοράς

Εάν οι αγορές είναι αποτελεσματικές και το υπόδειγμα ACPM ισχύει, όλα τα στοιχεία θα βρίσκονται πάνω στην αγοραία γραμμή χρεωγράφων.

Questionnaire

Survey on investments concerning retirements funds

A. Asset Allocation/Investment Distribution

1.

	Target Allocation %	*Actual Distribution* %
a)Equites		
Domestic Stocks		
International Equities		
Real Estate Equities		
Other		
Equites Subtotal		
b)Fixed Income		
Domestic Corp Bonds		
Government Bonds		
International Bonds		
Real Estate Mortgages		
Other		
Fixed Income Subtotal		
c)Cash and Short Term		
d)Venture Capital		

2. Is your asset allocation:

	Yes	*No*
a)Long Term? (ie not changed often with varying economic conditions)		
b)Tactically set? (ie not changed often with varying economic conditions)		

3.*Who sets your asset allocation?* :

a)Retirement Board/Trustees	
b)Investment Officers	
c)Investment Council/Consultant	
d)Other	

B. Actual Annual Rate of Return on Total Portfolio for Calendar Years

2003	%
2002	%
2001	%

C.Investment Authority

1. Under what investment restrictions do you operate?

a) Prudent Person Rule		
b) Quantitative		
c) Other		

2. Who specifies investment restrictions ?

Yes	*No*

3. Does the system establish and maintain written internal policy objectives and investments guidelines?

Yes	*No*

4. Are the trustees responsible for investment bound to fiduciary standards?

Yes	*No*

5. Are the trustees of the system directly responsible for investment of the system's assets?

Yes	*No*

If not who is?

6. Does the system obtain annual independent investment performance evaluations?

Yes	*No*

7. Does the system specify minimum qualifications on those making investment decisions?

Yes	*No*

D. Investment Restrictions

1. Does your system have prohibitions against any investments in companies dealing with certain countries ?

Yes	*No*

2. Indicate the maximum percent of assets that can be invested according to or system policy in the following asset classes:

	Statutory Maximum	*Policy Maximum*
a) Stocks limited to% portfolio	%	%
b) Real estate limited to% portfolio	%	%
c) Corporate bonds limited to% portfolio	%	%
d) Government bonds limited to% portfolio	%	%
e) Foreign investments limited to% portfolio	%	%
f) Derivatives limited to% portfolio	%	%

3. What percent of the portfolio is targeted in the domestic market ?

%

4. If any investments are targeted in the domestic market please indicate the amount at the end of 2004 that was targeted for and actually invested in :

	Targeted	*Invested*
a) Stocks	€	€
b) Bonds	€	€
c) Real estate equities	€	€
d) Venture capital	€	€

OTHER INFORMATION YOU WISH TO PROVIDE

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Adrangi, B., Shank, T.M. (1998), Co-movement, causality and diversification benefitsin international equity markets, Journal of foreign exchange and international finance 12,4:297-312

2. Ambachtsheer, K. (1988), Integrating business planning with pension fund planning, από το βιβλίο των Arnott, R., Fabozzi F., Asset allocation; a handbook, Probus Chicago

3. Aaron, H.J. and J.B. Shoven (1999), Should the United States privatize social security?, The MIT Press, Cambridge.

4. Black, F. (1980), The tax consequence of long-run pension policy, Financial analyst journal, Σεπτέμβριος-Οκτώβριος, 17-23

5. Blake, D. (1999), Portfolio choice models of pension funds and life assurance companies, similarities and differences, Geneva papers on risk and insurance 24,327

6. Blake, D. (1995), Pension schemes & pension funds in the UK, Oxford University Press

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

8. Bodie, Z., & Davis, E.P. (2000), The foundations of pension finance

9. Borio C.V., Chincarini L. & Tsatsaronis K. (1997), Institutional investors, asset management and financial markets, Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών, Βασιλεία.

10. Buckberg, E. (1996),Institutional investors and asset pricing in emerging markets, Working paper WP/96/2 Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

11. Bajtelsmit, V.L. & VanDerhei, J.L. (1997), Risk aversion and pension investment choises, Από το βιβλίο Gordon M.S., Mitchell & Twinney, M.M., Positioning pensions for the 21st century. The Pension Research Council, The Wharton School of the University of Pennsylvania

12. Berkowitz, S.A. & Rowe, D.L.(1998), Pension plans: A financial perspective, Από το βιβλίο Logue D., Handbook of modern finance. NY: Gorham & Lamont, Inc.

13. Bodie, Z., Marcus, A.J., & Merton, R.C.(1998), Defined benefit versus defined contribution pension plans: what are the real trade-offs? Από το βιβλίο Bodie, Z., Shoven, J.B. & Wise,D.A. Pensions and the US Economy.Chicago: The university of Chicago Press

14. Breen, W.J. (1990), Performance benchmarks foster effective asset allocation, Pension World, August

15. Burke, F.G. (1992), Prudent man allows trustees to consider social investments, Pension World, April

16. Bowers, N.L. (1995), Actuarial mathematics

17. Bodie, Z.,& Merton C.R. (2001), International pension swaps, The Pension Institute Birkbeck College, University of London

18. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.,J. (2000), The global derivatives market, United Press International, April

19. Bodie, Z. (1990), Pension funds and financial innovation, Financial management

20. Burton, E. (1996), Derivatives: Is there any future for them in pension funds Pension & Investments Management Conference

21. Bailey, R.E. (2003), Economics of financial markets

22. Bailliu, J. & Reisen H.(1997), Do funded pensions contribute to higher aggregate savings; a cross country analysis, OECD Dvp Centre – Technical papers 130

23. Bateman, H. (2001), Disclosure of superannuation fees and charges, University of New South Wales, Sydney.

24. Bateman, H. & Piggott, J. (1999), The australian approach to retirement income provision

25. Brooks R. (2000), What will happen to financial markets when the baby boomers retire?, Working Paper, IMF

26. Bodie, Z. (1990), Pension funds and financial innovation, Financial Management Autumn 1990, 11-21

27. Bodie, Z. (1990), Pensions as retirement income insurance, Journal of Economic Literature, 28, 28-49.

28. Clark, G. (2000), Pension fund capitalism Oxford University Press

29. Clark, G. & N. Whiteside (2003), Pension security in the 21st century, Oxford University Press

30. Cheung, H. (1999), Investment styles and approaches: active and passive Παρουσίαση από συνέδριο με τίτλο Recent trends in institutional and pension fund investment management, Παγκόσμια Τράπεζα

31. Cairns, A.J.G. (2004), Pension fund mathematics

32. Cooper, G. and Brooks, P.(1999), Pension fund management fundamentals, A Paper Presented at the Asian Development Bank Pension Funds reform Workshop, Singapore.

33. Dutta, J., Kapur S. & Orszag J.M. (1999), A portfolio approach to the optimal funding of pensions

34. Davis, E.P. (1991), International diversification of institutional investors, Τράπεζα της Αγγλίας

35. Davis, E.P. (1995), Pensions funds: Retirement – Income-Security and capital markets An international perspective, Oxford: Clarendon press

36. Davis, E.P.(1997), Regulation of pension funds, ΟΟΣΑ

37. Drucker, P.F. (1995), The pension fund revolution, Transaction publishers

38. Davis, E.P. (1998), Regulation of pension fund assets, από το βιβλίο των Blommestein H. & Funke N., Institutional investors in the new financial landscape, ΟΟΣΑ

39. Davis, E.P. (2002), Prudent person rules or quantitative restrictions? The regulation of long-term institutional investors'portfolios, Journal of Pension Economics & Finance

40. Davis, E.P. & Steil B. (2001), Institutional investors, MIT press

41. Davis, E. P. (2000), Regulation of private pensions - a case study of the UK, Discussion Paper no. PI-0009, The Pensions Institute, Birkbeck College, London

42. Davis E P (2000), Pension Funds, Financial Intermediation and the New Financial Landscape, Working Paper No. PI-2010, the Pensions Institute, Birkbeck College, London, and Kredit und Kapital

43. Davis E P. (2000), Multiple channels of intermediation, corporate finance and financial stability, Working Paper No. 01/115, International Monetary Fund

44. Davis, E. P. (2001), Portfolio regulation of life insurance companies and pension funds, Brunel University, West London.

45. Davis, E. P. (2002), Pension fund management and international investment - a global perspective , Brunel University, London.

46. Dickinson, G. (2001), Principles for investment regulation of pension funds and life insurance companies,ΟΟΣΑ

47. Elton, E.J. & Gruber (1995), Modern porfolio theory and investment analysis

48. Elton, E.J. & Gruber (1990), Optimal investing strategies with investor liabilities, N.Y. University

49. Erb C.B., Harvey C R & Viskanta TE (1997), Demographics and international investment, Financial Analyst Journal,53, Ιούλιος, Αύγουστος 14-28

50. Ευρωπαϊκή Ενωση, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Επίσημη Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων (2002), Γνωμοδότηση της Οικονομικής & Κοινωνικής Επιτροπής με θέμα: Οικονομική ανάπτυξη, φορολογία και βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων στην ΕΕ

51. Ευρωπαϊκή Ενωση, Ευρωπαϊκή Επιτροπή (1999), Rebuilding pensions, security, efficiency,affordability- recommendations for a code of best practice for second pillar pension funds

52. Ευρωπαϊκή Ενωση (2003), The social situation in European Union

53. Ευρωπαϊκή Ενωση, Επιτροπή της Ευρωπαϊκής Ενωσης

Οδηγίες 2001/107/ΕΚ, 2001/108/ΕΚ- Συντονισμός νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

Οδηγία 2003/41/ΕΚ - Δραστηριότητες και εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών

54. Ελληνική νομοθεσία

Ν 1902/1990-Αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης

Ν 2042/1992-Επενδύσεις διαθεσίμων δημόσιων οργανισμών & ασφαλιστικών ταμείων

Ν 1902/1990 & Ν 2076/1992 - Ιδρυση ΑΕΔΑΚ

Ν 2335/1995-Αξιοποίηση συμβούλων

Ν 2469/1997-Πρόσληψη Συμβούλων διαχείρισης- Επενδύσεις δημοσίων οργανισμών & ασφαλιστικών ταμείων

Ν 2676/1999 - Αξιοποίηση κινητής & ακίνητης περιουσίας των ασφαλιστικών οργανισμών

Ν 2768/1999-Σύσταση Ανώνυμης Εταιρείας με την Επωνυμία 'Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Ειδικού Κεφαλαίου Τ.Α.Π.-Ο.Τ.Ε'

Ν 3029/2002-Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης

Ν 2216/1994-Διαχείριση κεφαλαίων

Υπουργική Απόφαση αριθμ. 166316/β.972-Πρόσληψη συμβούλων διαχείρισης

Υπουργική Απόφαση αριθμ. 155492/Β.638-Καθορισμός Κανόνων Επενδυτικής Συμπεριφοράς γαι την αξιοποίηση της κινητής περιουσίας των Ασφαλιστικών Φορέων

Υπουργική Απόφαση αριθμ. Φ. Επαγ. ασφ./οικ.16-Οροι λειτουργίας των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης

Υπουργική Απόφαση αριθμ.1821/16/2004-Καθορισμός διοικητικών κυρώσεων

55. ΕΣΥΕ, (2003,), Ερευνα Εργατικού Δυναμικού

56. Favero, G.(2000), Robustness of shortfall risk minimizing strategies, Workshop on stochastic control Dpt of pure & applied mathematics, University of Padova

57. Fabozzi, F.J. (2001), Pension fund investment management, Wiley & sons

58. Fabozzi, F.J. (1996), Bond market analysis and strategies, Prentice Hall Eds

59. Fabozzi, F.J.& Konishi A. (1995), Handbook of asset liability management state of the art investment strategies, risk controls and regulatory, Mc Graw-Hill

60. Feldstein M. and Ranguelova, E. (1998), Individual risk sharing and inter-generational risk sharing in an investment based social security system, NBER Working Paper, 6839

61. Financial Times (1999), Financial Times Survey; Pension Fund Investment, FT, 21 May

62. Gardner,C. (2004,) Should pension funds invest in hedge funds?

63. Graver, R. & Hakansson N. (1987), Gains from international diversification : 1968-1985 Returns of portfolios of stocks and bonds, Journal of finance 42, 3: 721-739

64. Grubel, H.G. (1968), Internationally diversified portfolios welfare gains and capital flows, American Economic Review 58,5:1299-1314

65. Hawksley, A.J., & Wells, W.M.(1996), The top 19 pitfalls in managing ERISA plans, Pension Management , May 20-22

66. Hamilton, J.D. (1994), Time series analysis, Princeton university press

67. Holzman, R. (1997), Pension reform, financial market development and economic growth – preliminary evidence for Chile, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο

68. Holzmann, R. (1998), Financing the transition to multipillar, Pension Reform Primer series, Social Protection Discussion Paper no. 9809, Παγκόσμια Τράπεζα

69. Iglesias, A. & Palacios (2000), Managing public pension reserves, Παγκόσμια Τράπεζα

70. James, E., Smalhout, J. and Vittas, D. (2001), Administrative costs and the organisation of individual account systems: a comparative perspective, ΟΟΣΑ

71. James, E.(1996), Public pensions plans in international perspective: problems, reforms and research issues

72. Jensen, M. (1978), Some anomalous evidence regarding market efficiency, Journal of financial economics 6, 95-101

73. Kozo Omori,(2000), Interest rate risk and strategic asset allocation of pension funds

74. Kolb, R. (2002), Futures, options & swaps , Blackwell publishing

75. Limbacher, P.B.(1996), Pension assets soar 16%; hit $5.4 trillion, Pensions & Investments Απρίλιος 1.1

76. Leibowitz, M.L. (1986), Total portfolio duration: a new perspective on asset allocation, Financial Analyst Journal pp 19,29

77. Leibowitz, M.L. (1987), Liability returns: a new look at asset allocation, The journal of portfolio management, pp 11-18

78. Leibowitz, M.L, Bader, L.N., Kogelman S. (1996), Return targets & shortfall risks ,IRWIN

79. Lee, E.M. (1998), An introduction to pension funds

80. Laboul, A. (1998), Private pension systems: regulatory policies, Ageing Working Paper no. 2.2, ΟΟΣΑ

81. Lindeman, D., Rutkowski, M. and Sluchynsky, O. (2000), The evolution of pension systems in Eastern Europe and Central Asia: opportunities, constraints, dilemmas and emerging practices, Παγκόσμια Τράπεζα

82. Lederman, R.A.K.(2000), Hedge funds investment and portfolio strategies for the institutional investor, McGraw-Hill

83. Livingston, M. (2004), Bonds and bond derivatives, Blackwell publ.

84. Lintner, J. (1965), The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budjets, Review of Economics and Statistics 47, 13-37

85. Madura, J. (1996), Global portfolio management for institutional investors, Greenwood press

86. Markowitz, H. (1959), Portfolio choice: efficient diversification of investments, N.Y.Wiley & sons

87. Math, A. & Pochet, P.(2001), Les pensions en Europe: debats, acteurs et methode, Revue belge de securite social

88. Mehra, R., & Prescott, E. (1985), The equity premium: a puzzle, Journal of monetary economics 15, 145-161

89. Merrill, J. (1998), Outperforming the market, Mc Graw Hill

90. Mills T.C. (1996 reprinted), The econometric modelling of financial time series, Cambridge University Press

91. Murphy, T. (2003), Investment environment challenges pension funds

92. McKelvy, N.A. (1983), Pension fund investments in real estate, Greenwood press

93. Muralidhar, A.S. (2001), Innovations in Pension Fund Management, Stanford University Press

94. Maher A. (2004), Pension funds in Ireland, for Europe, Chief Executive of the Pensions Board Ireland to 66th Annual ABA Conference on 5th May 2004

95. Myners P. (2001), The Myners Review of institutional investment decision - Making

96. Mc Morrow, Rueger (2002), The EU Economy Review, Ευρωπαϊκή Ενωση, Ευρωπαϊκή Επιτροπή

97. Mossin J. (1966), Equilibrium in a capital asset market, Econometrica 34, 768-83

98. Νεκτάριος Μ. (2003), Διαχείριση αποθεματικών ασφαλιστικών ταμείων, Πρακτικά Ημερίδας

99. Obstfeld, M. (1994), Risk taking, global diversification and growth, American Economic Review 84(5) 1310-1329

100. Orazio, A.& Japelli T.(2001) Intertemporal choice and the cross-sectional variance of marginal utility, The Review of Economics and Statistics 83, 13-27

101. Olson, R.L. (2003) Investing in pension funds & endowments, Mc Graw-Hill

102. Orszag, P.R. & Stiglitz J.E.(1999) Rethinking pension reform : ten myths about social security systems, Παγκόσμια Τράπεζα

103. ΟΟΣΑ (1996) The macroeconimics of ageing, pensions and savings: a survey

104. ΟΟΣΑ (1998), Selected principles for the regulation of investments by insurance companies and pension funds, Financial Affairs Division

105. ΟΟΣΑ (2000), Survey of investment regulation of pension funds,

106. ΟΟΣΑ (2001), Prudent person rule standard for the investment of pension fund assets

107. ΟΗΕ (2002), The 2002 revision and world urbanization prospects, Population Division

108. ΟΗΕ (2000), The 2000 revision and world urbanization prospects, Population Division

109. ΟΗΕ (2000), World population prospects: The 2000 revision

110. Pennacchi, G. (1998), Government guarantees on pension fund returns, Pension Reform Primer series, Social Protection Discussion Paper no. 9806, Παγκόσμια Τράπεζα

111. Παγκόσμια Τράπεζα (2000), Guarantees: counting the cost of guaranteeing defined contribution pensions, Pension Reform Primer briefing.

112. Παγκόσμια Τράπεζα (2000), Portfolio limits: pension investment restrictions compromise fund performance, Pension Reform Primer briefing.

113. Πράξη του Διοικητού της Τράπεζας της Ελλάδος – Ελεγχος φορέων κοινωνικής ασφάλισης

114. Πειρουνάκης (1993), Χρηματοοικονομική διαχείριση, εκδ. NUBIS

115. Ralfe, J.(2001), Why bonds are right for pension funds

116. Reisen, H. (1997), Liberasing foreign investments by pension funds : positive and normative aspects, Technical paper 120 ΟΟΣΑ Dvp center

117. Reisen, H.& Williamson J.(1996), Pension funds, capital controls, and macroeconomic stability

118. Rocha, R., Gutierrez, J. & Hinz, R. (1999), Improving the regulation and supervision of pension funds : Are there lessons from the banking sector?, Παγκόσμια Τράπεζα

119. Shah, A., Fernandes K. (1999), The relevance of index funds for pension investment in equities

120. Shah, H. (1999), Pension fund investments: individual choice versus control, Παγκόσμια Τράπεζα

121. Shah,H. (1996), Towards better regulation of private pension funds, Παγκόσμια Τράπεζα

122. Siegel, J. (1998), Stocks for the long run, Mc Graw-Hill

123. Srinivas, P.S., Yerno, J. Risk management through international diversification: the case of Latin America pension funds Pension research council, The Wharton School, Univ. Of Pennsylvania

124. Sharpe, W. (1964), Capital asset prices: a theory of market equilibrium under condition of risk, Journal of finance 19,3 : 425-442

125. Surz, R.J. (1996), Solving the performance puzzle, Pensions Management. May 38-40

126. Shah, H. (1997), Toward better regulation of private pension funds, Policy Research Working Paper no. 1791, World Bank, Washington, D.C.

127. Sin, Y. (2002), Minimum pension guarantees. Introductory report, International Social Security Association, Seminar for Social Security Actuaries and Statisticians: Actuarial Aspects of Pension Reform, Moscow, Russian Federation, 3-5 July 2002.

128. Smetters, K. (2000), The design and cost of pension guarantees, Wharton School, University of Pennsylvania.

129. Srinivas, P.S. & Yermo, J. (2000), Risk management through international diversification: the case of Latin American pension funds, Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphia.

130. Συριόπουλος, Ασημακόπουλος (2003), Τεχνικές διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων , Σημειώσεις σεμιναρίου

Tepper, Irwin (1977), Risk vs. return in pension fund management, Harvard Business Review 55, March-April, 100-107.

131. Turner, J. A. and Rajnes, D. M. (2002), Relative rate of return guarantees for social security defined contribution plans: what do they accomplish?, Discussion Paper no. PI-0202, The Pensions Institute, Birkbeck College, London.

132. Τράπεζα της Ελλάδος (2003), Εκθεση του Διοικητή για το έτος 2002

133. Thaler, R. and P. Williamson (1994), College and university endowment funds: Why not 100% equities?, Journal of Portfolio Management 21, 27-37.

134. Valdes-Prieto, S. (1997), The economics of pensions: principles, policies and international experience, Cambridge University Press

135. Valdes-Prieto, S. (1999), Reply to the article Do Investment Regulations compromise pension fund performance? Evidence from Latin America, by P.S. Srinivas and Juan Yermo", Catholic University of Chile, Santiago.

136. Vittas, D. (1998), Institutional investors and securities markets: which comes first?, Dvp Research Group, Παγκόσμια Τράπεζα

137. Vittas, D. (1998), Regulatory controversies of private pension funds Policy research working paper 1893, Παγκόσμια Τράπεζα

138. Vittas, D. (1995), Pension funds and capital markets Financial sector development, Παγκόσμια Τράπεζα

139. Vittas, D. (1998), The role of non bank financial intermediaries Policy Research working paper 1892, Παγκόσμια Τράπεζα

140. Walliser, J. (2002), Retirement guarantees in mandatory defined contribution systems, Pension Research Council, Wharton School, University of Pennsylvania.

141. Wahal, S. (1996), Pension fund activism and firm performance, Journal of Finance & Quantitative Analysis 31(i)Q: 1-23

142. Wagner, W.H. (1998), The many dimensions of risk, Journal of portfolio management, pp 35-39

143. Whitehouse, E. (2000), Administrative charges for funded pensions: an international comparison and assessment, Pension Reform Primer series, Παγκόσμια Τράπεζα

144. World Economic Forum's Annual Meeting (2003), Living happily ever after

145. Yermo, J. (2000), Investment regulation of insurance companies and pension funds, ΟΟΣΑ

146. Yermo, J. (2000), Pension funds in Latin America: recent trends and regulatory challenges, ΟΟΣΑ

ΕΘΝΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗΣ ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ