



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών

— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Ολυμπία Μαυρόκωστα
Α.Μ.: 2163

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ: Η διαχείριση με βάση τις οδηγίες IORP II, Solvency II και MiFID II και η σχέση με το θεσμικό πλαίσιο των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ
ΑΘΗΝΑ, 2021

Ολυμπία Μαυρόκωστα

ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΑ ΣΥΝΤΑΞΙΟΔΟΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ: Η διαχείριση με βάση τις οδηγίες IORP II, Solvency II και MiFID II και η σχέση με το θεσμικό πλαίσιο των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

ΔΙΔΑΚΤΟΡΙΚΗ ΔΙΑΤΡΙΒΗ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΥΣΑ: Καθηγήτρια Πατρίνα Παπαρρηγοπούλου	
ΤΡΙΜΕΛΗΣ ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ: Καθηγήτρια Πατρίνα Παπαρρηγοπούλου, Καθηγητής Σπυρίδων Βλαχόπουλος, Αναπληρωτής Καθηγητής Παύλος-Μιχαήλ Ευστρατίου	
ΕΠΤΑΜΕΛΗΣ ΕΞΕΤΑΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ	
Καθηγήτρια Πατρίνα Παπαρρηγοπούλου	Καθηγητής Σπυρίδων Βλαχόπουλος
Αναπληρωτής Καθηγητής Παύλος-Μιχαήλ Ευστρατίου	Καθηγήτρια Θεοδώρα Αντωνίου
Καθηγητής Χρήστος Γκόρτσος	Αναπληρώτρια Καθηγήτρια Αλεξάνδρα Μικρουλέα
Επίκουρη Καθηγήτρια Χριστίνα Λιβαδά	

Copyright © Ολυμπία Μαυρόκωστα, 5-4-2021

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Ο χρόνος, η πνευματική, σωματική και ψυχολογική προσπάθεια, και η επιμονή για συνέχιση του έργου, ακόμα και όταν όλα δείχνουν αδύνατα, είναι στοιχεία σύμφυτα με την ολοκλήρωση κάθε διδακτορικής διατριβής. Μέσα σε αυτή τη διαδρομή βρίσκονται πάντα άνθρωποι, χωρίς τη συνδρομή των οποίων καμία έρευνα δεν μπορεί να αποφέρει καρπούς. Αυτούς τους ανθρώπους νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω προτού ξεκινήσει η ανάγνωση της παρούσας διατριβής, με αντικείμενο τη διαχείριση των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων με βάση τις οδηγίες IORP II, Solvency II και MiFID II και τη σχέση με το θεσμικό πλαίσιο των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, ένα θέμα απολύτως επίκαιρο, και άμεσα συναρτώμενο με την εισαγωγή κεφαλαιοποιητικών στοιχείων στο ελληνικό συνταξιοδοτικό σύστημα.

Με τις εισαγωγικές αυτές σκέψεις, θα ήθελα πρωτίστως να ευχαριστήσω την επιβλέπουσα Καθηγήτριά μου κα Παπαρρηγοπούλου, η οποία υπήρξε αμέριστη συμπαράστατής μου καθ'όλη τη διάρκεια εκπόνησης της διατριβής, με καθοδήγησε ουσιαστικά όταν έβρισκα αδιέξοδα και με ενθάρρυνε σε κάθε δύσκολη στιγμή, ξεπερνώντας το ρόλο του δασκάλου. Νιώθω πραγματικά τυχερή που ήταν δίπλα μου στο δύσκολο αυτό έργο και είμαι σίγουρη ότι δεν θα τα είχα καταφέρει χωρίς εκείνη.

Στη συνέχεια, ευχαριστώ θερμά τα μέλη της τριμελούς επιτροπής, Καθηγητή κ.Βλαχόπουλο και Αν. Καθηγητή κ.Ευστρατίου, οι οποίοι αποτέλεσαν το έναυσμα αυτής της διαδρομής, και τα μέλη της επταμελούς επιτροπής που δέχθηκαν να συμμετάσχουν, συμβάλλοντας με την άρτια επιστημονική τους κατάρτιση σε θέματα που άπτονται της παρούσας διδακτορικής διατριβής, στην ολοκλήρωση μίας μακράς και επίπονης πορείας έρευνας. Ιδιαιτέρως θα ήθελα να ευχαριστήσω τον Καθηγητή κ. Γκόρτσο, ο οποίος όχι μόνο αφιέρωσε πολύτιμο χρόνο, παρέχοντάς μου χρήσιμες συμβουλές, αλλά επιπλέον με τις εύστοχες παρατηρήσεις του συνέβαλε σημαντικά στη βελτίωση της διατριβής.

Πολύ βαθιές ευχαριστίες οφείλω, επίσης, σε όλους τους συνεργάτες μου στο Υπουργείο Εργασίας, οι οποίοι υπήρξαν η έμπνευση για την συγγραφή της παρούσας διατριβής, και ιδίως στο γραφείο 702, οι άνθρωποι του οποίου με εμπιστεύτηκαν ολοκληρωτικά από τα πρώτα μόλις χρόνια της επαγγελματικής μου καριέρας ως δημόσιου λειτουργού, και μου έδωσαν χώρο και κίνητρα να εξελιχθώ επιστημονικά, με γνώμονα τον κοινό συμφέρον.

Τέλος, δεν μπορώ να μην εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στην οικογένειά μου, η οποία είναι πάντα δίπλα μου σε κάθε εγχείρημα και είναι οι πιο ένθερμοι υποστηρικτές μου, αλλά και στους αδελφικούς μου φίλους, που τόσα χρόνια αποτελούν το αγαπημένο και ασφαλές καταφύγιο χαράς και αισιοδοξίας.

Περιεχόμενα

Εισαγωγή	11
Σκιαγράφηση της πορείας της έρευνας	18
ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ: Ο ΠΟΛΥΕΠΙΠΕΔΟΣ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑΣ ΤΗΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΚΑΙ Η ΔΥΣΧΕΡΕΙΑ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΟΥ ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΠΥΛΩΝΑ.....	23
Κεφάλαιο 1: Ζητήματα οριοθέτησης του θεσμικού πλαισίου των επαγγελματικών ταμείων	23
Ενότητα 1. Η προβληματική της σωρευτικής εφαρμογής διατάξεων στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα	23
1.1 Οι κατηγοριοποιήσεις των συνταξιοδοτικών συστημάτων	23
1.1.1 Το είδος της ασφάλισης: Δημόσια και Ιδιωτικά συστήματα	24
1.1.2 Η διάκριση των τριών πυλώνων.....	27
1.1.3 Παρατηρήσεις ως προς τις επιμέρους κατηγοριοποιήσεις	29
1.2 Επαγγελματική ασφάλιση και συναφείς δραστηριότητες.....	31
1.2.1 Η ποικιλομορφία των φορέων και των δραστηριοτήτων στο δεύτερο πυλώνα.....	32
1.2.2. Επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα και παρεμφερή προϊόντα ..	34
1.2.3 Κατηγοριοποίηση στη βάση ενός κοινού παρονομαστή-Το είδος των υπό διαχείριση κεφαλαίων	36
Ενότητα 2. Βασικό θεσμικό πλαίσιο της επαγγελματικής ασφάλισης	38
2.1. Ρυθμιστική παρέμβαση του ενωσιακού νομοθέτη στους φορείς επαγγελματικής ασφάλισης.....	38
2.1.1. Νομική βάση.....	38
2.1.2 Οι κυριότερες ενωσιακές διατάξεις στο πεδίο της επαγγελματικής ασφάλισης.....	41
2.2. Αρμόδια ευρωπαϊκά όργανα	44
2.2.1 Η θέση της επαγγελματικής ασφάλισης στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας	44
2.2.2 Ειδικά: η ΕΙΟΡΑ ως εποπτική (ρυθμιστική) αρχή του δεύτερου πυλώνα.....	47
2.3 Διεθνές δίκαιο- soft law	50
2.4 Συμπεράσματα	51
Κεφάλαιο 2: Η διαχείριση της περιουσίας των φορέων του δεύτερου πυλώνα	52
Ενότητα 1. Τα χαρακτηριστικά της περιουσίας των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης και οι παράγοντες που καθορίζουν την αποτελεσματική της διαχείριση.....	52
1.1 Τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια	52
1.1.1 Ορισμός	52

1.1.2 Χαρακτηριστικά συνταξιοδοτικών κεφαλαίων	53
1.2 Η αποτελεσματική διαχείριση της περιουσίας των φορέων που γίνονται αποδέκτες κεφαλαίων ως συνάρτηση δύο βασικών παραγόντων: Σύστημα διακυβέρνησης και επενδυτικοί κανόνες	54
1.2.1 Διακυβέρνηση και διαχείριση περιουσίας	54
1.2.2 Η επενδυτική λειτουργία.....	56
Ενότητα 2. Διακυβέρνηση επαγγελματικών ταμείων: Όργανα λήψης αποφάσεων	58
2.1 Διοικητικό όργανο	58
2.1.1 Μορφές Διοικητικών Οργάνων	58
2.1.2 Σύνθεση διοικητικού οργάνου	59
2.2 Επικουρικά και εκτελεστικά όργανα	60
2.3 Κίνδυνοι σχετικά με τη διακυβέρνηση των συνταξιοδοτικών φορέων	62
Ενότητα 3. Οι επενδύσεις των επαγγελματικών ταμείων	65
3.1. Γενικοί επενδυτικοί παράγοντες	65
3.1.1 Ευρύτεροι κοινωνικοί σκοποί	65
3.1.2 Χρονικός ορίζοντας επενδύσεων: Βραχυπρόθεσμοι και μακροπρόθεσμοι σκοποί.....	68
3.1.3 Η διεύρυνση των επενδυτικών μέσων προς τον σκοπό αποδοτικότερων επενδύσεων.....	70
3.2 Ειδικοί επενδυτικοί παράγοντες	72
3.2.1 Προγράμματα καθορισμένων παροχών και προγράμματα καθορισμένων εισφορών.....	73
3.2.2 Το προφίλ του ασφαλισμένου	75
3.3 Επενδυτικοί κανόνες	76
3.3.1 Ποιοτικής φύσης περιορισμοί: Ο κανόνας της συνετής διαχείρισης	77
3.3.2 Ποσοτικοί περιορισμοί.....	79
3.4 Κίνδυνοι.....	82

**ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ: ΑΠΟ ΤΙΣ ΟΔΗΓΙΕΣ ΤΟΥ ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΠΥΛΩΝΑ ΣΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ
ΠΡΩΤΟΥ ΠΥΛΩΝΑ: Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΩΝ** 85

**Κεφάλαιο 1: Η διαχείριση περιουσιακών στοιχείων με βάση την IORP II, SOLVENCY II και
MIFID II** 85

Ενότητα 1. Το γενικό πλαίσιο των Οδηγιών.....	85
1.1 IORP II	85
1.1.1 Εισαγωγή	85
1.1.2 Οι νέες ρυθμίσεις	87
1.1.2.1 Διασυννοριακή δραστηριότητα και Διασυννοριακή μεταφορά	87
1.1.2.2 Πληροφόρηση μελών και δικαιούχων	89

1.1.3 Πεδίο εφαρμογής.....	90
1.1.3.1 Τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών	91
1.1.3.2 Ασφαλιστικές επιχειρήσεις	92
1.1.3.3 Χρηματοπιστωτικοί φορείς	96
1.1.3.4. Παρατηρήσεις ως προς το πεδίο εφαρμογής της IORP II	100
1.2 Solvency II και MiFID II	101
1.2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις στη Solvency II	101
1.2.2 Πεδίο εφαρμογής Solvency II	104
1.2.3 Εισαγωγικές παρατηρήσεις στη MiFID II.....	106
1.2.4 Πεδίο εφαρμογής MiFID II.....	108
1.3. Συμπεράσματα	111
Ενότητα 2. Ειδικό πλαίσιο: Οι Κανόνες για τη Διακυβέρνηση και τις Επενδύσεις με βάση τις Οδηγίες	112
2.1. Η Διακυβέρνηση του δεύτερου πυλώνα με βάση τις Οδηγίες	112
2.1.1 Οι απαιτήσεις διακυβέρνησης σε IORP II και Solvency II	113
2.1.2 Οι απαιτήσεις διακυβέρνησης στη MiFID II	116
2.2 Επενδυτικοί κανόνες με βάση τις Οδηγίες.....	119
2.2.1 Οι επενδυτικοί κανόνες της IORP II	119
2.2.1.1 Ποιοτικής φύσης απαιτήσεις	119
2.2.1.2 Ποσοτικοί περιορισμοί.....	121
2.2.2 Οι επενδυτικοί κανόνες σε Solvency II και MiFID II	122
2.2.2.1 Ποιοτικής φύσης απαιτήσεις στη Solvency II.....	123
2.2.2.2 Ποιοτικής φύσης απαιτήσεις στη MiFID II	125
2.3. Συμπεράσματα	127
Κεφάλαιο 2: Η διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων και το διεθνές δίκαιο για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια.....	130
Ενότητα 1. Πρώτος πυλώνας.....	130
1.1 Θεσμικό πλαίσιο πρώτου πυλώνα	132
1.1.1 Ενωσιακό Δίκαιο.....	132
1.1.2 Διεθνές δίκαιο	136
1.2. Η διαχείριση της περιουσίας των φορέων του πρώτου πυλώνα	137
1.2.1 Χαρακτηριστικά περιουσίας α' πυλώνα	139
1.2.1.1 Μέγεθος περιουσιακών στοιχείων	139
1.2.1.2 Ο δημόσιος χαρακτήρας	140
1.2.2 Η Διακυβέρνηση και οι επενδύσεις των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων	142

1.2.2.1 Όργανα διοίκησης	142
1.2.2.2 Κίνδυνοι.....	145
1.3. Η διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων	148
1.3.1 Χρονικός ορίζοντας επενδύσεων: Βραχυπρόθεσμοι και μακροπρόθεσμοι σκοποί.....	149
1.3.2 Ευρύτεροι δημόσιοι σκοποί.....	150
1.3.3 Επενδυτικοί κανόνες	151
1.3.4 Κίνδυνοι επενδύσεων.....	152
1.4 Συμπεράσματα	155
Ενότητα 2. Ρυθμίσεις ήπιου δικαίου	156
2.1 Η διαχείριση των κεφαλαίων του δεύτερου πυλώνα.....	156
2.1.1 Ζητήματα διακυβέρνησης.....	156
2.1.2 Οι επενδύσεις.....	158
2.2 Η διαχείριση των κεφαλαίων του πρώτου πυλώνα.....	160
2.3 Συμπεράσματα	162
Τελικά συμπεράσματα	164
Πηγές και βιβλιογραφικές αναφορές	169

Περίληψη

Η παρούσα διδακτορική διατριβή πραγματεύεται το ζήτημα της διαχείρισης των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων υπό το πρίσμα των Οδηγιών IORP II, Solvency II και MiFID II. Εκκινώντας από την προβληματική της οριοθέτησης του θεσμικού πλαισίου, το οποίο παρουσιάζει σημαντικές ιδιαιτερότητες λόγω του πολυεπίπεδου χαρακτήρα της επαγγελματικής ασφάλισης, και διά μέσου της συγκριτικής επισκόπησης των ρυθμίσεων που περιλαμβάνονται στις τρεις ενωσιακές Οδηγίες, επιχειρείται η απάντηση στο βασικό ερευνητικό ερώτημα που συνίσταται στο κατά πόσον η εφαρμογή διαφορετικών θεσμικών κειμένων συνεπάγεται και ουσιαστική διαφοροποίηση των προβλεπόμενων απαιτήσεων κατά τη διαχείριση των κεφαλαίων που προορίζονται για την καταβολή επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών. Προς τον σκοπό ενίσχυσης των συμπερασμάτων που εξάγονται από την συγκριτική επισκόπηση των τριών Οδηγιών παρατίθενται στοιχεία σχετικά με τα αντιστοίχως ισχύοντα για τα δημόσια συνταξιοδοτικά κεφάλαια, αλλά και τις ρυθμίσεις ήπιου διεθνούς δικαίου, ώστε να καταδειχθεί τελικώς εάν η εναλλαγή θεσμικού πλαισίου επηρεάζει το πλέγμα προστασίας των δικαιωμάτων των μελλοντικών συνταξιούχων.

Abstract

The present PhD thesis addresses the issue of occupational pension funds asset management in the light of Directives IORP II, Solvency II και MiFID II. Starting from the clarification of the institutional framework, which involves significant particularities due to the complexity of occupational insurance, and through the comparative examination of the three European directives, this research project sets out to answer whether the application of different legal texts creates a substantial diversification of the requirements prescribed with regards to managing funds for occupational pension benefits. The conclusions of the above comparative examination are further reinforced by the examination of respective provisions for public pension funds and of soft law rules, in order to finally demonstrate whether the change of institutional framework affects the level of protection of the rights of future retirees.

Συντομογραφίες

CEIOPS: Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors-Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων

CESR: Committee of European Securities Regulators-Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Κινητών Αξιών

EBA: European Banking Authority-Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών

EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority-Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων

ESFS: European System of Financial Supervision- Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας

ESG: Environmental, social and governance

ESMA: European Securities and Markets Authority- Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών

ESRB: European Systemic Risk Board-Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου

IAIS: International Association of Insurance Supervisors- Διεθνής Ένωση Ασφαλιστικών Εποπτικών Αρχών

IORP: Institutions for occupational retirement provision

IOPS: International Organization of Pension Supervisors-Διεθνής Οργανισμός των Εποπτικών Αρχών Συντάξεων

IOSCO: International Organization of Securities Commissions -Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς

MiFID: Markets in Financial Instruments Directive

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development-Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης-ΟΟΣΑ

ΕΔΑΔ: Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου

ΕΣΔΑ: Ευρωπαϊκή Σύμβαση για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου

ΙΕΣΠ: Ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών

ΟΣΕΚΑ: οργανισμός συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες

ΣΛΕΕ: Συνθήκη για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης

ΣυνΘΕΚ: Συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας

Εισαγωγή

Το συνταξιοδοτικό είναι ίσως το διαχρονικά πιο αμφιλεγόμενο ζήτημα στον πολιτικό και κοινωνικό χώρο. Τα τελευταία χρόνια, υπό την πίεση και των δημογραφικών εξελίξεων, τα περισσότερα κράτη προχωρούν σε αναμόρφωση των συνταξιοδοτικών τους συστημάτων, υιοθετώντας δομικές μεταρρυθμίσεις, και ταυτόχρονα οικονομικής φύσης μέτρα για την περιστολή των συνταξιοδοτικών δαπανών. Η αναζήτηση της ιδανικής ισορροπίας μεταξύ του περιορισμού των δημόσιων δαπανών και της διατήρησης αξιοπρεπούς επιπέδου διαβίωσης των συνταξιούχων αποτελεί βασικό ζητούμενο των εθνικών παρεμβάσεων, στο πλαίσιο των οποίων αναζητούνται εναλλακτικοί τρόποι χρηματοδότησης των συντάξεων.

Σε ευρωπαϊκό επίπεδο, οι βασικοί στόχοι των πολιτικών για τις συντάξεις και τη συνταξιοδότηση είναι η παροχή επαρκούς εισοδήματος στους ηλικιωμένους, και ταυτόχρονα η διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας και η μεγιστοποίηση της απασχόλησης¹. Το συνταξιοδοτικό αντιμετωπίζεται, έτσι, άλλοτε από την πλευρά της ελεύθερης μετακίνησης των εργαζομένων, άλλοτε από την πλευρά της ελεύθερης μετακίνησης των κεφαλαίων, αφού οι συνταξιοδοτικές εισφορές αποτελούν τμήμα του καταβαλλόμενου μισθού, ταυτόχρονα όμως συνιστούν και σημαντικά κεφάλαια της ενιαίας αγοράς. Παράλληλα, η διαμόρφωση της ευρωπαϊκής πολιτικής βασίζεται όλο και περισσότερο σε παράγοντες όπως η βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων, η οποία δεν μπορεί να ξεχωριστά από τη σταθερότητα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει².

Προς τον σκοπό της παράλληλης ενίσχυσης της βιωσιμότητας των συνταξιοδοτικών συστημάτων και της σταθερότητας του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος, οι προτεραιότητες των συνταξιοδοτικών πολιτικών της Ευρωπαϊκής Ένωσης συνίστανται στην εγκαθίδρυση ενός συστήματος διακριτών και αλληλοσυμπληρούμενων πυλώνων, κάθε ένας εκ των οποίων εξυπηρετεί μεν διαφορετικούς στόχους και ανάγκες, συνδυαζόμενοι, όμως, συντελούν στη μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα των προωθούμενων πολιτικών³. Στο πλαίσιο αυτό, σε όλο και περισσότερα θεσμικά κείμενα της Ευρωπαϊκής Ένωσης συναντάται η διάκριση των τριών πυλώνων, ενός συστήματος που συγκροτείται από φορείς που προσφέρουν κοινωνική, επαγγελματική και ιδιωτική ασφάλιση αντίστοιχα, και λειτουργεί ήδη

¹ Θεματικό Ενημερωτικό Δελτίο Ευρωπαϊκού Εξαμήνου: Επάρκεια και Βιωσιμότητα των συντάξεων, διαθέσιμο στον ιστότοπο https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/european-semester-thematic-factsheet-adequacy-sustainability-pensions_el.pdf

² P. Borsjé, and H. Meerten, A European Pensions Union, National Bank of Slovakia, Series 2014, May, 5, 22

³ Πρβλ. EPRS, European Parliamentary Research Service, Author: D. Eatock, Members' Research Service, European Union pension systems Adequate and sustainable [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/571327/EPRS_BRI\(2015\)571327_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/571327/EPRS_BRI(2015)571327_EN.pdf)

εδώ και δεκαετίες σε πολλά ευρωπαϊκά κράτη, ακόμα και αν δεν προσδιοριζόταν ως τέτοιο⁴. Περισσότερα για τους τρεις πυλώνες ασφαλιστικής-συνταξιοδοτικής προστασίας, τη χρηματοδότησή τους και τους σκοπούς που αυτοί εξυπηρετούν θα αναπτυχθούν στη συνέχεια, ήδη, όμως, η παραπάνω αντιστοίχισή τους με τα τρία είδη ασφάλισης (κοινωνική, επαγγελματική και ιδιωτική) υποδηλώνει τα βασικά χαρακτηριστικά τους. Σύμφωνα με τις γενικές παραδοχές, ο πρώτος πυλώνας είναι κρατικός και διανεμητικού χαρακτήρα, ενώ ο δεύτερος και ο τρίτος πυλώνας είναι προαιρετικοί και κεφαλαιοποιητικού χαρακτήρα⁵, με σημαντικές, ωστόσο διαφορές μεταξύ τους, όπως θα αναλυθεί παρακάτω.

Το μοντέλο των τριών πυλώνων ασφάλισης και ο τρόπος που αυτό διαμορφώνεται σε κάθε κράτος είναι ο καθρέπτης του συνταξιοδοτικού του συστήματος, αφού επιτρέπει πρωτίτως την κατανόηση ζητημάτων σχετικά την προέλευση των κεφαλαίων, καθώς και τις διαδικασίες και τους κινδύνους που αυτά διέρχονται μέχρι να αποτελέσουν τελικώς συνταξιοδοτικές παροχές. Αυτό γίνεται ευχερέστερα κατανοητό αν αναλογιστούμε ότι κάθε ένας από τους τρεις πυλώνες αντιπροσωπεύει μία διαφορετική πηγή συνταξιοδοτικής παροχής. Με βάση τα παραπάνω, σε ένα ιδανικό μοντέλο ικανοποιητικής λειτουργίας και των τριών πυλώνων, το συνολικό ποσό της σύνταξης που λαμβάνουν οι συνταξιούχοι απαρτίζεται από μέρη που προέρχονται από όλους τους πυλώνες. Με άλλα λόγια, οι συνταξιούχοι λαμβάνουν τρεις συνταξιοδοτικές παροχές, και συγκεκριμένα μία βασική σύνταξη, ήτοι την παροχή από το δημόσιο σύστημα ασφαλιστικής προστασίας, στο οποίο υπάγονταν υποχρεωτικά κατά τη διάρκεια του εργασιακού τους βίου, μία επαγγελματική συνταξιοδοτική παροχή, βάσει της προαιρετικής υπαγωγής τους σε ταμείο επαγγελματικής ασφάλισης, κατά τη διάρκεια που ασκούσαν επάγγελμα που καλυπτόταν σχετικά, και μία συνταξιοδοτική παροχή βάσει ιδιωτικού ασφαλιστηρίου συμβολαίου.

Η λειτουργία κάθε παροχής προκύπτει ακόμα και από τον ίδιο τον ορισμό που τους αποδίδεται, αφού οι συντάξεις που καταβάλλονται στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα και αποτελούν μέρος του υποχρεωτικού συστήματος κοινωνικής ασφάλισης αναφέρονται συνήθως ως κύριες ή βασικές συντάξεις, ενώ αυτές που καταβάλλονται στο πλαίσιο του δεύτερου και τρίτου πυλώνα, όπου κυριαρχεί η προαιρετικότητα, περιλαμβάνονται στην ευρύτερη έννοια των

⁴ Βλ ενδεικτικά δελτίο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με την σκοπιμότητα αναθεώρησης της πρώτης οδηγίας για τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά ιδρύματα, όπου οι επαγγελματικές συντάξεις τοποθετούνται ρητώς στο δεύτερο πυλώνα ασφάλισης, κατ'αντιστοιχία με τις κρατικές συντάξεις, οι οποίες τοποθετούνται στον πρώτο πυλώνα και τις ιδιωτικές συντάξεις, οι οποίες τοποθετούνται στον τρίτο πυλώνα https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/de/MEMO_14_239

⁵ Στο διανεμητικό σύστημα (pay-as-you-go) οι τρέχουσες συντάξεις χρηματοδοτούνται από τις εισφορές του ενεργού εργατικού δυναμικού. Στο κεφαλαιοποιητικό σύστημα, οι εισφορές των ασφαλισμένων αποθεματοποιούνται και επενδύονται προκειμένου να χρηματοδοτήσουν τις συντάξεις των ιδίων προσώπων στα οποία αφορούν. Περισσότερες πληροφορίες για τα δύο συστήματα βλ. κατωτέρω Ενότητα 1 Κεφαλαίου 1ου, Μέρους 1ου

συμπληρωματικών συντάξεων⁶. Οι κύριες συντάξεις αποτελούν, κατά γενική παραδοχή, το μεγαλύτερο ποσοστό των συνταξιοδοτικών παροχών, καλύπτοντας τις βασικές εισοδηματικές ανάγκες των συνταξιούχων, ενώ οι επαγγελματικές και ιδιωτικές συμπληρωματικές συντάξεις εξυπηρετούν επί του παρόντος περισσότερο ανάγκες ενίσχυσης του εισοδήματος.

Η εξάρτηση των συνταξιούχων κυρίως από τις παροχές του πρώτου πυλώνα, σε συνδυασμό με τις αρνητικές δημογραφικές εξελίξεις των τελευταίων ετών, έχει αποβεί σε σημαντικές μειώσεις του εισοδήματός του συγκεκριμένου πληθυσμού. Πράγματι, η λειτουργία του πρώτου πυλώνα ασφάλισης με το διανεμητικό σύστημα, όπου το σύνολο σχεδόν των τρεχουσών εισφορών του ενεργού πληθυσμού διοχετεύεται στην πληρωμή των τρεχουσών συντάξεων, σημαίνει αναπόφευκτα ότι ένα σύστημα που στηρίζεται αποκλειστικά ή κατά μεγάλο ποσοστό στον πρώτο πυλώνα είναι περισσότερο ευάλωτο στις δημογραφικές εξελίξεις, και αντιμετωπίζει πιο άμεσα κινδύνους βιωσιμότητας⁷. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο παρατηρείται μία τάση για μείωση των παροχών του πρώτου πυλώνα ή/και αύξηση της κρατικής συνταξιοδοτικής δαπάνης, τα οποία, όμως, μέτρα, αφενός δεν διασφαλίζουν τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος, αφετέρου πλήττουν τόσο τους συνταξιούχους όσο και τις αντοχές των κρατικών προϋπολογισμών. Με βάση τα παραπάνω δεν προκαλεί εντύπωση ότι η πλειονότητα των συνταξιοδοτικών μεταρρυθμίσεων εκπορεύονται από την ανάγκη αποσυμπίεσης των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων του πρώτου πυλώνα, και της παροχής αντίστοιχων κινήτρων υπέρ του ανωτέρω πολυεπίπεδου συνταξιοδοτικού συστήματος, ώστε να επιτευχθεί σταδιακά μεγαλύτερη ισορροπία μεταξύ των παροχών που προέρχονται από τους τρεις πυλώνες⁸.

Κύριος στόχος των προωθούμενων μεταρρυθμίσεων είναι η αναζήτηση τρόπων που διασφαλίζουν τη σταδιακή ελαχιστοποίηση της επιβάρυνσης που δέχονται οι συνταξιούχοι από τον κίνδυνο της γήρανσης του πληθυσμού και ταυτόχρονα τη χρηματοδότηση των παροχών από εναλλακτικές πηγές⁹. Η διασπορά του ασφαλιστικού κινδύνου, φαίνεται πράγματι να εξυπηρετείται από την επέκταση του συστήματος των πολλαπλών πυλώνων, αφού το εισόδημα

⁶ Για τις συμπληρωματικές συντάξεις στην ΕΕ, βλ μεταξύ άλλων Supplementary Pensions in the European Union: Development, Trends and Outstanding Issues : Report by the European Commission's Network of Experts on Supplementary Pensions, 1995, OECD Pensions Outlook 2018, OECD Publishing, Paris, 2018

⁷ Ο κίνδυνος που περιβάλλει τα διανεμητικά συνταξιοδοτικά καθεστώτα είναι δημογραφικού χαρακτήρα. Με αμετάβλητα τα ποσοστά εισφορών και τις συντάξεις, οικονομική ανισορροπία ανακύπτει όταν η βάση των ασφαλισμένων δεν αρκεί πλέον για τη χρηματοδότηση των συντάξεων που καταβάλλονται στους συνταξιούχους
https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/216734/216734_736772_58_2.pdf

⁸ J. Roldos, Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets, IMF Policy Discussion Paper, 04/4, 2004

⁹ I. Guardiancich and D. Natali, The EU and Supplementary Pensions: Instruments for Integration and the Market for Occupational Pensions in Europe (December 15, 2011). ETUI Working Paper 2009.11, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://ssrn.com/abstract=2264143>

του συνταξιούχου δεν εξαρτάται από μία μόνο πηγή¹⁰. Επιπρόσθετα, όμως, η ανάπτυξη του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα προσφέρει το πλεονέκτημα εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης των συνταξιοδοτικών παροχών, με κεφάλαια (εισφορές) τόσο από τους εργοδότες όσο και από τους εργαζόμενους, και παράλληλα προοπτικές για αποδοτικότερους τρόπους εκμετάλλευσης των κεφαλαίων αυτών.

Μέσα σε ένα τέτοιο ευρωπαϊκό κοινωνικό και πολιτικό γίγνεσθαι, τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά συστήματα αναδεικνύονται σε ένα συνεχώς εξελισσόμενο θεσμό, η ενίσχυση του οποίου φαίνεται να είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την επίτευξη μιας σειράς στόχων, που δεν εξαντλούνται στον κλάδο των συνταξιοδοτικών παροχών. Πράγματι, εκτός από τον βασικό σκοπό ενίσχυσης του εισοδήματος των συνταξιούχων, ο θεσμός της επαγγελματικής ασφάλισης είναι παραδοσιακά συνυφασμένος με την ιδιωτική και τη συλλογική αυτονομία και αντιμετωπίζεται ως πρόσφορο πεδίο συμβιβασμού κοινωνικών και οικονομικών συμφερόντων. Με άλλα λόγια, ο δεύτερος πυλώνας αποτελεί πεδίο όπου οι κοινωνικοί σκοποί οφείλουν να συμβαδίσουν με την αρχή της ελευθερίας εγκατάστασης, της ελεύθερης διακίνησης κεφαλαίων και την ρύθμιση επενδυτικών δραστηριοτήτων, όπως αυτής της συλλογικής διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων.

Η λειτουργία της επαγγελματικής ασφάλισης με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, και η αυξανόμενη συγκέντρωση κεφαλαίων που προορίζονται για την καταβολή επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών έχει αναδείξει με τη σειρά της την ανάγκη ανάπτυξης ολοκληρωμένων ρυθμίσεων για τα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των φορέων στους οποίους αυτή εναποτίθεται, και οι οποίοι αναφέρονται συνήθως ως φορείς επαγγελματικής ασφάλισης, φορείς επαγγελματικής συνταξιοδότησης, ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών ή και απλούστερα επαγγελματικά ταμεία¹¹. Στην έννοια της διαχείρισης των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων περιλαμβάνεται μία σειρά από επιμέρους λειτουργίες, οι οποίες συνδέονται είτε με το αντικείμενο της διαχείρισης (κεφαλαίων), όπως ιδίως η διαχείριση των επενδύσεων (asset management) και η θεματοφυλακή, είτε με το υποκείμενο της διαχείρισης, δηλαδή τους φορείς και τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για τη λήψη των σχετικών αποφάσεων. Όλες, όμως οι λειτουργίες, συντείνουν στην πραγματικότητα στην επίτευξη ενός κοινού στόχου, που συνίσταται στην όσο το δυνατόν αποτελεσματικότερη εκμετάλλευση των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, προς όφελος των ατομικών και ευρύτερων συμφερόντων που έχουν τεθεί να εξυπηρετήσουν.

Τα επαγγελματικά ταμεία, όπως και άλλοι θεσμικοί επενδυτές, προσφέρουν τη δυνατότητα επιμερισμού των επενδυτικών κινδύνων, ενώ μέσω της

¹⁰ Π.Τήνιος, Συντάξεις και οικονομία μετά το Μνημόνιο: Προς μια στρατηγική διασποράς του κινδύνου, Ερευνητικό Κείμενο Νο 1/2013, Πανεπιστήμιο Πειραιώς

¹¹ Οι όροι αυτοί χρησιμοποιούνται εναλλακτικά στην παρούσα

πρόσβασης σε μεγάλος εύρος επενδυτικών επιλογών, καθιστούν δυνατή την επίτευξη σημαντικών αποδόσεων, από τις οποίες οι επενδυτές δεν θα μπορούσαν να επωφεληθούν επενδύοντας σε ατομική βάση. Επιπλέον, η ενεργή συμμετοχή των επαγγελματικών ταμείων στις οικονομικές αγορές έχει συνδεθεί με τη σημαντική ανάπτυξη καίριων κλάδων της οικονομίας, ιδίως αυτών που συναρτώνται με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, και την υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στις κεφαλαιαγορές, που έχουν ως αποτέλεσμα την ενίσχυση των απαιτήσεων διαφάνειας και διακυβέρνησης¹².

Εν όψει των ανωτέρω, το ενδιαφέρον εστιάζεται στην ικανότητα των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης να επενδύουν με αποδοτικό τρόπο τις εμπιστευμένες σε αυτά συνταξιοδοτικές αποταμιεύσεις, οι οποίες εκτός από τη βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων και το επίπεδο ζωής των δικαιούχων παροχών, συμβάλλουν στην ανάπτυξη ποικίλων δραστηριοτήτων κοινωνικού και οικονομικού σκοπού¹³. Προς τον σκοπό αυτό, επιχειρείται τα τελευταία χρόνια μία προσπάθεια συστηματικής κανονιστικής προσέγγισης του δεύτερου πυλώνα ασφάλισης, με έμφαση στον τομέα της διαχείρισης των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Η δυναμική αυτή ενισχύθηκε αναπόφευκτα από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία ανέδειξε την ανάγκη εδραίωσης της εμπιστοσύνης στους φορείς επαγγελματικής συνταξιοδότησης, όπως και σε όλους τους φορείς που συγκεντρώνουν κεφάλαια επενδυτών και ασφαλισμένων, οδηγώντας σε αυστηροποίηση των κανόνων που διέπουν τη λειτουργία των χρηματοπιστωτικών φορέων εν γένει. Υπό το πρίσμα αυτό, εξηγούνται και οι σημαντικές εξελίξεις στο θεσμικό πλαίσιο που διέπει τον κλάδο των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, το οποίο απαρτίζεται πλέον από εξειδικευμένες και προσαρμοσμένες στις ανάγκες του κλάδου διατάξεις, και το οποίο, ακολουθώντας την αντίστοιχη πορεία του θεσμικού πλαισίου των λοιπών χρηματοπιστωτικών φορέων, χαρακτηρίζεται αφενός από τον ενισχυμένο ρόλο του ενωσιακού νομοθέτη, αφετέρου από αυξημένο επίπεδο εναρμόνισης, ακόμα και σε διεθνές επίπεδο. Επιστέγασμα αυτής της τάσης αποτελεί αναντίρρητα η θέσπιση ενωσιακής Οδηγίας ειδικά για τον κλάδο των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, η οποία έχει ήδη αναθεωρηθεί προκειμένου να ενισχυθεί ο διασυννοριακός χαρακτήρας της επαγγελματικής ασφάλισης¹⁴. Η τελευταία Οδηγία, γνωστή ως IORP II, αποτελεί το βασικό θεσμικό κείμενο του δεύτερου πυλώνα και αποτελεί ως εκ τούτου το κύριο αντικείμενο εξέτασης της παρούσας.

¹² J. Roldos, Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets, IMF Policy Discussion Paper, 2004, σελ. 4

¹³ Βλ ενδεικτικά IOPS, Principles of Private Pensions Supervision, σελ. 3, διαθέσιμο στα αγγλικά στον ιστότοπο <http://www.iopsweb.org/principlesandguidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>

¹⁴ Η Οδηγία 2003/41/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 3ης Ιουνίου 2003, για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (IORP I) αντικαταστάθηκε πρόσφατα από την Οδηγία 2016/2341 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 14ης Δεκεμβρίου 2016

Από την άλλη πλευρά, όπως θα αναπτυχθεί διεξοδικά στη συνέχεια, ο κλάδος των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών συγκεντρώνει εγγενώς χαρακτηριστικά διαφορετικών δραστηριοτήτων, και ιδίως ασφαλιστικών, επενδυτικών, αλλά και κοινωνικών. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ότι εκτός από τους ανωτέρω εξειδικευμένους κανόνες, στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα ενεργοποιείται αναπόδραστα η εφαρμογή ετερογενών θεσμικών κειμένων, τα οποία διέπουν αντίστοιχο μέρος των δραστηριοτήτων των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης. Με δεδομένα τα παραπάνω, στο νομικό κόσμο έχουν ανακύψει ζητήματα εφαρμοστέου δικαίου, ακόμα και εντός των ίδιων έννομων τάξεων, της ενωσιακής νοουμένης ως μίας ενιαίας έννομης τάξης, καθώς διατάξεις με φαινομενικά διακριτό πεδίο εφαρμογής, διεισδύουν άμεσα ή έμμεσα στο δεύτερο πυλώνα ασφάλισης. Με τον τρόπο αυτό προκαλείται εύλογα σύγχυση κατ'αρχάς ως προς τον προσδιορισμό των εφαρμοστέων ρυθμίσεων και συνακόλουθα ως προς το περιεχόμενο των υποχρεώσεων που καλούνται να τηρήσουν οι φορείς, με αποτέλεσμα τη διαμόρφωση μίας εικόνας πολυνομίας και ασαφούς θεσμικού πλαισίου που δεν συνάδει με την ανάγκη ασφάλειας δικαίου που διέπει ιδίως θεσμούς με ιδιαίτερο κοινωνικό αντίκρισμα, όπως αυτός των συνταξιοδοτικών παροχών.

Η διαπίστωση του προβλήματος της οριοθέτησης του θεσμικού πλαισίου οδηγεί με τη σειρά του στη διατύπωση ενός επιπρόσθετου ερωτήματος, το οποίο αν και δεν έχει τύχει αντίστοιχης προσοχής, αποτελεί, ωστόσο, τον πυρήνα κάθε πιθανής επιστημονικής συζήτησης γύρω από το συγκεκριμένο ζήτημα. Το ερώτημα αυτό, το οποίο αποτελεί και το κεντρικό αντικείμενο της παρούσας, συνίσταται στο κατά πόσον η επιλογή του ενός ή του άλλου θεσμικού πλαισίου οδηγεί και σε πραγματική διαφοροποίηση των προβλεπόμενων υποχρεώσεων των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης, και αντίστοιχα του προστατευτικού πλέγματος των προσώπων που εμπιστεύονται τις αποταμιεύσεις τους στους συγκεκριμένους φορείς προκειμένου να διασφαλίσουν ένα αξιοπρεπές επίπεδο διαβίωσης κατά τη συνταξιοδότηση. Με δεδομένο δε ότι το ενδιαφέρον εστιάζεται στα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των φορέων επαγγελματικής συνταξιοδότησης, ανακύπτει το ερώτημα εάν στην πραγματικότητα υφίσταται ουσιαστική διαφοροποίηση ως προς τον τρόπο που οι συγκεκριμένοι φορείς διαχειρίζονται τα εμπιστευμένα σε αυτούς κεφάλαια, ανάλογα με το εφαρμοστέο θεσμικό πλαίσιο, ή εάν τελικώς, ο παράγοντας αυτός δεν συνεπάγεται καμία ουσιαστική διαφοροποίηση ως προς τα κρίσιμα ζητήματα. Με άλλα λόγια, αξίζει η ανάλυση πόρων στην αναζήτηση των εφαρμοστέων διατάξεων, ή μήπως η ανάλυση αυτή δεν προσδίδει καμία προστιθέμενη αξία στο επιδιωκόμενο αποτέλεσμα;

Για την απάντηση στο βασικό ερευνητικό ερώτημα που διαμορφώνεται με βάση τα παραπάνω, είναι απαραίτητο να προσδιοριστούν αρχικά οι εν δυνάμει εφαρμοστέες διατάξεις. Οι εν λόγω διατάξεις αναζητούνται στο πλαίσιο του ενωσιακού δικαίου, και ειδικότερα σε επίπεδο των βασικών Οδηγιών που

διέπουν τις ασφαλιστικές και επενδυτικές δραστηριότητες, στις οποίες, άλλωστε, βασίζονται και οι εθνικές νομοθεσίες. Η επιλογή αυτή καθίσταται επιβεβλημένη προκειμένου να διεξαχθούν ομοιόμορφα συμπεράσματα, καθότι η επαγγελματική ασφάλιση σε κάθε κράτος-μέλος διακρίνεται από διαφορετικά χαρακτηριστικά, τα οποία δικαιολογούν αποκλίσεις ως προς την ενσωμάτωση των ανωτέρω Οδηγιών, δυσχεραίνοντας έτσι το εγχείρημα της συγκριτικής επισκόπησης. Εξάλλου, ακόμα και σε επίπεδο ενωσιακού δικαίου, η σώρευση πληθώρας Οδηγιών στους τομείς των ασφαλιστικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων επιτάσσει τον περαιτέρω περιορισμό των υπό εξέταση κειμένων σε αυτά που εξυπηρετούν βέλτιστα τους σκοπούς της παρούσας, όπως ειδικότερα θα αναπτυχθεί παρακάτω. Οι εθνικές διατάξεις, δεν αποτελούν, συνεπώς, αντικείμενο εξέτασης της παρούσας, παρά μόνο προς το σκοπό ενίσχυσης των τιθέμενων προβληματισμών και των εξαγόμενων συμπερασμάτων. Προς τον ίδιο σκοπό, αλλά με περισσότερη εμβάθυνση, εξετάζονται και ρυθμίσεις ήπιου δικαίου, καθώς και η εξέλιξη των οικείων ζητημάτων στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα, οι οποίες επιτρέπουν τη διαμόρφωση μίας πιο ολοκληρωμένης εικόνας αναφορικά με τον τρόπο αντιμετώπισης ιδίων ή και παρεμφερών προβληματισμών υπό το πρίσμα διαφορετικών πεδίων.

Τα παραπάνω αιτιολογούν σε μεγάλο βαθμό και την πρόταξη της εξέτασης των ρυθμίσεων δεσμευτικού δικαίου έναντι αυτών του ήπιου δικαίου, καθότι, η μέχρι πρότινος αντιμετώπιση της επαγγελματικής ασφάλισης ως ζητήματος κυρίως εθνικού είχε ως αποτέλεσμα την καθυστέρηση ανάπτυξης υπερεθνικών κανόνων, έστω και σε επίπεδο ήπιου δικαίου, σε αντίθεση με τα αντιστοίχως ισχύοντα στον τομέα των χρηματαγορών. Πράγματι, η διεθνοποίηση των χρηματοπιστωτικών αγορών, και η συναφής διασυννοριακή δραστηριότητα των φορέων που διαχειρίζονται κεφάλαια επενδυτών εν γένει, προηγήθηκε του «ανοίγματος» των επαγγελματικών συντάξεων, και ανέδειξε από νωρίς την ανάγκη ισότιμης πρόσβασης όλων των φορέων στην αγορά αλλά και της επίτευξης τουλάχιστον ισοδύναμης προστασίας των ληπτών των υπηρεσιών, με συνακόλουθη την σύγκλιση των σχετικών κανόνων σε επίπεδο διεθνούς ήπιου δικαίου. Αντιθέτως, η μέχρι προσφάτως δραστηριοποίηση των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης αποκλειστικά στο πλαίσιο των εθνικών συστημάτων συνταξιοδότησης, είχε ως αποτέλεσμα την έλλειψη ενδιαφέροντος της διεθνούς κοινότητας για την ανάπτυξη κανόνων ήπιου δικαίου, οι οποίοι, ωστόσο, τα τελευταία χρόνια, εκτός από αξιοσημείωτη ανάπτυξη παρουσιάζουν και σημαντική εξειδίκευση, λαμβάνοντας υπόψη τις ειδικότερες ανάγκες διαχείρισης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και των ληπτών συνταξιοδοτικών παροχών σε σχέση με τους λοιπούς επενδυτές.

Σκιαγράφηση της πορείας της έρευνας

Έχοντας ως αφετηρία το βασικό ερευνητικό ερώτημα της ουσιαστικής επίδρασης τυχόν διαφορετικών εφαρμοστέων διατάξεων στον τρόπο που τα επαγγελματικά ταμεία διαχειρίζονται την περιουσία τους προς όφελος των δικαιούχων αλλά και προς εξυπηρέτηση των λοιπών τους στόχων, αρχικά επιχειρείται η διασάφηση των παραγόντων που υπεισέρχονται στον επίμαχο νομικό αλγόριθμο. Προς τον σκοπό αυτό εξετάζονται τα αρμόδια πρόσωπα/όργανα για τη λήψη των στρατηγικών αποφάσεων της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων, οι απαιτήσεις στις οποίες υπόκεινται κατά την άσκηση των συναφών αρμοδιοτήτων, καθώς και οι παράγοντες που καθορίζουν την επενδυτική λειτουργία των συγκεκριμένων φορέων. Τα ως άνω ζητήματα τίθενται υπό το πρίσμα των ιδιαιτεροτήτων του θεσμικού πλαισίου της επαγγελματικής ασφάλισης, οι οποίες οφείλονται στην ποικιλομορφία των φορέων και των δραστηριοτήτων που εντάσσονται στο δεύτερο πυλώνα, ώστε να συναχθούν συμπεράσματα περί του κατά πόσον ο φαινομενικός κατακερματισμός του εφαρμοστέου δικαίου οδηγεί στην πραγματικότητα σε διαφορετική αντιμετώπιση του τρόπου διαχείρισης της περιουσίας των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης. Διά μέσου της συγκριτικής επισκόπησης των πιο σημαντικών θεσμικών κειμένων, και δη πρωτίστως της IORP II, ως διέπουσας ειδικώς τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά συστήματα, δευτερευόντως της Solvency II και της MiFID II, αλλά και κειμένων ήπιου δικαίου, επιχειρείται ο εντοπισμός ομοιογενών και αποκλινουσών ρυθμίσεων, και αντίστοιχα η επίδραση αυτών στο ζήτημα που μας απασχολεί. Τέλος, επιχειρείται η παράθεση του τρόπου με τον οποίο προσεγγίζονται τα αντίστοιχα ζητήματα στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα ασφάλισης, ώστε να αναδειχθούν τυχόν συγκλίσεις και αποκλίσεις.

Στο πρώτο μέρος της παρούσας παρουσιάζονται τα γενικά ζητήματα που σχετίζονται με το θεσμικό πλαίσιο και τη διαχείριση της περιουσίας των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης. Αρχικά, αναλύονται οι λόγοι που καθιστούν δυσχερή την οριοθέτηση του θεσμικού πλαισίου του δεύτερου πυλώνα και οι σχετικές προσεγγίσεις από πλευράς ενωσιακού και διεθνούς δικαίου, ώστε να καταστεί δυνατός ο προσδιορισμός των εφαρμοστέων θεσμικών κειμένων. Στη συνέχεια, παρατίθενται οι κυριότερες συνιστώσες για την αποτελεσματική διαχείριση της περιουσίας των επαγγελματικών ταμείων, οι οποίες συγκεκριμενοποιούνται, περαιτέρω, σε παράγοντες που συναρτώνται με τη διακυβέρνηση¹⁵ και τις επενδύσεις των επαγγελματικών ταμείων. Με τον τρόπο

¹⁵ Αντίστοιχη ορολογία είναι αυτή της «εταιρικής διακυβέρνησης», η οποία ωστόσο αφορά επιχειρήσεις που εντάσσονται στον κλάδο του εταιρικού δικαίου και συνεπώς δεν κρίνεται κατάλληλη για τους φορείς επαγγελματικής ασφάλισης

αυτό εξειδικεύονται τα ειδικότερα ζητήματα στα οποία θα στηριχθεί η συγκριτική προσέγγιση των εφαρμοστέων κανόνων.

Ειδικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο εξετάζονται τα βασικά ζητήματα που συναρτώνται με το θεσμικό πλαίσιο της επαγγελματικής ασφάλισης. Αρχικά, παρατίθενται οι βασικές κατηγοριοποιήσεις των συνταξιοδοτικών συστημάτων, ώστε να καταδειχθούν τα σύνορα μεταξύ των διαφορετικών ειδών ασφάλισης και να εξατομικευθεί η θέση της επαγγελματικής ασφάλισης μέσα σε αυτά. Η εξέταση των χαρακτηριστικών των επιμέρους κατηγοριών επιτρέπει την κατανόηση του ιδιαίτερου ρόλου της επαγγελματικής ασφάλισης αλλά και της δυσχέρειας τοποθέτησης στεγανών μεταξύ των συστημάτων συνταξιοδότησης, λόγω των οποίων δικαιολογείται η σύγκλιση θεσμικών κειμένων που απευθύνονται κατ'αρχήν σε διαφορετικές κατηγορίες ασφάλισης, αλλά και η σώρευση πολλών και συχνά ετερογενών ρυθμίσεων ακόμα και εντός των ίδιων κατηγοριών. Ο εν συνεχεία προσδιορισμός της πληθώρας των φορέων, δραστηριοτήτων και προϊόντων που σχετίζονται με την παροχή επαγγελματικών συντάξεων, καθώς και η συνάφεια μεταξύ αυτών, επιβεβαιώνει την δυσχέρεια θέσπισης ενιαίων ρυθμίσεων στο δεύτερο πυλώνα. Με βάση τα παραπάνω επιχειρείται να αιτιολογηθεί η σταδιακή εγκατάλειψη των παραδοσιακών κατηγοριοποιήσεων και η αντίστοιχη στροφή προς συστηματοποιήσεις που επιτρέπουν την ομοιογενή ρύθμιση συναφών δραστηριοτήτων, με επίκεντρο τη διαχείριση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Συναφώς, αναλύονται τα χαρακτηριστικά των κεφαλαίων αυτών, τα οποία απαρτίζουν την περιουσία του δεύτερου πυλώνα, ώστε στη συνέχεια να γίνει κατανοητός ο τρόπος προσέγγισης των σχετικών ζητημάτων από πλευράς ενωσιακού και διεθνούς δικαίου.

Αναφορικά με το ενωσιακό δίκαιο, ερευνάται ο τρόπος με τον οποίο οι διαφορές μεταξύ των συνταξιοδοτικών συστημάτων επηρεάζουν το εγχείρημα της ενιαίας προσέγγισης του δεύτερου πυλώνα και κατά πόσον η ρυθμιστική παρέμβαση του ενωσιακού νομοθέτη στα επαγγελματικά ταμεία υπό το πρίσμα των διατάξεων της εσωτερικής αγοράς, καθώς και η ταυτόχρονη διακριτή θεσμική τους μεταχείριση από τους λοιπούς χρηματοοικονομικούς φορείς που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των επαγγελματικών συντάξεων, επιτρέπει την επίτευξη ενός ελάχιστου επιπέδου εναρμόνισης μεταξύ των επαγγελματικών ταμείων. Τα ανωτέρω ερωτήματα αποτελούν αναγκαίο προαπαιτούμενο κατανόησης του ζητήματος του πολύπτυχου ενωσιακού θεσμικού πλαισίου του δεύτερου πυλώνα και ταυτόχρονα τη βάση προσδιορισμού των συγκεκριμένων κειμένων δεσμευτικού δικαίου που εξετάζονται ως μέρος της επαγγελματικής ασφάλισης, και τα οποία για τους σκοπούς της παρούσας είναι, όπως αναφέρθηκε, οι Οδηγίες IORP II, Solvency II και MiFID II. Τέλος, παρατίθενται τα αρμόδια ενωσιακά όργανα για τη ρύθμιση και την εποπτεία της επαγγελματικής ασφάλισης, τα οποία εντάσσονται στο γενικότερο ρυθμιστικό πλαίσιο των χρηματαγορών,

υποδηλώνοντας και τη σταδιακή σύγκλιση των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης με τους λοιπούς χρηματοπιστωτικούς φορείς.

Για λόγους πληρέστερης κατανόησης, παρατίθεται και ο τρόπος προσέγγισης των αντίστοιχων ζητημάτων από πλευράς διεθνούς δικαίου, όπου οι διαφορές μεταξύ των διαφορετικών εννόμων τάξεων καθιστούν την ανάγκη ρύθμισης στη βάση ενιαίων κανόνων ακόμα επιτακτικότερη. Εξηγείται έτσι η στροφή προς μία κοινή βάση ρύθμισης ζητημάτων επαγγελματικής συνταξιοδότησης, ανεξαρτήτως φορέα διαχείρισης και κατηγοριοποιήσεων σε είδη ή πυλώνες ασφάλισης. Η τοποθέτηση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στο επίκεντρο των σχετικών ρυθμίσεων, και ιδίως οι λόγοι που έχουν οδηγήσει στην όμοια αντιμετώπιση των κεφαλαίων αυτών από τη διεθνή κοινότητα αποτελεί πρόσφορη αφετηρία για τη μετέπειτα ανάδειξη ομοιοτήτων και διαφορών και στο πλαίσιο των ενωσιακών Οδηγιών.

Η διενεργούμενη ανάλυση οδηγεί στη διαμόρφωση τριών βασικών ομάδων εφαρμοστέων διατάξεων στις επαγγελματικές συντάξεις. Στην πρώτη ομάδα εντάσσονται οι εξειδικευμένες ενωσιακές διατάξεις για τη ρύθμιση των φορέων παροχής επαγγελματικών συντάξεων, οι οποίες, όπως προεκτέθηκε, περιλαμβάνονται κυρίως στην Οδηγία IORPII. Στη δεύτερη ομάδα εντάσσονται οι αντίστοιχες διατάξεις δεσμευτικού δικαίου για τη λειτουργία των λοιπών δραστηριοποιούμενων φορέων στο δεύτερο πυλώνα, και οι οποίες για τους σκοπούς της παρούσας περιορίζονται σε αυτές που περιλαμβάνονται στις Οδηγίες Solvency II και MiFID II, και στην τρίτη ομάδα εντάσσονται οι κανόνες ήπιου δικαίου, οι οποίοι προέρχονται από διεθνείς οργανισμούς και αντιμετωπίζουν ενιαία όλους τους φορείς που προσφέρουν ιδιωτικές συντάξεις, ανεξαρτήτως πυλώνα ασφάλισης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο του πρώτου μέρους εξετάζονται οι παράγοντες που σχετίζονται με τη διαχείριση της περιουσίας των επαγγελματικών ταμείων. Αρχικά, αναδεικνύεται ο σημαίνων ρόλος της διακυβέρνησης και των επενδύσεων για την αποτελεσματική επιτέλεση των συναφών δραστηριοτήτων, και στη συνέχεια εξειδικεύονται τα επιμέρους ζητήματα που εξετάζονται υπό το πρίσμα των συγκεκριμένων παραγόντων. Η απάντηση στα ερωτήματα ποιός αποφασίζει και με βάση ποιούς κανόνες αποτελεί αναγκαίο προαπαιτούμενο για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων περί του εάν τα διακριτά θεσμικά πλαίσια οδηγούν κατ'αποτέλεσμα σε διαφορετικό τρόπο διαχείρισης των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Για το λόγο αυτό, προκρίνεται η εξέταση της διακυβέρνησης και των επενδύσεων υπό το πρίσμα των συγκεκριμένων ερωτημάτων, ήτοι των προσώπων/οργάνων που λαμβάνουν τις αποφάσεις για τη διαχείριση της περιουσίας, καθώς και των παραγόντων που καθορίζουν τις σχετικές αποφάσεις.

Με βάση τα παραπάνω, αρχικά παρουσιάζονται τα χαρακτηριστικά των διοικητικών οργάνων των επαγγελματικών ταμείων, αλλά και των λοιπών προσώπων που σχετίζονται άμεσα με τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, και

στη συνέχεια οι γενικοί και ειδικοί παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία αυτή. Παράλληλα, παρουσιάζονται οι κυριότεροι κίνδυνοι διακυβέρνησης και επενδύσεων των επαγγελματικών ταμείων, ενώ ιδιαίτερη μνεία γίνεται στους επενδυτικούς κανόνες που διέπουν τη λειτουργία τους. Σημαντική είναι η διάκριση των κανόνων σε ποιοτικούς και ποσοτικούς, η οποία αποτελεί και αντικείμενο εξέτασης στο πλαίσιο των τριών Οδηγιών, καθότι η επιλογή της μίας ή της άλλης κατηγορίας συνεπάγεται αντίστοιχα διαφορετικό πλαίσιο επενδυτικής λειτουργίας.

Στο δεύτερο μέρος αναλύεται ο τρόπος ρύθμισης των ζητημάτων που αναδείχθηκαν στο πρώτο μέρος ως προς τις τρεις υπό εξέταση Οδηγίες, IORP II, Solvency II και MiFID II, και στη συνέχεια η αντίστοιχη αντιμετώπιση στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα και των κανόνων ήπιου δικαίου. Αρχικά, παρατίθενται εισαγωγικά στοιχεία για κάθε μία Οδηγία, και ιδίως στοιχεία σχετικά με το πνεύμα και το πεδίο εφαρμογής, τα οποία κρίνονται απαραίτητα για την μετέπειτα κατανόηση των κρίσιμων διατάξεων. Στη συνέχεια εξετάζονται οι διατάξεις κάθε Οδηγίας ως προς τις σχετικές απαιτήσεις διακυβέρνησης και επενδυτικούς κανόνες, προκειμένου να διαφανούν ομοιότητες ή/και διαφορές μεταξύ των οικείων προβλέψεων. Για λόγους μεγαλύτερης σαφήνειας, στα σημεία όπου παρατηρείται μεγάλη ομοιότητα ή και ταύτιση των σχετικών προβλέψεων, αυτές εξετάζονται από κοινού. Αφού ολοκληρωθεί η συγκριτική επισκόπηση των τριών Οδηγιών, εξετάζονται τα αντίστοιχα ισχύοντα κατά τη διαχείριση της περιουσίας των φορέων του πρώτου πυλώνα, και εκτίθενται συνοπτικά οι σχετικές ρυθμίσεις από πλευράς ήπιου δικαίου, και για τους δύο πυλώνες ασφάλισης. Τέλος, διατυπώνονται συμπεράσματα ως προς την κοινή ή μη αντιμετώπιση των υπό εξέταση ζητημάτων, τόσο στο πλαίσιο των Οδηγιών όσο και στο πλαίσιο ήπιου δικαίου.

Ειδικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο του δεύτερου μέρους, αναλύεται το γενικό και πλαίσιο των Οδηγιών και αναλύονται οι ειδικότερες ρυθμίσεις ως προς τα ερευνητέα ερωτήματα. Αρχικά, παρατίθεται περιληπτικά η ιστορική εξέλιξη της θέσπισης κάθε κειμένου, οι σημαντικότερες τροποποιήσεις σε σχέση με τις προϊσχύουσες ρυθμίσεις, οι λόγοι που οδήγησαν στην αναθεώρηση των τελευταίων, και τέλος, επιχειρείται η αποσαφήνιση του πεδίου εφαρμογής κάθε Οδηγίας. Ο προσδιορισμός των φορέων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής των Οδηγιών παρουσιάζει σημαντικές δυσκολίες, όπως, άλλωστε και η ίδια η οριοθέτηση των θεσμικών κειμένων, ωστόσο αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για τον καθορισμό των εφαρμοστέων διατάξεων στον κλάδο των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών. Κατόπιν, αναπτύσσονται οι ειδικότερες διατάξεις κάθε οδηγίας σε σχέση με τα υπό εξέταση θέματα της διακυβέρνησης και των επενδύσεων, ώστε να γίνουν κατανοητές οι απαιτήσεις στις οποίες υπόκεινται τα αρμόδια πρόσωπα, και οι κανόνες που οφείλουν αυτοί να ακολουθούν, σύμφωνα με το εκάστοτε εφαρμοστέο θεσμικό κείμενο. Με τον τρόπο αυτό αναδεικνύονται ομοιότητες και διαφορές των τριών Οδηγιών, και καθίσταται δυνατή η απάντηση στο κεντρικό ερώτημα της

παρούσας, δηλαδή αν τελικώς η εφαρμογή διαφορετικού θεσμικού κειμένου οδηγεί στην εφαρμογή διαφορετικών απαιτήσεων και άρα και διαφορετικού τρόπου διαχείρισης των κεφαλαίων που συγκεντρώνονται με σκοπό την καταβολή επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών.

Στο δεύτερο κεφάλαιο του δεύτερου μέρους, εξετάζονται τα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των φορέων του πρώτου πυλώνα. Με δεδομένο ότι τα εν λόγω ζητήματα ρυθμίζονται πρωτίστως από την εκάστοτε εθνική νομοθεσία, επιχειρείται η προσέγγισή τους με βάση κοινά χαρακτηριστικά που παρατηρούνται στην πλειονότητα των κρατών. Αναδεικνύεται, έτσι, ο σημαίνων ρόλος του κράτους κατά τη διαχείριση των πόρων των δημόσιων ασφαλιστικών συστημάτων, ο οποίος αποτυπώνεται συλλήβδην στο πεδίο της διακυβέρνησης και των επενδύσεων, διαμορφώνοντας αντίστοιχα μία διακριτή αντιμετώπιση των υπό εξέταση ζητημάτων στον πρώτο πυλώνα. Τέλος, παρατίθενται περιληπτικά οι ρυθμίσεις ήπιου δικαίου και για τους δύο πυλώνες ασφάλισης, όπως αυτές προκύπτουν από κείμενα αρχών διεθνών οργανισμών που ασκούν σημαντική επιρροή στον τρόπο διαχείρισης των ιδιωτικών και δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αντίστοιχα.

Στο τελικό μέρος της παρούσας παρουσιάζονται τα διαπιστούμενα συμπεράσματα από τη συγκριτική επισκόπηση των τριών θεσμικών κειμένων IORP II, Solvency II και MiFID II, ως προς τα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας, αλλά και τη σχέση των εκεί προβλεπόμενων με τα αντιστοίχως ισχύοντα στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα και τις ρυθμίσεις ήπιου δικαίου, ώστε να διεξαχθεί τελικώς το συμπέρασμα σχετικά με το εάν η εφαρμογή διαφορετικών θεσμικών κειμένων συνεπάγεται την υπαγωγή των καταλαμβανόμενων φορέων σε ουσιωδώς διαφορετικές κανονιστικές απαιτήσεις, και συνεπώς, εάν η προβληματική περί προσδιορισμού συγκεκριμένου θεσμικού πλαισίου, όσον αφορά στη διαχείριση των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι ή όχι ήσσονος σημασίας.

ΠΡΩΤΟ ΜΕΡΟΣ: Ο ΠΟΛΥΕΠΙΠΕΔΟΣ ΧΑΡΑΚΤΗΡΑΣ ΤΗΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΑΣΦΑΛΙΣΗΣ ΚΑΙ Η ΔΥΣΧΕΡΕΙΑ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΘΕΣΜΙΚΟΥ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΤΟΥ ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΠΥΛΩΝΑ

Κεφάλαιο 1: Ζητήματα οριοθέτησης του θεσμικού πλαισίου των επαγγελματικών ταμείων

Ενότητα 1. Η προβληματική της σωρευτικής εφαρμογής διατάξεων στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα

1.1 Οι κατηγοριοποιήσεις των συνταξιοδοτικών συστημάτων

Τα συνταξιοδοτικά συστήματα μπορούν να διακριθούν με βάση πολλούς παράγοντες και ανάλογα με το υπό εξέταση κάθε φορά πλαίσιο. Η διάκριση αυτή καθίσταται ακόμα δυσχερέστερη αν λάβουμε υπόψη ότι η διάρθρωση του συνταξιοδοτικού συστήματος κάθε κράτους εναπόκειται στην αποκλειστική του ευθύνη¹⁶, και ως εκ τούτου σε εθνικό επίπεδο συχνά παρατηρούνται χαρακτηριστικά διαφορετικών συστημάτων, συνδυασμένα με διαφορετικό τρόπο. Έτσι, παρατηρούνται πολυάριθμες προσεγγίσεις κατηγοριοποίησης των συνταξιοδοτικών συστημάτων, ανάλογα με τα ιδιαίτερα οικονομικά, κοινωνικά και πολιτισμικά χαρακτηριστικά κάθε χώρας. Οι πιο διαδεδομένες προσεγγίσεις βασίζονται στους φορείς άσκησης ασφάλισης, στο είδος της ασφάλισης, στις ασκούμενες δραστηριότητες αλλά και σε χαρακτηριστικά, όπως η υποχρεωτικότητα της ασφάλισης, το οικονομικό σύστημα λειτουργίας του φορέα κ.ά. Αντίστοιχα, διακρίνεται η ασκούμενη εποπτεία αλλά και οι κανόνες που διέπουν τη διαχείριση της περιουσίας των φορέων που διαχειρίζονται συνταξιοδοτικά συστήματα. Η έλλειψη ενιαίου και συνεκτικού θεσμικού πλαισίου κατηγοριοποίησης αναδεικνύει περαιτέρω την πολυπλοκότητα του ζητήματος, η οποία έχει γίνει αντικείμενο μελετών σε διεθνές και ευρωπαϊκό επίπεδο.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η παρούσα εστιάζει κυρίως στην εξέταση ζητημάτων που άπτονται της διαχείρισης της περιουσίας των φορέων που διαχειρίζονται τα συνταξιοδοτικά συστήματα, είναι απαραίτητο τα συστήματα αυτά να ομαδοποιηθούν με τέτοιο τρόπο ώστε να γίνουν αντιληπτές οι μεταξύ τους

¹⁶ Πρβλ Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την ανακοίνωση της Επιτροπής «Προς μία ενιαία αγορά για τις επικουρικές συντάξεις-Αποτελέσματα των διαβουλεύσεων σχετικά με το Πράσινο Βιβλίο για τις επικουρικές συντάξεις στην Ενιαία Αγορά», (COM(1999) 134 - C5-0135/1999 - 1999/2131(COS))

ομοιότητες και διαφορές αλλά και να αναδειχθούν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε συστήματος. Για λόγους πληρέστερης κατανόησης, προτού προχωρήσουμε σε ομαδοποίηση των ως άνω συστημάτων με βάση το συγκεκριμένο πλαίσιο εξέτασης, κρίνεται απαραίτητη μία γενική επισκόπηση των συστημάτων συνταξιοδότησης, με βάση κοινώς αποδεκτά κριτήρια, τα οποία μπορούν να τύχουν εφαρμογής στις περισσότερες έννομες τάξεις.

Τα συνταξιοδοτικά συστήματα διακρίνονται παραδοσιακά σε περισσότερες κατηγορίες, οι οποίες εξελίσσονται και διαμορφώνονται παράλληλα με τις μεταβαλλόμενες συνταξιοδοτικές ανάγκες. Μία θεμελιώδης κατηγοριοποίηση των συστημάτων συνταξιοδότησης βασίζεται στο είδος της ασφάλισης, η οποία με τη σειρά της μπορεί να προσεγγιστεί ποικιλοτρόπως, ανάλογα με τα χαρακτηριστικά που προκρίνονται και τους σκοπούς που καλείται να εξυπηρετήσει. Κατά μία ευρύτερη προσέγγιση τα συνταξιοδοτικά συστήματα διακρίνονται σε δημόσια και ιδιωτικά, ενώ ιδιαιτέρως διαδομένη είναι πλέον και η πιο εξειδικευμένη κατηγοριοποίηση των τριών πυλώνων.

1.1.1 Το είδος της ασφάλισης: Δημόσια και Ιδιωτικά συστήματα

Τα δημόσια συστήματα συνταξιοδότησης, τα οποία ταυτίζονται συνήθως με τα εθνικά συστήματα κοινωνικής ασφάλισης, και αντίστοιχα τα ιδιωτικά συστήματα συνταξιοδότησης, βασίζονται στην παραδοσιακή διάκριση μεταξύ κοινωνικής και ιδιωτικής ασφάλισης. Τα δημόσια συστήματα συνταξιοδότησης είναι υποχρεωτικά, βασίζονται στο νόμο, τελούν υπό τη διαχείριση φορέων γενικής κυβέρνησης και λειτουργούν στην μεγάλη τους πλειοψηφία με το διανεμητικό σύστημα¹⁷ και με προγράμματα καθορισμένων παροχών. Έτσι, τα δημόσια συστήματα κοινωνικής ασφάλισης χρηματοδοτούνται κατά κανόνα από τις εισφορές των ενεργών ασφαλισμένων και/ή τη φορολογία, και ως εκ τούτου οι εισπραττόμενες εισφορές και φόροι προορίζονται για κάλυψη των υφιστάμενων συνταξιοδοτικών υποχρεώσεων. Αντίστοιχα, οι συντάξεις καταβάλλονται από τον προϋπολογισμό του ασφαλιστικού ταμείου ή και απευθείας από τον κρατικό προϋπολογισμό. Σε κάθε περίπτωση, όμως, το κράτος παραμένει υπεύθυνο για την τελική χορήγηση των συντάξεων, με την έννοια ότι εγγυάται την ομαλή καταβολή των συνταξιοδοτικών παροχών¹⁸.

¹⁷ Η πλειονότητα των δημόσιων ασφαλιστικών συστημάτων λειτουργούν στη βάση του διανεμητικού συστήματος, ενώ σύμφωνα με την κρατούσα άποψη, το συγκεκριμένο μοντέλο είναι το μόνο που παράγει την απαιτούμενη κοινωνική αλληλεγγύη. Πρβλ. Θεοδωρουλάκης Μ., Κουμαριανός Β., Συστήματα Κοινωνικής Ασφάλισης– Ασφαλιστικό Σύστημα και Σύστημα Κοινωνικής Περίθαλψης, Ι.Ν.Ε – Γ.Σ.Ε.Ε, Εκδόσεις Καμπύλη, 2012.

¹⁸ A. Musalem, R. Palacios, Public Pension Fund Management Governance, Accountability, and Investment Policies, The World Bank, 2003, σελ.2. Σύμφωνα με ορισμένους συγγραφείς, η βασική διαφορά της κοινωνικής ασφάλισης από την ιδιωτική συνίσταται στην καθολικότητα και

Τα δημόσια συστήματα συνταξιοδότησης διακρίνονται περαιτέρω από έντονη κοινωνική διάσταση. Η διαγενεακή αλληλεγγύη και ο αναδιανεμητικός χαρακτήρας αποτελούν έννοιες άμεσα συνυφασμένες με τα δημόσια συστήματα κοινωνικής ασφάλισης, αποστολή των οποίων είναι η διασφάλιση αξιοπρεπούς επιπέδου διαβίωσης μετά τη λήξη του εργασιακού βίου των δικαιούχων συνταξιοδοτικών παροχών¹⁹. Για τον λόγο αυτό, σε κάποιες χώρες, προβλέπεται στο πλαίσιο των δημοσίων συστημάτων η χορήγηση ενός ελάχιστου και ίδιου για όλους τους δικαιούχους ποσού, το οποίο δύναται να προσαυξηθεί επί τη βάσει εισοδηματικών κριτηρίων. Αντίστοιχα, η κοινωνική διάσταση των δημόσιων συστημάτων εκδηλώνεται με διαφορετικούς τρόπους και σε διαφορετική ένταση, ανάλογα με τις πολιτικές και κοινωνικές καταβολές κάθε χώρας και τους στόχους που επιθυμεί να επιτελέσει μέσω της δημόσιας ασφάλισης. Ο αναδιανεμητικός χαρακτήρας είναι ιδιαίτερα αισθητός σε χώρες όπου η χορήγηση δημόσιας σύνταξης αποσκοπεί στην καταπολέμηση της ακραίας φτώχειας, αφού μέσω αυτής πραγματοποιείται ταυτόχρονα αναδιανομή των συνταξιοδοτικών πόρων υπέρ των φτωχότερων. Αντιθέτως, στις έννομες τάξεις όπου η δημόσια σύνταξη εξυπηρετεί και άλλους σκοπούς, όπως είναι ιδίως η διατήρηση της καταναλωτικής δύναμης των δικαιούχων, τα δημόσια συστήματα διακρίνονται περισσότερο από ανταποδοτικά στοιχεία. Η υπεισέλευση στοιχείων ιδιωτικού δικαίου στον πρώτο πυλώνα, η οποία σηματοδοτείται είτε μέσω της εκχώρησης δραστηριοτήτων σε ιδιωτικούς φορείς, είτε μέσω της εφαρμογής κανόνων ιδιωτικού δικαίου από δημόσιους φορείς ασφάλισης, επηρεάζει επίσης την κοινωνική διάσταση των δημόσιων συστημάτων και πρέπει να συνεκτιμάται κατά οποιοδήποτε εγχείρημα συστηματοποίησης.

Τα ιδιωτικά συστήματα συνταξιοδότησης, από την άλλη, βασίζονται σε σύμβαση, τελούν υπό τη διαχείριση ιδιωτικών φορέων, λειτουργούν στη βάση της προαιρετικότητας και είναι ταυτισμένα με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα και με προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών. Σε αντίθεση με τα δημόσια συστήματα συνταξιοδότησης, τα ιδιωτικά συστήματα χαρακτηρίζονται από τον προέχοντα ρόλο της ιδιωτικής πρωτοβουλίας, στη βάση της οποίας

υποχρεωτικότητα της κοινωνικής ασφάλισης και τη συνακόλουθη υποχρέωση του κράτους να καταβάλει τα ελλείμματά της. Περισσότερα για την άποψη αυτή, βλ. Αντ. Πετρόγλου, Μέτρα οργάνωσης και εκσυγχρονισμού της κοινωνικής ασφάλισης, ΕΔΚΑ 1992, σελ. 603. Από την άλλη, ο Ι. Ρόκας, στο Συμβατικό ασφαλιστικό δίκαιο, 2016, σελ. 66, αναφέρει ότι «*χαρακτηριστικό της κοινωνικής ασφάλισης είναι ότι βασίζεται στο λεγόμενο «διανεμητικό ή αναδιανεμητικό (redistributional) σύστημα», αρχή του οποίου είναι η «αλληλεγγύη», σε αντίθεση με την ιδιωτική ασφάλιση που βασίζεται στο λεγόμενο «κεφαλαιοποιητικό σύστημα», αρχή του οποίου είναι η «προσωπική ευθύνη».* Όμως, μπορεί ένα σύστημα ασφάλισης να είναι μικτό, να περιέχει δηλαδή στοιχεία τόσο του κεφαλαιοποιητικού όσο και του διανεμητικού, οπότε κρίσιμο είναι το στοιχείο που υπερισχύει».

¹⁹ Βλ. Απόφαση ΔΕΚ της 17ης Φεβρουαρίου 1993 Christian Poucet κατά Assurances générales de France και Caisse mutuelle régionale du Languedoc-Roussillon, όπου αναφέρεται ότι «Η αλληλεγγύη αυτή συνεπάγεται μια ανακατανομή του εισοδήματος μεταξύ των πλέον ευπόρων και αυτών οι οποίοι, σε περίπτωση που δεν θα υφίστατο ένα τέτοιο σύστημα και ενόψει των μέσων τους και της καταστάσεως της υγείας τους, θα στερούνταν της αναγκαίας ασφαλιστικής καλύψεως» (σκέψη 10)

διαμορφώνονται οι εκατέρωθεν υποχρεώσεις και τα δικαιώματα των συμβαλλομένων. Η στενή σχέση των συνταξιοδοτικών φορέων με το κράτος, αλλά η προέλευση των κεφαλαίων από κρατικές πηγές, που αποτελούν βασικά χαρακτηριστικά των δημόσιων συστημάτων, δεν παρατηρούνται αντίστοιχα στα ιδιωτικά συστήματα, γεγονός που συμπαρασύρει με τη σειρά του το εφαρμοστέο δίκαιο²⁰.

Η λειτουργία συνταξιοδοτικών φορέων με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, συνεπάγεται ότι οι εισπραττόμενες εισφορές αποθεματοποιούνται, επενδύονται και καταβάλλονται στους δικαιούχους κατά τη συνταξιοδότηση²¹. Σύμφωνα με σχετικό ορισμό, κεφαλαιοποιητικό είναι το συνταξιοδοτικό σύστημα στο οποίο οι υποσχέσεις παροχών υποστηρίζονται από ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων τα οποία διαχωρίζονται και επενδύονται με σκοπό την κάλυψη των υποχρεώσεων του συστήματος για πληρωμές παροχών, καθώς προκύπτουν²². Αντίστοιχα, το ποσό της καταβαλλόμενης σύνταξης βρίσκεται σε ευθεία σχέση ανταποδοτικότητας με τις καταβαλλόμενες εισφορές, και εξαρτάται κυρίως από τις αποδόσεις που έχουν επιτευχθεί και κάποιες άλλες συνιστώσες, όπως είναι ιδίως το προσδόκιμο ζωής. Βασική στόχευση των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων είναι, επομένως, η επίτευξη της μέγιστης οικονομικής αποδοτικότητας. απαραίτητη προϋπόθεση για την οποία είναι σαφώς ο τρόπος διαχείρισης των συσσωρευμένων κεφαλαίων.

Από τα παραπάνω καθίσταται εμφανές ότι τα δημόσια και τα ιδιωτικά συστήματα συνταξιοδότησης χαρακτηρίζονται από σημαντικές διαφορές, οι οποίες ωστόσο, δεν είναι το ίδιο εμφανείς σε όλες τις έννομες τάξεις. Οι διαφορετικές παραδόσεις, η ιστορία, και το επίπεδο ανάπτυξης κάθε κράτους διαμορφώνουν αντίστοιχα και τα χαρακτηριστικά των ασφαλιστικών συστημάτων, προσδίδοντας μοναδικότητα σε κάθε σύστημα και οδηγώντας σε αναζήτηση εναλλακτικών κατηγοριοποιήσεων, στις οποίες εξατομικεύονται

²⁰Βλ. και Π. Παπαρρηγοπούλου, Η κοινωνική ασφάλιση ως δημόσια υπηρεσία. Συνεργασία ιδιωτικών και δημοσίων φορέων, σε ΔιΔικ 2/1993, σελ. 257-277, όπου η συγγραφέας συνοψίζει τις διαφορές μεταξύ κοινωνικής και ιδιωτικής ασφάλισης, ως εξής: «α. Η κοινωνική ασφάλιση βασίζεται στο νόμο, ενώ η ιδιωτική ασφάλιση βασίζεται στην σύμβαση. β. Τα ασφάλιστρα στην ιδιωτική ασφάλιση καθορίζονται αναλόγως του κινδύνου, δηλαδή εξατομικεύονται βάσει της ηλικίας, της υγείας, των συνθηκών ζωής κ.λπ. Αντίθετα στην κοινωνική ασφάλιση τα ασφάλιστρα δεν εξατομικεύονται, επειδή δεν συσχετίζονται με τον εκάστοτε αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Στην κοινωνική ασφάλιση προσδιορίζεται ενιαίο ασφάλιστρο για όλα τα μέλη της ασφαλιζόμενης ομάδας άσχετα με την πιθανή συμβολή εκάστου στον κίνδυνο. γ. Η χρηματοδότηση της ιδιωτικής ασφάλισης γίνεται αποκλειστικά με εισφορές των ασφαλισμένων, ενώ της κοινωνικής ασφάλισης γίνεται και από τις εισφορές των εργαζομένων και των εργοδοτών και από τις επιχορηγήσεις του Κράτους κ.λπ. δ. Οι φορείς της κοινωνικής ασφάλισης είναι δημόσια νομικά πρόσωπα, ενώ της ιδιωτικής είναι ιδιωτικά νομικά πρόσωπα»

²¹ Περισσότερα για τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα αναφέρονται ενδεικτικά σε Allianz Global Investors, *International Pension Studies, Funded Pensions in Western Europe 2008*

²² Πράσινη βίβλος για επαρκή, βιώσιμα και ασφαλή ευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά συστήματα, COM(2010)365 τελικό, σελ. 26

περισσότερο οι διακριτές ανάγκες του καλυπτόμενου πληθυσμού, όπως αυτή των τριών πυλώνων.

1.1.2 Η διάκριση των τριών πυλώνων

Συγγενής με τη διάκριση των συστημάτων σε δημόσια και ιδιωτικά και συναρτώμενη με το είδος της ασφάλισης είναι η ιδιαιτέρως διαδεδομένη σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης διάκριση των τριών πυλώνων²³. Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη ταξινόμηση, η ασφάλιση χαρακτηρίζεται ως δημόσια (πρώτος πυλώνας), επαγγελματική (δεύτερος πυλώνας) ή ιδιωτική (τρίτος πυλώνας). Στον πρώτο πυλώνα ανήκουν τα δημόσια συστήματα συνταξιοδότησης, όπως αυτά περιγράφηκαν προηγουμένως, ήτοι συστήματα προκαθορισμένων παροχών, που λειτουργούν κατά κανόνα με το διανεμητικό σύστημα και χρηματοδοτούνται από τον κρατικό προϋπολογισμό²⁴. Στο δεύτερο και τρίτο πυλώνα αντίστοιχα, κατατάσσονται τα ιδιωτικά επαγγελματικά και τα ιδιωτικά ατομικά συστήματα. Τα επαγγελματικά και ατομικά συνταξιοδοτικά συστήματα, τα οποία στο πλαίσιο της προηγούμενης τυπολογίας εξετάζονται αμφότερα υπό το πρίσμα της ιδιωτικής ασφάλισης, αντιμετωπίζονται εν προκειμένω ως απολύτως διακριτές κατηγορίες.

Με το σύστημα των τριών πυλώνων καθίσταται πιο εμφανής ο αυθύπαρκτος ρόλος της επαγγελματικής ασφάλισης. Οι λόγοι της ανεξαρτητοποίησης της επαγγελματικής από την ατομική ιδιωτική ασφάλιση πρέπει να αναζητηθούν, πρωτίστως, στους σκοπούς που καλείται να επιτελέσει η επαγγελματική ασφάλιση. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι αρκεί η πρόβλεψη ενός δημόσιου συστήματος, στο οποίο εκφράζεται η κοινωνική αλληλεγγύη και αναδιανέμεται το εισόδημα προς όφελος των χαμηλότερων εισοδηματικών στρωμάτων, και ενός ιδιωτικού συστήματος, το οποίο βασίζεται στην ιδιωτική αποταμίευση και έχει σαφώς ανταποδοτικό χαρακτήρα²⁵. Η επαγγελματική ασφάλιση καταλαμβάνει στην πραγματικότητα το χώρο που βρίσκεται ανάμεσα στις δύο αυτές κατηγορίες, αφού τα προγράμματα παροχών έχουν χαρακτηριστικά κοινωνικής ασφάλισης, ενώ η εν γένει διαχείριση έχει σαφώς καταβολές ιδιωτικού δικαίου²⁶.

Όπως συχνά υποστηρίζεται, η επαγγελματική ασφάλιση είναι ένα πεδίο όπου συνδυάζονται πλεονεκτήματα των δημόσιων και ιδιωτικών συστημάτων, προς την επίτευξη συλλήβδην κοινωνικών σκοπών και οικονομικών οφελών²⁷. Ο

²³ Για τους πυλώνες ασφάλισης, βλ. ενδεικτικά Α. Αναγνώστου-Δεδούλη, Κοινωνική Ασφάλιση από Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου. Εννοιολογική οριοθέτηση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, Αντ.Ν.Σάκκουλα, 2005, σελ 17 επ.

²⁴ Χ. Φύτρος, Ο δεύτερος πυλώνας ασφαλιστικής προστασίας σε περιόδους χρηματοπιστωτικής κρίσης, στο συλλογικό έργο Το Ελληνικό Σύστημα Ασφαλιστικής Προστασίας, 2010

²⁵ Για την άποψη αυτή, η οποία έχει υποστηριχθεί ευρέως στο παρελθόν, βλ. L. Willmore, Public Versus Private Provision of Pensions, 1999, United Nations DESA Discussion Paper No. 1.

²⁶ Ρ. Χατζηνικολάου-Αγγελίδου, Ιδιωτικό Ασφαλιστικό Δίκαιο, 2014, σελ. 29

²⁷ Περισσότερα για τους λόγους ανάδειξης της επαγγελματικής ασφάλισης ως διακριτής κατηγορίας βλ. J.J Gollier, Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies, Book 2, Part 2, OECD, 2001, σελ.5

κοινωνικός ρόλος της επαγγελματικής ασφάλισης εκδηλώνεται ιδίως μέσω της επαγγελματικής αλληλεγγύης και της προώθησης κοινωνικών συνεταιρισμών. Τέτοια κοινωνική διάσταση δεν απαντάται στην ιδιωτική ασφάλιση, η οποία ασκείται κατά από φορείς κερδοσκοπικού χαρακτήρα, και με γνώμονα οικονομικά κριτήρια. Από πλευράς διαχείρισης της περιουσίας, το βασικό πλεονέκτημα των επαγγελματικών προγραμμάτων είναι ότι παρέχουν τη δυνατότητα συλλογικής διαχείρισης κεφαλαίων, και επομένως επίτευξης οικονομιών κλίμακας, σε αντίθεση με τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων των ατομικών ιδιωτικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, η οποία διενεργείται κατά κανόνα σε ατομική βάση.

Διαφορετικές είναι, όμως, και οι κατηγορίες προσώπων στις οποίες απευθύνεται η επαγγελματική και η ιδιωτική ασφάλιση, τόσο από πλευράς δικαιούχων όσο και από πλευράς χρηματοδοτών. Τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα συνδέονται με την άσκηση συγκεκριμένης επαγγελματικής δραστηριότητας, και ως εκ τούτου τα μέλη τέτοιων προγραμμάτων είναι ταυτόχρονα μέλη (ή εξαρτώμενα πρόσωπα) των αντίστοιχων επαγγελματικών ομάδων. Για τον ίδιο λόγο, άλλωστε, τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα προϋποθέτουν συνήθως τη συμμετοχή εργοδοτών που τα χρηματοδοτούν, σε αντίθεση με τα ατομικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, τα οποία εναπόκεινται εξ ολοκλήρου στην ατομική βούληση και τις αποταμιεύσεις των μελών. Αντίστοιχα, το στοιχείο της προαιρετικότητας, το οποίο αποτελεί την προμετωπίδα των ατομικών ιδιωτικών προγραμμάτων, δεν αποτελεί εγγενές χαρακτηριστικό των επαγγελματικών προγραμμάτων, τα οποία μπορούν, υπό προϋποθέσεις, να καταστούν υποχρεωτικά²⁸. Με τη συμμετοχή των εργοδοτών στα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, εκτός του ότι διασφαλίζεται ότι το βάρος συμπλήρωσης του εισοδήματος κατά τη στιγμή της συνταξιοδότησης δεν μεταφέρεται αποκλειστικά στον μελλοντικό συνταξιούχο, καθίσταται δυνατή διάνοιξη διαύλων διαλόγου και επικοινωνίας μεταξύ των κοινωνικών ομάδων, οι οποίες δύνανται να έχουν με τη σειρά τους ευρύτερες θετικές συνέπειες.

Πιο κοντινά με τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα του δεύτερου πυλώνα είναι τα ομαδικά ασφαλιστήρια προγράμματα που συνάπτονται μεταξύ εργοδοτών και ασφαλιστικών επιχειρήσεων και στα οποία μπορεί να περιλαμβάνονται προβλέψεις για την καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών στους εργαζομένους-μελλοντικούς συνταξιούχους²⁹. Τα προγράμματα αυτά

²⁸ Βλ. Α. Τσέτουρα, Ο Ευρωπαϊός συνταξιούχος, 2017, σελ 56, όπου αναφέρεται ότι η νομική τεχνική με την οποία καθίστανται υποχρεωτικά τέτοια συστήματα είναι η εξής: με συμφωνία μεταξύ εκπροσώπων των κοινωνικών εταίρων ιδρύεται ένα ταμείο επαγγελματικής ασφάλισης, εν συνεχεία με νόμο παρέχεται στη Διοίκηση η δυνατότητα να καταστήσει υποχρεωτική την υπαγωγή στο ταμείο αυτό, για τα μέρη που υπέγραψαν την συμφωνία ίδρυσης και τα μέλη του.

²⁹ Η ομαδική ασφάλιση αποτελεί ασφάλιση ποσού και λειτουργεί κατά όμοιο τρόπο με την ατομική ασφάλιση, διαφέροντας μόνο ως προς τον τρόπο οργάνωσης και διαχείρισής της, πρβλ. Γ.Θεοδόσης, Ομαδικά προγράμματα ασφάλισης προσωπικού και μεταβίβαση επιχείρησης, ΕΔΕΚΑ, 2004, σελ. 161 επ.

συγχέονται συχνά με τα αντίστοιχα προγράμματα επαγγελματικής ασφάλισης, αφού συνάπτονται επίσης στο πλαίσιο μιας επαγγελματικής δραστηριότητας και ενέχουν το στοιχείο της συλλογικότητας, και για τον λόγο αυτό αποτελούν τη βασική εναλλακτική για τους εργοδότες. Αξιοσημείωτο είναι ότι σε χώρες με λιγότερο ανεπτυγμένα επαγγελματικά συστήματα, όπως η Ελλάδα, τα ομαδικά ασφαλιστήρια προγράμματα είναι σαφώς πιο διαδεδομένα από τα προγράμματα επαγγελματικής ασφάλισης του δεύτερου πυλώνα.

Όταν στο πλαίσιο των ομαδικών ασφαλιστήριων προγραμμάτων δεν υφίσταται ανάληψη κινδύνου, η ομαδική ασφάλιση δεν ασκείται ως κατά κυριολεξία ασφάλιση, αλλά ως διαχείριση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων που συγκεντρώνονται από τον εργοδότη και τους εργαζομένους, και η οποία αποτελεί επίσης δραστηριότητα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων³⁰. Ανάληψη κινδύνου δεν υφίσταται ακόμα και αν στα εν λόγω προγράμματα περιλαμβάνονται εγγυημένες παροχές, όπως για παράδειγμα εγγυημένο επιτόκιο, και ως εκ τούτου και στις περιπτώσεις αυτές γίνεται λόγος για μία κατά βάση επενδυτική δραστηριότητα, αντιπαραβαλλόμενη από την ασφαλιστική δραστηριότητα των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Ο βασικός, όμως, λόγος που εμποδίζει τη μεταχείριση των ομαδικών ασφαλιστηρίων και των προγραμμάτων επαγγελματικής ασφάλισης ως ισοδύναμων εναλλακτικών είναι η διαφορά μεταξύ των συμβαλλομένων στις σχετικές συμβάσεις. Όπως αναφέρθηκε, συμβαλλόμενοι στην πρώτη περίπτωση είναι μόνο η ασφαλιστική επιχείρηση και ο εργοδότης, ενώ δεν προβλέπεται συμμετοχή των εργαζομένων. Τέτοια συμμετοχή δεν προβλέπεται φυσικά ούτε στη διοίκηση ή την εν γένει διαχείριση των οικείων καθεστώτων, για την οποία υπεύθυνη είναι αποκλειστικά η αντισυμβαλλόμενη ασφαλιστική επιχείρηση. Κατά τα λοιπά ισχύουν όσα αναφέρθηκαν παραπάνω σχετικά με τις διαφορές του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα.

1.1.3 Παρατηρήσεις ως προς τις επιμέρους κατηγοριοποιήσεις

Η κατηγοριοποίηση των συστημάτων συνταξιοδότησης στους τρεις πυλώνες, όπως και ο χαρακτηρισμός τους ως αμιγώς δημόσια ή ιδιωτικά, δεν είναι πάντοτε ευχερής, και χρήζει ιδιαίτερης προσοχής ανάλογα με τον σκοπό για τον οποίο διενεργείται³¹. Τα συνταξιοδοτικά συστήματα έχουν την τάση να μεταλλάσσονται, δανειζόμενα συχνά χαρακτηριστικά παραδοσιακά ταυτισμένα

³⁰ Ι.Ρόκας, Ασφαλιστικό Δίκαιο, Εισηγήσεις, 2019, σελ. 44

³¹ Πρβλ. Θ.Αντωνίου, Ασφαλιστικές εταιρείες ως φορείς κοινωνικής ασφαλίσεως στο πλαίσιο μιας ενιαίας εσωτερικής αγοράς; -Μία συμβολή στην ερμηνεία του άρθρου 22 παρ. 4 του Ελληνικού Συντάγματος, εις: Κ. Κρεμαλής (Επιστημονικός Υπεύθυνος), Προβλήματα Οριοθέτησης της ιδιωτικής από την κοινωνική ασφάλιση - Περιορίωρια συμπλήρωσης ή και μερικής υποκατάστασης της κοινωνικής από την ιδιωτική ασφάλιση, Αθήνα-Κομοτηνή 1996, σελ. 89-144.

με διαφορετικές κατηγορίες από αυτές στις οποίες ανήκουν³². Άλλωστε, σε πολλές χώρες παρατηρούνται συστήματα που συγκεντρώνουν ταυτόχρονα χαρακτηριστικά διαφορετικών πυλώνων, ανάλογα με τη νομική, κοινωνική και οικονομική παράδοση κάθε μίας εξ αυτών³³.

Η στροφή των δημόσιων συστημάτων προς μερικώς κεφαλαιοποιητικά συστήματα, ή ακόμα και η πλήρης αντικατάσταση διανεμητικών συστημάτων από κεφαλαιοποιητικά, η αντικατάσταση των διανεμητικών συστημάτων προκαθορισμένων παροχών με υποχρεωτικά συστήματα προκαθορισμένων εισφορών, και η ενίσχυση του ρόλου της προαιρετικής ασφάλισης στο πλαίσιο των δημόσιων συστημάτων είναι χαρακτηριστικά παραδείγματα απεμπόλησης γνωρισμάτων που μέχρι πρότινος θεωρούνταν εγγενή των δημόσιων συστημάτων συνταξιοδότησης, ή αλλιώς των συστημάτων του πρώτου πυλώνα. Σύμφωνα με στοιχεία του Διεθνούς Οργανισμού των Εποπτικών Αρχών Συντάξεων (International Organization of Pension Supervisors -IOPS), τουλάχιστον 20 χώρες αντικατέστησαν τα δημόσια συστήματα διανεμητικού χαρακτήρα με υποχρεωτικά συστήματα προκαθορισμένων εισφορών, τα οποία βρίσκονται υπό τη διαχείριση εταιριών ειδικού σκοπού³⁴.

Αντίστοιχα, ο κοινωνικός σκοπός των επαγγελματικών φορέων συνταξιοδότησης παρίσταται περισσότερο ή λιγότερο έντονος, ανάλογα με τη διάρθρωση του συνταξιοδοτικού συστήματος κάθε χώρας, αφού η επαγγελματική ασφάλιση μπορεί να δανείζεται περισσότερα στοιχεία από τον πρώτο ή από τον τρίτο πυλώνα, εξυπηρετώντας τις ιδιαίτερες ανάγκες των εθνικών συστημάτων αλλά τις πολιτιστικές καταβολές κάθε κράτους. Η Αυστραλία και η Ελβετία, αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα χωρών όπου τα υποχρεωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα προσφέρονται διά μέσου των εργοδοτών ή επαγγελματικών οργανώσεων, ενώ σε άλλες χώρες με ισχυρή παράδοση στις επαγγελματικές συντάξεις, όπως η Ολλανδία, ο δεύτερος πυλώνας αποτελεί μέρος του υποχρεωτικού συνταξιοδοτικού συστήματος, χωρίς αυτό να μεταβάλει το χαρακτήρα του, ο οποίος παραμένει σαφώς ιδιωτικός³⁵. Αξιοσημείωτο είναι, επίσης, και το παράδειγμα του

³² Βλ. μεταξύ άλλων, S. M. Brooks, *Social Protection and the Market in Latin America*, Cambridge University Press, 2009 και Γ. Αμίση, *Οι στρατηγικές παρεμβάσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης στα Εθνικά Συνταξιοδοτικά Συστήματα*, Το Ελληνικό Σύστημα Ασφαλιστικής Προστασίας, ό.α, σελ. 200, όπου ο συγγραφέας αναφέρει ότι «Ορισμένες χώρες έχουν, μάλιστα εκτρέψει ένα μέρος των συνταξιοδοτικών εισφορών από τα κρατικά καθεστώτα σε υποχρεωτικά καθεστώτα που διέπονται από την αρχή της κεφαλαιοποίησης και τελούν υπό ιδιωτική διαχείριση (Βουλγαρία, Εσθονία, Λετονία, Ουγγαρία, Πολωνία, Σλοβακία και Σουηδία)»

³³ Για την τυπολογία των συστημάτων κοινωνικής ασφάλειας και την επίδραση του συγκριτικού δικαίου στα εθνικά συστήματα, βλ. Α.Στεργίου, *Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης*, 2017, σελ. 24 επ με τις εκεί παραπομπές του συγγραφέα

³⁴ D. Madero, S. Lumpkin, *A Review of the Pros and Cons of Integrating Pension Supervision with that of Other Financial Activities and Services*, Working Paper No.1, IOPS, 2007

³⁵ Country fiche on pensions for the Netherlands-the 2017 round of projections for the Ageing Working Group, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy->

Ηνωμένου Βασιλείου, όπου για τη συμπληρωματική σύνταξη, η οποία αποτελεί σημαντικό τμήμα του συνόλου της συνταξιοδοτικής παροχής, υφίστατο πρόβλεψη «contracting out», δηλαδή η παροχή της δυνατότητας στους εργοδότες να απαλλάγουν από την υποχρέωση εισφοροδότησης στο δημόσιο σύστημα, υπό την προϋπόθεση ότι προσφέρουν στους εργαζομένους ένα ισοδύναμο με αυτό επικουρικό συνταξιοδοτικό καθεστώς³⁶.

Από τα παραπάνω γίνεται εμφανές ότι η τοποθέτηση στεγανών μεταξύ των διαφορετικών συστημάτων συνταξιοδότησης, είναι ένα ζήτημα εξαιρετικά σύνθετο. Η δυσχέρεια οριοθέτησης των επιμέρους κατηγοριών έχει ως αποτέλεσμα τη σύγκλιση θεσμικών κειμένων που απευθύνονται κατ'αρχήν σε διαφορετικές κατηγορίες ασφάλισης, αλλά και τη σύρρευση πολλών και συχνά ετερογενών ρυθμίσεων ακόμα και εντός των ίδιων κατηγοριών. Το φαινόμενο αυτό είναι ακόμα πιο έντονο στο δεύτερο πυλώνα ασφάλισης, ο ρόλος του οποίου συνίσταται ακριβώς στο συγκερασμό χαρακτηριστικών της κοινωνικής και της ιδιωτικής ασφάλισης.

1.2 Επαγγελματική ασφάλιση και συναφείς δραστηριότητες

Η διφυής υπόσταση των επαγγελματικών ταμείων ως οργανισμών κοινωνικού και οικονομικού σκοπού, και η επακόλουθη σωρευτική εφαρμογή εθνικών και υπερεθνικών διατάξεων, αντανakλάται αναπόδραστα και στο θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις σχετικές δραστηριότητες, το οποίο χαρακτηρίζεται από σημαντικές ιδιαιτερότητες σε σχέση με τα ισχύοντα στον πρώτο και τρίτο πυλώνα. Πράγματι, η στενή σύνδεση των επαγγελματικών ταμείων με τις κεφαλαιαγορές και η συνακόλουθη εμπλοκή πολλών και διαφορετικών φορέων στις σχετικές δραστηριότητες, η συνάφεια της άσκησης της επαγγελματικής ασφάλισης καθεαυτής με άλλες συγγενείς έννοιες, όπως αυτής της διαχείρισης επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, αλλά και η σύγχυση μεταξύ χρηματοπιστωτικών προϊόντων που εξυπηρετούν εν ευρεία εννοία συνταξιοδοτικούς σκοπούς έχουν ως αποτέλεσμα τον κατακερματισμό του θεσμικού πλαισίου του δεύτερου πυλώνα και την εφαρμογή διαφορετικών κανονιστικών κειμένων, ακόμα και εντός των ίδιων εννόμων τάξεων, τα οποία

[finance/final_country_fiche_nl.pdf](#). Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά τις συλλογικές διαπραγματεύσεις στα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά συστήματα, βλ. μεταξύ άλλων B. Ebbinghaus, & T. Wiß, *The Governance and Regulation of Private Pensions in Europe*, Oxford University Press, 2011

³⁶ Τέτοια δυνατότητα προβλεπόταν στο Ηνωμένο Βασίλειο μέχρι το 2016 για την συμπληρωματική σύνταξη του υποχρεωτικού συστήματος συνταξιοδότησης. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τον τρόπο και τις προϋποθέσεις του contracting out στο Η.Β, βλ. <https://www.gov.uk/government/publications/state-pension-fact-sheets/contracting-out-and-why-we-may-have-included-a-contracted-out-pension-equivalent-cope-amount-when-you-used-the-online-service>

ρυθμίζουν αντίστοιχα μέρος των σχέσεων που δημιουργούνται μεταξύ των εμπλεκόμενων παραγόντων.

1.2.1 Η ποικιλομορφία των φορέων και των δραστηριοτήτων στο δεύτερο πυλώνα

Όπως έχει ήδη σημειωθεί η επαγγελματική ασφάλιση δεν ασκείται και δεν προσφέρεται αποκλειστικά μέσω ενός συγκεκριμένου τύπου οντοτήτων³⁷. Ακόμα και αν θεωρήσουμε δεδομένη τη γενική παραδοχή ότι φορείς άσκησης επαγγελματικής ασφάλισης, με την έννοια της δυνατότητας οργάνωσης συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, είναι ιδιωτικοί φορείς, που συγκεντρώνονται υπό τον γενικότερο όρο των επαγγελματικών ταμείων, μεταξύ των τελευταίων υφίστανται σημαντικές διαφορές, αφού δεν προβλέπεται ενιαίο θεσμικό πλαίσιο ίδρυσης και λειτουργίας τους. Η νομική μορφή που μπορεί να λάβει ένας επαγγελματικός συνταξιοδοτικός φορέας ποικίλλει, συνεπώς, ανάλογα με το νομικό πλαίσιο κάθε χώρας. Ενδεικτικά, οι επαγγελματικοί συνταξιοδοτικοί φορείς μπορεί να είναι οντότητες με νομική προσωπικότητα ή και ξεχωριστά κεφάλαια χωρίς νομική προσωπικότητα τα οποία τελούν υπό τη διαχείριση ειδικού παρόχου (εταιρία διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων) ή άλλου χρηματοοικονομικού φορέα που δρα εξ ονόματος των μελών και των δικαιούχων³⁸. Με άλλα λόγια, φορέας διαχείρισης ενός συνταξιοδοτικού κεφαλαίου μπορεί να είναι είτε μία ξεχωριστή οντότητα με αυτοτελή νομική προσωπικότητα, στην οποία ανήκει το κεφάλαιο (κύρια του κεφαλαίου)³⁹, είτε, στην περίπτωση που το κεφάλαιο έχει δημιουργηθεί ως ξεχωριστός λογαριασμός, ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός, όπως για παράδειγμα μία τράπεζα ή ασφαλιστική επιχείρηση οι οποίοι είναι αρμόδιοι για τη διαχείρισή του⁴⁰.

Η πολυμορφία των δραστηριοποιούμενων στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα φορέων επιτείνεται, περαιτέρω, αν λάβουμε υπόψη την πληθώρα των δραστηριοτήτων που μπορούν να ενταχθούν υπό τη σκέπη της επαγγελματικής ασφάλισης. Έτσι, εκτός από τους φορείς που ιδρύονται με

³⁷ Σύμφωνα με τον Α.Στεργίου, Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, ό.α, σελ. 120, «ο δεύτερος πυλώνας περιλαμβάνει κάθε όχημα που έχει επαγγελματικό και συλλογικό χαρακτήρα, όχι όμως υποχρεωτικό και καθολικό, ενώ περαιτέρω, στο δεύτερο πυλώνα μπορεί να ενταχθεί κάθε νομικό πρόσωπο ή ακόμα και λογαριασμός χωρίς νομική προσωπικότητα, που χορηγεί στα μέλη ενός επαγγέλματος ή στους εργαζομένους μιας επιχείρησης συμπληρώματα στις κύριες ή επικουρικές συντάξεις ή άλλες συμπληρωματικές παροχές»

³⁸ Βλ. J. Yermo, Revised Taxonomy for Pension Plans, Pension Funds and Pension Entities, OECD, 2002

³⁹ Τέτοια είναι η περίπτωση της Ελλάδας

⁴⁰ Ενδεικτικά, στην Ιαπωνία φορέας διαχείρισης μπορεί να είναι τραπεζικά ιδρύματα και ασφαλιστικές εταιρίες, στην Πορτογαλία και τις ΗΠΑ ασφαλιστικές εταιρίες, στην Ισπανία τραπεζικά ιδρύματα και στην Τσεχική Δημοκρατία ειδικοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί

αποκλειστικό σκοπό την προσφορά και διαχείριση συνταξιοδοτικών προγραμμάτων επαγγελματικής ασφάλισης, με όποια μορφή προβλέπεται από την εκάστοτε εθνική νομοθεσία, στον κλάδο των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών δραστηριοποιούνται πλείστοι χρηματοοικονομικοί φορείς⁴¹, οι οποίοι διαχειρίζονται επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια⁴² ή προσφέρουν άλλες υποστηρικτικές υπηρεσίες, χωρίς τις οποίες δύσκολα θα μπορούσε να νοηθεί αγορά επαγγελματικών συντάξεων⁴³. Με άλλα λόγια, οι φορείς επαγγελματικής ασφάλισης, απευθύνονται ως λήπτες υπηρεσιών στους συγκεκριμένους φορείς, οι οποίοι, λόγω της εξειδίκευσής τους σε συγκεκριμένους τομείς, τους παρέχουν μία σειρά από χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, ανάλογα με τον ειδικό σκοπό του κάθε ενός εξ αυτών⁴⁴. Το ευρύ φάσμα των παρεχόμενων υπηρεσιών από τους χρηματοοικονομικούς φορείς εξικνούνται, σε ορισμένες περιπτώσεις, μέχρι και στην συνολική διαχείριση των επαγγελματικών ταμείων. Οι σχετικές δραστηριότητες, όπως και οι απαιτήσεις στις οποίες υπόκεινται, περιγράφονται αντίστοιχα στις διατάξεις που διέπουν τη λειτουργία των φορέων που παρέχουν τις εκάστοτε χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, και οι οποίες υπεισέρχονται έτσι ενεργά στη ρύθμιση ζητημάτων επαγγελματικής ασφάλισης.

Σε συνέχεια των παραπάνω, υπηρεσίες επαγγελματικής συνταξιοδότησης, και ιδίως τη διαχείριση επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, δύνανται να αναλάβουν φορείς των οποίων οι δραστηριότητες εκτείνονται από αμιγώς ασφαλιστικές (πχ ασφαλιστικές επιχειρήσεις) έως κάθε είδους χρηματοοικονομικές (πχ επενδυτικές επιχειρήσεις, τραπεζικά ιδρύματα, Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες). Για παράδειγμα, στην Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) αναφέρεται ρητά ότι είναι επιθυμητό οι εταιρίες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ

⁴¹ Αν και με την ευρεία έννοια του όρου, χρηματοπιστωτικούς φορείς αποτελούν και τα επαγγελματικά ταμεία και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, για τους σκοπούς της παρούσας ως χρηματοπιστωτικοί φορείς νοούνται οι λοιποί φορείς, πλην των δύο αυτών κατηγοριών, βλ. σχετικό κατάλογο χρηματοοικονομικών οργανισμών, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας
https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_corporations/list_of_financial_institutions/html/index.en.html

⁴² Η διαχείριση επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, ως επενδυτική υπηρεσία, μπορεί να παρέχεται από τον ίδιο ή και διαφορετικό φορέα από εκείνον που προσφέρει το οικείο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα. Αντίστοιχη διάκριση απαντάται και στα αμοιβαία κεφάλαια, όπου ο φορέας του αμοιβαίου κεφαλαίου, δηλ. ο φορέας που συστήνει το αμοιβαίο κεφάλαιο, μπορεί να είναι διαφορετικό πρόσωπο από το φορέα διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου, βλ. Δ. Αυγητίδη, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2016, σελ 184

⁴³ Συνήθως είναι η παροχή επενδυτικών συμβουλών από επενδυτικές ή ασφαλιστικές επιχειρήσεις σε επαγγελματικά ταμεία, η φύλαξη των περιουσιακών στοιχείων επαγγελματικών ταμείων από τραπεζικά ιδρύματα κλπ.

⁴⁴ Πρβλ. Π.Τσαντίλα, Ίδρυση και οικονομική λειτουργία των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης. Προβληματισμοί με βάση τα διεθνή δεδομένα και την πρόσφατη ελληνική νομοθεσία, Ε.Δ.Κ.Α, τόμος ΜΔ', 2002, σελ.890

να ασκούν δραστηριότητα διαχείρισης χαρτοφυλακίων επενδύσεων για κάθε πελάτη χωριστά (διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων), συμπεριλαμβανομένης της διαχείρισης συνταξιοδοτικών ταμείων⁴⁵. Αντίστοιχα, σύμφωνα με την Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέψουν σε εξωτερικούς διαχειριστές να παρέχουν τις υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία και σε ιδρύματα που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, σύμφωνα με το άρθρο 19 παράγραφος 1 της Οδηγίας 2003/41/ΕΚ, βάσει εντολών που παρέχονται από επενδυτές, με διακριτική ευχέρεια και για κάθε πελάτη χωριστά. Τέτοια διάκριση δεν υφίσταται στην Οδηγία 2014/65/ΕΚ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων γνωστή (MiFID II), και ως εκ τούτου η διαχείριση συνταξιοδοτικών ταμείων εντάσσεται στην έννοια της διαχείρισης ατομικών χαρτοφυλακίων⁴⁶, ενώ σύμφωνα με τη συγκεκριμένη οδηγία οι επενδυτικές επιχειρήσεις προσφέρουν στους επενδυτές, μεταξύ των οποίων τα επαγγελματικά ταμεία, και άλλες υπηρεσίες όπως οι επενδυτικές συμβουλές, η εκτέλεση εντολών αγοράς ή πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων.

1.2.2. Επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα και παρεμφερή προϊόντα

Ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών φορέων στον ασφαλιστικό τομέα, και αντίστοιχα η σώρευση διαφορετικής προέλευσης διατάξεων, περιπλέκεται περαιτέρω, λόγω της συνεχούς εξέλιξης των χρηματοοικονομικών προϊόντων, τα οποία πολλές φορές περιέχουν ταυτόχρονα επενδυτικό και ασφαλιστικό σκέλος, η διάκριση μεταξύ των οποίων δεν είναι πάντοτε ευχερής. Πράγματι, πολλά από τα ασφαλιστήρια συμβόλαια που συνάπτονται στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων αποτελούν στην πραγματικότητα επενδυτικά προϊόντα και όχι ασφαλιστικές καλύψεις κλασικού τύπου ασφαλιστικών κινδύνων⁴⁷. Στον αντίποδα, πολλά επενδυτικά προϊόντα που προσφέρονται από επενδυτικές επιχειρήσεις βασίζονται στην ασφάλιση,

⁴⁵ Σκέψη 13 οδηγίας 2009/65/ΕΚ. Επίσης σύμφωνα με την παρ. 3 του άρθρου 6 της ίδιας Οδηγίας «(...) τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέψουν σε εταιρείες διαχείρισης την παροχή, επιπλέον της διαχείρισης ΟΣΕΚΑ, των ακόλουθων υπηρεσιών: α) διαχείριση χαρτοφυλακίων επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ανήκουν σε συνταξιοδοτικά ταμεία, βάσει εντολών που παρέχονται από επενδυτές, επιλεκτικά και για κάθε πελάτη χωριστά, εφόσον τα χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα από τα μέσα που απαριθμούνται στο παράρτημα Ι τμήμα Γ της οδηγίας 2004/39/ΕΚ (...)»

⁴⁶ πρβλ Σπ. Μούζουλας, Ζητήματα Ερμηνείας της Οδηγίας 2003/41 για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα συνταξιοδοτικής απασχόλησης, Ε.Δ.Κ.Α, τεύχος 3/602, 2009, σελ. 132

⁴⁷ Πρβλ Χρ. Χρυσάνθης, Τα τραπεζοασφαλιστικά προϊόντα στο πλαίσιο της ενοποίησης των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ΧρηΔικ 1/2007, σελ 42, όπου ο συγγραφέας αναφέρει ως τέτοια παραδείγματα τις ασφαλίσεις ζωής συνδεδεμένες με επενδύσεις, τις τοντίνες, την κεφαλαιοποίηση, τη διαχείριση συνταξιοδοτικών ταμείων και τις εργασίες παρόμοιες με την κοινωνική ασφάλιση

προσιδιάζοντας στις παραδοσιακές ασφαλιστικές συμβάσεις⁴⁸. Έτσι, παρά το γεγονός ότι άσκηση αμιγώς ασφαλιστικών δραστηριοτήτων αποτελεί αντικείμενο αποκλειστικά ασφαλιστικών φορέων, όπως τα επαγγελματικά ταμεία και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, η σύγκλιση των δραστηριοτήτων, που αντανakλάται τόσο σε επίπεδο φορέων όσο και σε επίπεδο προϊόντων, καθιστά πολλές φορές ασαφή τα όρια μεταξύ των τομέων της αγοράς, με αποτέλεσμα τράπεζες, ασφαλιστικά ιδρύματα και επενδυτικές επιχειρήσεις να ανταγωνίζονται πλέον ευθέως, προσφέροντας ισοδύναμα και εναλλακτικά προϊόντα⁴⁹.

Η διάθεση στο ευρύ κοινό προϊόντων που εξυπηρετούν, ως εναλλακτικά ή υποκατάστατα, παρεμφερείς ανάγκες προκαλεί όλο και περισσότερους προβληματισμούς σε σχέση με τη σκοπιμότητα διατήρησης της τομεακής προσέγγισης της αγοράς, που συνίσταται στον παραδοσιακό διαχωρισμό της σε τραπεζικό και ασφαλιστικό τομέα και στον τομέα της κεφαλαιαγοράς. Η σταδιακή εγκατάλειψη της τομεακής προσέγγισης, είναι πιο εμφανής στις ρυθμίσεις ήπιου δικαίου, ωστόσο τα τελευταία χρόνια δείγματα διευρυμένης προσέγγισης παρατηρούνται και σε κείμενα δεσμευτικού δικαίου. Ήδη, με τον Κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1286/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 26ης Νοεμβρίου 2014 σχετικά με τα έγγραφα βασικών πληροφοριών που αφορούν συσκευασμένα επενδυτικά προϊόντα για ιδιώτες επενδυτές και επενδυτικά προϊόντα βασιζόμενα σε ασφάλιση (PRIIP), ο οποίος ωστόσο έχει περιορισμένο πεδίο εφαρμογής, ο ενωσιακός νομοθέτης αφίσταται από την τομεακή προσέγγιση, αφού κρίσιμος παράγοντας για τη ρύθμιση των συγκεκριμένων προϊόντων δεν είναι η νομική φύση των προϊόντων (τραπεζικά, ασφαλιστικά, επενδυτικά), αλλά ο οικονομικός σκοπός που τους αποδίδεται από τους επενδυτές⁵⁰. Η ανάγκη διασφάλισης συνεκτικού θεσμικού πλαισίου τονίζεται και στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου 2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (εφεξής MiFID II), όπου γίνεται δεκτό ότι το «*ενωσιακό δίκαιο (...) θα πρέπει επομένως να εξασφαλίζει με τον δέοντα τρόπο μια συνεπή κανονιστική προσέγγιση όσον αφορά τη διανομή των διαφόρων χρηματοπιστωτικών προϊόντων που ικανοποιούν παρόμοιες ανάγκες του*

⁴⁸ Η αντιμετώπιση των επενδυτικών προϊόντων που βασίζονται στην ασφάλιση ως ασφαλιστικών συμβάσεων αποτυπώθηκε προσφάτως σε ενωσιακό νομοθετικό κείμενο, και συγκεκριμένα στην Οδηγία 2016/97/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τη διανομή ασφαλιστικών προϊόντων (αναδιατύπωση), στην οποία προβλέπονται ενιαίοι κανόνες κατά τη διανομή των σχετικών προϊόντων, κατ'ευθυγράμμιση με τα σχετικώς ισχύοντα στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ για τις επενδυτικές επιχειρήσεις (βλ. ιδίως σκέψη 10 Οδηγίας)

⁴⁹ V. Colaert, European Banking, Insurance and Investment Services Law: Cutting Through Sectoral Lines?, Common Market Law Review, 2015

⁵⁰ Βλ. σχετικά V. Colaert, ό.α, σελ. 18

επενδυτή και επομένως θέτουν συγκρίσιμες προκλήσεις όσον αφορά την προστασία του επενδυτή»⁵¹.

Ανακεφαλαιώνοντας, είναι φανερό ότι η κανονιστική προσέγγιση των επαγγελματικών φορέων ασφάλισης υπό το πρίσμα συγκεκριμένων κατηγοριοποιήσεων αποτελεί οπωσδήποτε ένα ιδιαιτέρως δυσχερές εγχείρημα, το οποίο, επιπλέον, εμποδίζει τη συνεπή μεταχείριση όμοιων αναγκών. Στο πλαίσιο αυτό, παρατηρείται στον τομέα των συνταξιοδοτικών παροχών, μία τάση ανάπτυξης υπερεθνικών ρυθμιστικών πλαισίων και η αντίστοιχη μετατόπιση του ενδιαφέροντος προς συστηματοποιήσεις που επιτρέπουν την ενιαιοποίηση των εφαρμοστέων κανόνων. Εξάλλου, όπως θα καταδειχθεί ειδικότερα στη συνέχεια, για τη μεγάλη πλειονότητα των χρηματοπιστωτικών φορέων, οι οποίοι είχαν τη δυνατότητα διασυννοριακής δραστηριοποίησης πολύ πριν η δυνατότητα αυτή προβλεφθεί για τα επαγγελματικά ταμεία, η διευρυμένη αυτή προσέγγιση έχει ήδη επιτευχθεί σε μεγάλο βαθμό, τόσο από πλευράς ενωσιακού δικαίου όσο και από πλευράς διεθνών κανόνων ήπιου δικαίου.

1.2.3 Κατηγοριοποίηση στη βάση ενός κοινού παρονομαστή-Το είδος των υπό διαχείριση κεφαλαίων

Η ετερογένεια μεταξύ των συνταξιοδοτικών συστημάτων, τα οποία, όπως αναφέρθηκε, συνδυάζουν χαρακτηριστικά όλων των επιμέρους κατηγοριοποιήσεων, και η συνάφεια μεταξύ φορέων, δραστηριοτήτων και προϊόντων που σχετίζονται με την επαγγελματική ασφάλιση καθιστούν δυσχερές οποιοδήποτε εγχείρημα ρύθμισης των ζητημάτων που σχετίζονται με τη περιουσία των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης τους στη βάση ενιαίων κανόνων, έστω και σε επίπεδο ήπιου δικαίου. Από την άλλη, η παγκοσμιοποίηση της οικονομίας και τα σημαντικά δημογραφικά ζητήματα των τελευταίων ετών, αποτελούν κοινό πεδίο προβληματισμού όλων των κρατών, και δημιουργούν την ανάγκη ευρύτερων συνεργασιών για τη χάραξη βιώσιμων συνταξιοδοτικών πολιτικών⁵².

Υπό τα ανωτέρω δεδομένα, μεγάλη μερίδα της διεθνούς κοινότητας εγκαταλείπει τη μέχρι τώρα κατηγοριοποίηση των συνταξιοδοτικών συστημάτων με βάση το είδος ή του φορέας ασφάλισης και θέτει στο επίκεντρο μελετών τη διαχείριση κεφαλαίων που προορίζονται για την καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών, τα οποία αποτελούν όλο και συχνότερα αντικείμενο ξεχωριστών ρυθμίσεων. Η αναφορά σε κεφάλαια και στη σχετική

⁵¹ Σκέψη 87

⁵² Για τις δημογραφικές εξελίξεις στην Ευρωπαϊκή Ένωση και τον τρόπο που αυτές επηρεάζουν τις κρατικές δαπάνες βλ. The 2015 Ageing Report, Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060), European Economy 3/2015

διαχείρισή τους, παραπέμπει ευθέως σε κεφαλαιοποιητικά συστήματα, στη δε έννοια των συνταξιοδοτικών παροχών που αποτελούν τον πρωταρχικό σκοπό των συγκεκριμένων κεφαλαίων, μπορούν να ενταχθούν διαφόρων τύπου πρόσοδοι ή εφάπαξ παροχές, οι οποίες καταβάλλονται κατά τη συνταξιοδότηση, προς αναπλήρωση ή ενίσχυση του εισοδήματος των δικαιούχων. Αυτό σημαίνει με τη σειρά του ότι στο πλαίσιο της κατηγοριοποίησης αυτής εξετάζονται, υπό προϋποθέσεις, και κεφάλαια με προέχον στοιχείο αυτό της επενδυτικής δραστηριότητας, χωρίς απαραίτητα να εμπεριέχουν την κάλυψη κλασικών ασφαλιστικών κινδύνων.

Με την τοποθέτηση των κεφαλαίων στο επίκεντρο της θεωρίας, τυχόν διαφοροποιήσεις εντοπίζονται κυρίως σε επίπεδο των φορέων διαχείρισης. Αντίστοιχα διαμορφώνονται και οι κανονιστικές ρυθμίσεις, οι οποίες ομαδοποιούνται σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη συνίσταται σε αυτές που αντιμετωπίζουν ενιαία τα κεφάλαια που προορίζονται για την καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών, ανεξαρτήτως του φορέα που τα διαχειρίζεται, ιδίως σε ζητήματα εποπτείας, διακυβέρνησης και επενδύσεων. Με άλλα λόγια, καθοριστικός παράγοντας, στο πλαίσιο της κατηγοριοποίησης αυτής, η οποία είναι η επικρατούσα σε επίπεδο ήπιου δικαίου, δεν είναι η φύση των φορέων αλλά το γεγονός ότι οι εν λόγω φορείς διαχειρίζονται περιουσιακά στοιχεία (ενεργητικό) προς των σκοπό χορήγησης συνταξιοδοτικών παροχών. Τούτο έχει ως αποτέλεσμα ότι φορείς που κατά τα λοιπά εντάσσονται στο πεδίο εφαρμογής διαφορετικών θεσμικών κειμένων, όπως τα τραπεζικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι επιχειρήσεις επενδύσεων και οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), διέπονται από ταυτόσημες ρυθμίσεις, όταν διαχειρίζονται ίδιου τύπου κεφάλαια.

Στη δεύτερη κατηγορία, στην οποία εντάσσονται κυρίως κανόνες δεσμευτικού δικαίου, οι φορείς διαχείρισης αντιμετωπίζονται ξεχωριστά και υπόκεινται σε διακριτές ρυθμίσεις. Η εναλλαγή διαφορετικών θεσμικών κειμένων δεσμευτικού δικαίου, ανάλογα με το φορέα διαχείρισης των όμοιων κεφαλαίων, δημιουργεί συχνά σημαντικά νομικά ζητήματα στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, τα οποία στην πλειονότητα των περιπτώσεων αντιμετωπίζονται αποσπασματικά, ανάλογα με τους συγκεκριμένους προβληματισμούς που καλούνται να διευθετήσουν κάθε φορά. Η εφαρμογή διαφορετικών θεσμικών κειμένων, ωστόσο, δεν οδηγεί υποχρεωτικά και στην ουσιαστική διαφοροποίηση των εφαρμοστέων κανόνων, το περιεχόμενο των οποίων θα πρέπει να αποτελέσει ξεχωριστά, αλλά και συγκριτικά, αντικείμενο πιο προσεκτικής ανάγνωσης. Μία τέτοια έρευνα θα επιχειρηθεί στο πλαίσιο της παρούσας, προκειμένου να διεξαχθούν όσο το δυνατόν ασφαλέστερα συμπεράσματα σχετικά με το κατά πόσον οι εκ πρώτης όψης διακριτές ρυθμίσεις που άμεσα ή έμμεσα εφαρμόζονται στο δεύτερο πυλώνα ασφάλισης, συνεπάγεται πραγματική νομική διάσταση κανόνων δικαίου.

Ενότητα 2. Βασικό θεσμικό πλαίσιο της επαγγελματικής ασφάλισης

Το θεσμικό πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα είναι ένα ευρύτατο αντικείμενο που θα μπορούσε να εξετασθεί υπό πολλές πλευρές. Με δεδομένο ότι σκοπός της παρούσας είναι η ανάδειξη των διαφορετικών θεσμικών κειμένων που διέπουν τη διαχείριση της περιουσίας των φορέων που διαχειρίζονται επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια, το θεσμικό πλαίσιο θα προσεγγιστεί υπό το πρίσμα της ρυθμιστικής παρέμβασης στους συγκεκριμένους τομείς, δηλαδή υπό το πρίσμα της υιοθέτησης νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων μέσω των οποίων επιβάλλονται στους εν λόγω φορείς συγκεκριμένες συμπεριφορές ή απαγορεύσεις για την επίτευξη των σχετικών σκοπών τους (regulation)⁵³. Κατ'αντιδιαστολή, δεν αποτελεί αντικείμενο εξέτασης η δυνατότητα ελέγχου συμμόρφωσης και λήψης μέτρων για την επιβολή των κανόνων αυτών στους ρυθμιζόμενους φορείς (supervision)⁵⁴.

2.1. Ρυθμιστική παρέμβαση του ενωσιακού νομοθέτη στους φορείς επαγγελματικής ασφάλισης

2.1.1. Νομική βάση

Από πλευράς ενωσιακού δικαίου, το ζήτημα των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών συστημάτων εντάσσεται στο γενικότερο ευρωπαϊκό ενδιαφέρον για την αναμόρφωση των συνταξιοδοτικών συστημάτων και των πρακτικών συνταξιοδότησης, η επιτυχία των οποίων συναρτάται σε μια σειρά από πρωταρχικούς στόχους που έχει θέσει η Ένωση. Όπως έχει σχετικά διατυπωθεί «η επιτυχία των συνταξιοδοτικών μεταρρυθμίσεων στα κράτη μέλη αποτελεί μείζονα καθοριστικό παράγοντα για την εύρυθμη λειτουργία της Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης και θα επηρεάσει την ικανότητα της ΕΕ να επιτύχει δύο από τους πέντε στόχους της στρατηγικής «Ευρώπη 2020» – την αύξηση του ποσοστού απασχόλησης στο 75% και τη μείωση του αριθμού των ατόμων που κινδυνεύουν από τη φτώχεια κατά τουλάχιστον 20 εκατομμύρια»⁵⁵.

Οι διαφορές μεταξύ των συνταξιοδοτικών συστημάτων των κρατών μελών, καθιστούν δυσχερή την ενιαία προσέγγιση του δεύτερου πυλώνα στο πλαίσιο του ενωσιακού δικαίου. Σύμφωνα με την αρχή της επικουρικότητας, τα κράτη

⁵³ Για τον ορισμό της ρυθμιστικής παρέμβασης βλ. Χρ. Γκόρτσος, Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2011, σελ. 50.

⁵⁴ Για τη διάκριση μεταξύ των όρων regulation και supervision βλ. μεταξύ άλλων, OECD, Private Pension Series, Supervising Private Pensions, Institutions and Methods, 2004, σελ.77 επ

⁵⁵ Ευρωπαϊκή Επιτροπή, ΛΕΥΚΗ ΒΙΒΛΟΣ Ατζέντα για επαρκείς, ασφαλείς και βιώσιμες συντάξεις, Βρυξέλλες, 16.2.2012 COM(2012) 55 final, σελ. 3

μέλη παραμένουν πλήρως υπεύθυνα για την οργάνωση των ιδίων συστημάτων συνταξιοδότησης καθώς και για τη λήψη απόφασης σχετικά με το ρόλο εκάστου των τριών “πυλώνων” του συνταξιοδοτικού συστήματος⁵⁶. Συνακόλουθα, ο τρόπος οργάνωσης του δεύτερου πυλώνα, μέχρι και καθεαυτή η ύπαρξή του εναπόκειται στον εθνικό νομοθέτη, ο οποίος του προσδίδει και τα αντίστοιχα χαρακτηριστικά, επιλέγοντας μεταξύ άλλων, τη νομική μορφή των φορέων που δύναται να ασκήσουν τη δραστηριότητα της επαγγελματικής ασφάλισης. Τούτου δοθέντος, η ρυθμιστική παρέμβαση του ενωσιακού νομοθέτη ερειδόταν μέχρι πρόσφατα στις διατάξεις για την προστασία των δικαιωμάτων των εργαζομένων, δυνάμει του άρθρου 137 ΣυνθΕΚ (ήδη άρθρο 153 ΣΛΕΕ) σχετικά με τη βελτίωση των συνθηκών διαβίωσης και εργασίας, και ιδίως βάσει της αρχής της ίσης μεταχείρισης ανδρών και γυναικών όσον αφορά τις ευκαιρίες στην αγορά εργασίας και τη μεταχείριση στην εργασία⁵⁷, και της προστασίας τους έναντι αφερεγγυότητας του εργοδότη⁵⁸.

Από την άλλη, η οικονομική δραστηριότητα των επαγγελματικών ταμείων, αποτελεί επίσης σημαντική πτυχή του θεσμού, η οποία έμελλε να συγκεντρώσει γρήγορα το ενδιαφέρον των ενωσιακών οργάνων. Πράγματι, εκτός από παράγοντες των συνταξιοδοτικών συστημάτων, τα επαγγελματικά ταμεία, αποτελούν, σύμφωνα με τη διαμορφωθείσα νομολογία του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου, επιχειρήσεις που λειτουργούν ανταγωνιστικά με τις ιδιωτικές ομαδικές ασφαλίσσεις, υποκείμενα στις διατάξεις περί προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού, τούτο δε ανεξαρτήτως της λειτουργίας τους ως μη κερδοσκοπικών οργανισμών κοινωνικού χαρακτήρα και στη βάση της αρχής της αλληλεγγύης⁵⁹. Η αναγνώριση των επαγγελματικών ταμείων ως

⁵⁶ Βλ. σκέψη 9 Οδηγίας 2003/41/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 3ης Ιουνίου 2003, για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών

⁵⁷ Οδηγία 86/378/ΕΟΚ του Συμβουλίου για την εφαρμογή της ίσης μεταχείρισης ανδρών και γυναικών στα επαγγελματικά συστήματα κοινωνικής ασφάλισης, όπως τροποποιήθηκε από την Οδηγία 96/97/ΕΚ του Συμβουλίου. Ενδιαφέρουσα είναι και η νομολογία του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου σχετικά με το ζήτημα, βλ. μεταξύ πολλών, Υπόθεση C-200/91 Coloroll Pension Trustees Limited v James Richard Russell and Others

⁵⁸ Σχετική είναι η Οδηγία 80/987/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 20ής Οκτωβρίου 1980, περί προστασίας των μισθωτών σε περίπτωση αφερεγγυότητας του εργοδότη, η οποία, αφού υπέστη επανειλημμένες τροποποιήσεις, κωδικοποιήθηκε με την Οδηγία 2008/94/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 22ας Οκτωβρίου 2008, στο άρθρο 8 της οποίας προβλέπεται ότι τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν τη θέσπιση των αναγκαίων μέτρων για την προστασία των συμφερόντων των μισθωτών που έχουν ήδη αποχωρήσει από την επιχείρηση ή από την εγκατάσταση του εργοδότη την ημέρα επέλευσης της αφερεγγυότητάς του, σε ό,τι αφορά τα κεκτημένα δικαιώματά τους για παροχές γήρατος, στο πλαίσιο των υφισταμένων συστημάτων επαγγελματικής ή διεπαγγελματικής επικουρικής πρόνοιας, εκτός των εθνικών συστημάτων υποχρεωτικής κοινωνικής ασφάλισης. Βλ. και υπόθεση C-168/18 του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου Pensions-Sicherungs-Verein VVaG v. Günther Bauer

⁵⁹ Βλ. ιδίως Απόφαση του Δικαστηρίου της 21ης Σεπτεμβρίου 1999 στην υπόθεση C-67/96 Albany International BV v. Stichting Bedrijfspensioenfonds Textielindustrie, σκέψη 85, Απόφαση του Δικαστηρίου της 21ης Σεπτεμβρίου 1999 Brentjens' Handelsonderneming BV v. Stichting

επιχειρήσεων κατά την έννοια των διατάξεων του ελεύθερου ανταγωνισμού, αποτέλεσε σαφώς προάγγελο για την μελλοντική αντιμετώπισή τους υπό το πρίσμα και άλλων διατάξεων της εσωτερικής αγοράς, η οποία πλέον επιβεβαιώνεται σε κείμενα πολιτικής και σε διατάξεις δεσμευτικού δικαίου⁶⁰. Σήμερα, τα επαγγελματικά ταμεία αναγνωρίζονται ρητά ως χρηματοοικονομικοί φορείς, επωφελούμενα από τις διατάξεις για την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων⁶¹ και την ελευθερία παροχής υπηρεσιών⁶². Η θεώρησή των επαγγελματικών ταμείων ως αναπόσπαστου τμήματος των χρηματαγορών συνεπάγεται, περαιτέρω, την αναγνώριση αντίστοιχων υποχρεώσεων των κρατών μελών, τα οποία οφείλουν να σχεδιάζουν τα επαγγελματικά τους συστήματα κατά τρόπο που να μην παρακωλύεται η ελεύθερη κυκλοφορία του εργατικού δυναμικού ή του κεφαλαίου⁶³.

Η ενεργοποίηση των διατάξεων της εσωτερικής αγοράς επισύρει την εφαρμογή του πρωτογενούς ενωσιακού δικαίου, και τη συνακόλουθη αρμοδιότητα του ενωσιακού νομοθέτη για τη ρύθμιση ζητημάτων επαγγελματικής ασφάλισης, η οποία ερείδεται αντίστοιχα στα άρθρα 53, 62 και 114 ΣΛΕΕ⁶⁴. Η επίκληση του άρθρου 114 έχει ως αποτέλεσμα ότι για την

Bedrijfspensioenfondsvoor de Handel in Bouwmaterialen στις συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-115/97 έως C-117/97, σκέψη 85, και Απόφαση του Δικαστηρίου της 21ης Σεπτεμβρίου 1999 Υπόθεση C-219/97 Maatschappij Drijvende Bokken BV v. Stichting Pensioenfondsvoor de Vervoer- en Havenbedrijven Drijvende Bokken, σκέψη 75. Κατά πάγια νομολογία, στο πλαίσιο του δικαίου του ανταγωνισμού, στην έννοια της επιχειρήσεως υπάγεται κάθε φορέας που ασκεί οικονομική δραστηριότητα, ανεξαρτήτως του νομικού καθεστώτος του φορέα αυτού και του τρόπου χρηματοδοτήσεώς του (βλ., ιδίως, τις αποφάσεις της 23ης Απριλίου 1991, C-41/90, Höfner και Eiser, Συλλογή 1991, σ. I-1979, σκέψη 21· της 17ης Φεβρουαρίου 1993, συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-159/91 και C-160/91, Poucet και Pistre, Συλλογή 1993, σ. I-637, σκέψη 17· της 16ης Νοεμβρίου 1995, C-244/94, Fédération française des sociétés d'assurance κ.λπ., Συλλογή 1995, σ. I-4013, σκέψη 14, καθώς και τις προαναφερθείσες αποφάσεις Albany, σκέψη 77, Brentjens', σκέψη 77, και Drijvende Bokken, σκέψη 67)

⁶⁰ Μετά την έναρξη ισχύος της Συνθήκης της Λισαβόνας, η προστασία του ανταγωνισμού από στρεβλώσεις δεν αναφέρεται πλέον ρητά στο άρθρο 3 της ΣΛΕΕ, αλλά, σύμφωνα με το πρωτόκολλο αριθ. 27, εμπίπτει στην έννοια της εσωτερικής αγοράς, βλ. σχετικά Θεματολογικό δελτίο για την Ευρωπαϊκή Ένωση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/el/sheet/82/competition-policy>

⁶¹ Καίτοι στη Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης δεν αναφέρεται ο ορισμός της έννοιας της κίνησης κεφαλαίων, αυτή έχει αποτελέσει πολλάκις αντικείμενο κρίσης του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου, το οποίο της έχει αποδώσει μία αρκετά ευρεία ερμηνεία βλ. ενδεικτικά απόφαση της 16ης Μαρτίου 1999 στην υπόθεση C-222/97, Trummer και Mayer, Συλλογή 1999, σ. I-1661, σκέψεις 20 και 21. Ειδικά για τους χρηματοοικονομικούς φορείς που διαχειρίζονται κεφάλαια, η ελευθερία κίνησης κεφαλαίων αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την άσκηση του δικαιώματος της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών και της ελευθερίας εγκατάστασης, πρβλ. European Commission, Case law guide of the European Court of Justice on articles 63 et seq. TFEU - Free movement of capital – 2015, σελ. 54

⁶² https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/insurance-and-pensions/occupational-pension-funds_el

⁶³ Πρβλ. Πράσινη βίβλος για επαρκή, βιώσιμα και ασφαλή ευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά συστήματα, COM(2010)365 τελικό, σελ. 3

⁶⁴ Βλ. Τα συγκεκριμένα άρθρα αναφέρονται ως νομική βάση για τη θέσπιση της Οδηγίας 2016/2341 του Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων

ψήφιση των ρυθμίσεων που αφορούν στα επαγγελματικά συστήματα συνταξιοδότησης ακολουθείται η συνήθης νομοθετική διαδικασία, και δεν απαιτείται ομοφωνία των κρατών μελών, όπως στην περίπτωση του άρθρου 153 ΣΛΕΕ για την κοινωνική ασφάλιση και κοινωνική προστασία των εργαζομένων⁶⁵. Κατ'ακολουθίαν τα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης, ρυθμίζονται πρωτίστως από τον ενωσιακό νομοθέτη, ο οποίος έχει έτσι, καθοριστικό ρόλο, στην οργάνωση του θεσμού σε εθνικό επίπεδο. Συμπερασματικά, εφόσον ένα κράτος αποφασίσει να συμπληρώσει το εθνικό του σύστημα συνταξιοδότησης με σύστημα επαγγελματικής σύνταξης αντιστοιχούν στον δεύτερο πυλώνα, όλα τα υποκείμενα δικαίου στο εν λόγω κράτος μέλος, υπόκεινται στους κανόνες λειτουργίας του ενωσιακού δικαίου⁶⁶.

2.1.2 Οι κυριότερες ενωσιακές διατάξεις στο πεδίο της επαγγελματικής ασφάλισης

Παρά την υπεροχή του ενωσιακού δικαίου στον τομέα της επαγγελματικής ασφάλισης, η οποία ενδεχομένως υποδηλώνει μία μεγαλύτερη ομογενοποίηση του θεσμικού πλαισίου του δεύτερου πυλώνα, η οριοθέτηση των εφαρμοστέων διατάξεων είναι ένα αρκετά σύνθετο ζήτημα. Το θέμα απασχόλησε και την ίδια την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, η οποία το 2009 ζήτησε από τη CEIOPS να διεξάγει έρευνα με αντικείμενο το θεσμικό πλαίσιο προληπτικής εποπτείας που εφαρμόζουν τα κράτη μέλη στα διάφορα συνταξιοδοτικά σχήματα. Αν και η

επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (Ι.Ε.Σ.Π). Η προϊσχύσασα Οδηγία 2003/41, εκδόθηκε αντίστοιχα βάσει των άρθρων 47, παράγραφος 2, ΕΚ, 55 ΕΚ και 95 ΕΚ. Σύμφωνα με το άρθρο 114 της Συνθήκης για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο, αποφασίζοντας σύμφωνα με τη συνήθη νομοθετική διαδικασία και μετά από διαβούλευση με την Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, εκδίδουν τα μέτρα τα σχετικά με την προσέγγιση των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων των κρατών μελών που έχουν ως αντικείμενο την εγκαθίδρυση και τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς (παρ.1), ενώ παράλληλα η Επιτροπή, στις προτάσεις της για τα ζητήματα αυτά, σχετικά με την υγεία, την ασφάλεια, την προστασία του περιβάλλοντος και την προστασία των καταναλωτών, λαμβάνει ως βάση ένα υψηλό επίπεδο προστασίας, λαμβάνοντας ιδίως υπόψη όσες νέες εξελίξεις βασίζονται σε επιστημονικά δεδομένα. Στα πλαίσια των αντίστοιχων αρμοδιοτήτων τους, το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο επιδιώκουν επίσης την επίτευξη αυτού του στόχου (παρ.3).

⁶⁵ H. van Meerten, EU Pension Law, Amsterdam University Press, 2019, p.86

⁶⁶ Υπόθεση C-343/08: Απόφαση του Δικαστηρίου (τρίτο τμήμα) της 14ης Ιανουαρίου 2010 — Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατά Τσεχικής Δημοκρατίας, σκέψη 50. Με την απόφασή του αυτή το Δικαστήριο αν και δέχεται ότι «(...) η οδηγία 2003/41 αποτελεί ένα πρώτο μόνο βήμα προς την κατεύθυνση μιας εσωτερικής αγοράς επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, μέσω της εφαρμογής, σε ευρωπαϊκή κλίμακα, ενός ελάχιστου επιπέδου κανόνων εποπτείας. Αντιθέτως, δεν αποσκοπεί να εναρμονίσει, έστω μερικώς, τα εθνικά συνταξιοδοτικά συστήματα, υποχρεώνοντας τα κράτη μέλη να τροποποιήσουν ή να καταργήσουν τους κανόνες του εθνικού τους δικαίου που καθορίζουν την οργάνωση καθαυτή των συστημάτων αυτών», ωστόσο καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η υποχρέωση του διάδικου κράτους να ενσωματώσει όλες τις διατάξεις της οδηγίας υφίσταται ακόμα και αν κατά την εφαρμοστέα εθνική νομοθεσία, κανένας επαγγελματικός συνταξιοδοτικός φορέας δεν μπορεί νομίμως να εγκατασταθεί στο έδαφός του.

έρευνα αυτή δεν περιοριζόταν στα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά συστήματα, ωστόσο από τις απαντήσεις των κρατών μελών εξάγονται ενδιαφέροντα συμπεράσματα ως προς την πολυδιάσπαση του ενωσιακού δικαίου στο πεδίο των συντάξεων. Ειδικότερα, μεταξύ των κανονιστικών κειμένων που αναφέρθηκαν ως εφαρμοστέα ήταν η Οδηγία για τα ιδρύματα επαγγελματικής συνταξιοδότησης, η Οδηγία για τις ασφαλίσσεις ζωής, η Οδηγία για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, η Οδηγία για τον τραπεζικό τομέα και η Οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες⁶⁷.

Συνεκτιμώντας και τα παραπάνω, τα ενωσιακά κείμενα δεσμευτικού δικαίου που εξετάζονται ως μέρος του δεύτερου πυλώνα διακρίνονται σε αυτά που ρυθμίζουν αποκλειστικά φορείς που δραστηριοποιούνται άμεσα στην παροχή επαγγελματικών συντάξεων και σε αυτά που ρυθμίζουν φορείς που αν και δεν ιδρύονται με αποκλειστικό ή κύριο σκοπό την προσφορά και διαχείριση συνταξιοδοτικών προγραμμάτων επαγγελματικής ασφάλισης, επηρεάζουν καθοριστικά τη λειτουργία του θεσμού. Το βασικό θεσμικό κείμενο της πρώτης κατηγορίας είναι η πιο πάνω αναφερθείσα Οδηγία 2016/2341 του Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (εφεξής IORPII), η οποία αντιστοιχίζεται, επομένως, με συγκεκριμένο πυλώνα ασφάλισης. Οι ρυθμίσεις της IORPII καλύπτουν τους όρους και τις προϋποθέσεις λειτουργίας των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών συστημάτων, την επενδυτική λειτουργία των ταμείων, τους κανόνες διαχείρισης, ζητήματα διασυννοριακής συνεργασίας, τις υποχρεώσεις διαφάνειας και ενημέρωσης των μελών, καθώς και την πρόβλεψη των πανευρωπαϊκών συνταξιοδοτικών ταμείων⁶⁸. Όπως θα εκτεθεί αναλυτικά στη συνέχεια, η άμεση αντιστοίχιση της IORP II με τον δεύτερο πυλώνα έχει ως αποτέλεσμα ότι πολλές από τις διατάξεις της εν λόγω Οδηγίας, καταλαμβάνουν και φορείς που δεν ιδρύονται με αποκλειστικό σκοπό την προσφορά και διαχείριση συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, αλλά δραστηριοποιούνται σχετικά στον πυλώνα αυτό.

⁶⁷ Κατά το χρόνο διεξαγωγής της συγκεκριμένης έρευνας, οι ισχύουσες οδηγίες ήταν αντίστοιχα η Οδηγία 2003/41/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 3ης Ιουνίου 2003, για τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων που προσφέρουν υπηρεσίες επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, η Οδηγία 2002/83/ΕΚ Οδηγία 2002/83/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 5ης Νοεμβρίου 2002, σχετικά με την ασφάλιση ζωής, η Οδηγία 85/611/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 20ής Δεκεμβρίου 1985 για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), η Οδηγία 2006/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2006, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων (αναδιατύπωση) και η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου 1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών. Για περισσότερες πληροφορίες βλ. Commission Staff Working Document EU Legislation, Coverage and related Initiatives, Accompanying document to the Green Paper towards adequate, sustainable and safe European pension systems {COM(2010) 365 final}, σελ.10

⁶⁸ Α.Στεργίου, Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, 2017

Από την άλλη, λιγότερο σαφής είναι η εικόνα ως προς τα κανονιστικά κείμενα της δεύτερης κατηγορίας, καθώς σε αυτή μπορεί να ενταχθούν κείμενα που ρυθμίζουν τη λειτουργία διαφόρων φορέων που δραστηριοποιούνται στο δεύτερο πυλώνα, είτε ως άμεσοι πάροχοι επαγγελματικών συντάξεων είτε ως πάροχοι άλλων υποστηρικτικών υπηρεσιών, και αναλόγως των δραστηριοτήτων που προκρίνονται ως μέρος της επαγγελματικής ασφάλισης. Με βάση και με όσα εκτέθηκαν ανωτέρω, σε αυτή την κατηγορία θα μπορούσαν να ενταχθούν οι διατάξεις που διέπουν τη λειτουργία των ασφαλιστικών και επενδυτικών επιχειρήσεων, των τραπεζικών ιδρυμάτων, των οργανισμών συλλογικών ή εναλλακτικών επενδύσεων. Αν, για λόγους απλοποίησης, η άμεση παροχή επαγγελματικών συντάξεων θεωρηθεί ως ασφαλιστική δραστηριότητα και η διαχείριση των άμεσων παρόχων και των χαρτοφυλακίων τους ως επενδυτική, τα βασικά ενωσιακά κείμενα αυτής της κατηγορίας είναι αυτά που διέπουν τη λειτουργία των φορέων που ασκούν ασφαλιστικές και επενδυτικές δραστηριότητες, δηλαδή οι Οδηγίες 2009/138/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 25ης Νοεμβρίου 2009, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης (εφεξής Solvency II ή ασφαλιστική οδηγία) και 2014/65/EE του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου 2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/EK και της οδηγίας 2011/61/EE (εφεξής MiFID II) αντίστοιχα. Δεδομένου ότι οι υπό κρίση φορείς, όπως εκτέθηκε και ανωτέρω, δεν δραστηριοποιούνται μόνο στο δεύτερο πυλώνα, είναι προφανές ότι οι συγκεκριμένες Οδηγίες δεν αντιστοιχίζονται ευθέως με πυλώνα ασφάλισης, αλλά με τους συγκεκριμένους φορείς και δραστηριότητες στις οποίες αφορούν.

Η ρύθμιση των επαγγελματικών ταμείων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών φορέων που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των επαγγελματικών συντάξεων από διαφορετικά θεσμικά κείμενα δεν οδηγεί υποχρεωτικά σε πραγματική διάσπαση της ενότητας του εφαρμοστέου δικαίου, για την οποία είναι απαραίτητη η μελέτη του ουσιαστικού περιεχομένου των διατάξεων που διέπουν τη λειτουργία των ανωτέρω φορέων. Μία τέτοια μελέτη θα επιχειρηθεί στη συνέχεια ως προς τα ειδικότερα ζητήματα που αποτελούν αντικείμενο εξέτασης της παρούσας, ωστόσο πρέπει να σημειωθεί ότι η συμπερίληψη του ασφαλιστικού κλάδου, συμπεριλαμβανομένων των επαγγελματικών ταμείων, στο ενιαίο σύστημα ρύθμισης και εποπτείας των χρηματοοικονομικών αγορών, υποδηλώνει ήδη τη σταδιακή εγκατάλειψη της τομεακής προσέγγισης σε επίπεδο αρμοδίων οργάνων, η οποία μένει να επιβεβαιωθεί και από πλευράς ουσιαστικού δικαίου. Σε κάθε περίπτωση, η εφαρμογή της IORP II σε πολλούς και ετεροειδείς φορείς, με καθοριστικό κριτήριο αυτό της διαχείρισης επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, δηλαδή του κεντρικού αντικείμενου της παρούσας, δικαιολογεί και την αναλυτικότερη εξέταση των ρυθμίσεων αυτής της οδηγίας στο πρώτο κεφάλαιο του δεύτερου μέρους, σε σχέση με τα αντιστοίχως ισχύοντα στη Solvency II και MiFID II.

2.2. Αρμόδια ευρωπαϊκά όργανα

2.2.1 Η θέση της επαγγελματικής ασφάλισης στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας

Εκτός από τα παραδοσιακά θεσμικά όργανα για τη θέσπιση των ενωσιακών κανόνων δικαίου, δηλαδή το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στον τομέα των χρηματαγορών δραστηριοποιούνται και άλλα όργανα, στα οποία έχουν εναποτεθεί εξειδικευμένες αρμοδιότητες ρυθμιστικής παρέμβασης⁶⁹. Ήδη σε συνέχεια της έκθεσης Lamfalussy το 2001, προβλέφθηκε συγκεκριμένο πλαίσιο ρυθμιστικής παρέμβασης του ενωσιακού νομοθέτη σε τέσσερα επίπεδα⁷⁰, και η λειτουργία τομεακών αρχών (Επιτροπών), ήτοι της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR), της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS) και της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (CEIOPS), για τον τομέα της κεφαλαιαγοράς, τον τραπεζικό τομέα και τον ασφαλιστικό τομέα αντίστοιχα⁷¹. Οι Επιτροπές αυτές είχαν συμβουλευτικές κυρίως αρμοδιότητες και οι αποφάσεις τους ήταν μη

⁶⁹ Για την νομοθετική λειτουργία στο πλαίσιο της ΕΕ, βλ. D. Blanc, *La fonction législative communautaire : la loi concurrence*, in F. Peraldi Leneuf (dir.), *La légistique dans le système de l'Union européenne*, Bruxelles, Bruylant, coll. « Droit de l'Union européenne – Colloques », 2012, σελ. 45-64.

⁷⁰ Το σύστημα αυτό περιγράφεται συνοπτικά στην ανακοίνωση της Επιτροπής για την Επανεξέταση της διαδικασίας Lamfalussy και την Ενίσχυση της εποπτικής σύγκλισης COM(2007) 727 τελικό, ως εξής: «Στο "Επίπεδο 1" τοποθετείται η νομοθεσία-πλαίσιο που προβλέπει τις βασικές αρχές και καθορίζει τις εξουσίες εφαρμογής θεσπίζεται στο πλαίσιο της διαδικασίας συναπόφασης μετά από πλήρη και διεξοδική διαδικασία διαβουλεύσεων τηρώντας τις αρχές της βελτίωσης της νομοθεσίας. Οι τεχνικές λεπτομέρειες εκδίδονται επίσημα από την Επιτροπή ως μέτρα εφαρμογής στο "Επίπεδο 2", μετά από ψηφοφορία της αρμόδιας κανονιστικής επιτροπής (Ευρωπαϊκή Επιτροπή Κινητών Αξιών, Ευρωπαϊκή Επιτροπή Τραπεζών και Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων). Στη διαδικασία του Επιπέδου 2 η Επιτροπή λαμβάνει ιδιαιτέρως υπόψη τη θέση του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Για την τεχνική προετοιμασία των μέτρων εφαρμογής, η Επιτροπή προσφεύγει στις συμβουλές Επιτροπών οι οποίες αποτελούνται από εκπροσώπους των εθνικών εποπτικών φορέων και οι οποίες χαρακτηρίζονται Επιτροπές "Επιπέδου 3": αυτές είναι η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας – CEBS, η Επιτροπή Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων – CEIOPS και η Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών – ΕΡΑΑΚΑ/CESR. Οι επιτροπές αυτές, που συστάθηκαν με αποφάσεις της Επιτροπής, διαδραματίζουν επίσης σημαντικό ρόλο επειδή συμβάλλουν στη συνεπή και συγκλίνουσα εφαρμογή των οδηγιών της ΕΕ, μεριμνώντας για την πιο αποτελεσματική συνεργασία μεταξύ των εθνικών αρχών εποπτείας και τη σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών. Πρόκειται για το "Επίπεδο 3" της διαδικασίας. Το "Επίπεδο 4" είναι το επίπεδο στο οποίο η Επιτροπή επιβάλλει την έγκαιρη και ορθή μεταφορά του κοινοτικού δικαίου στο εθνικό δίκαιο. Επίσης βλ. σχετικά Β. Τουντόπουλος, *Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς*, 2015, σελ. 173-176

⁷¹ Για την εξέλιξη του συστήματος Lamfalussy, βλ. μεταξύ πολλών, J. Mendes *Participation in EU Rule-making: A Rights-Based Approach* Joana Mendes, Oxford University Press, 2011, C. Bickerton, D. Hodson, U. Puetter, *The New Intergovernmentalism: States and Supranational Actors in the Post-Maastricht Era*, Oxford University Press, 2015

δεσμευτικές⁷². Η σημαντική οικονομική κρίση που επακολούθησε, ανέδειξε σημαντικές αδυναμίες της χρηματοοικονομικής εποπτείας, τόσο σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, όσο και στο χρηματοοικονομικό σύστημα ως σύνολο, και οδήγησε στην αναθεώρηση του συστήματος Lamfalussy⁷³. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αναμόρφωση του συνολικού πλαισίου της εποπτείας, η οποία αποτυπώθηκε σε νέα θεσμικά κείμενα, αλλά και σε νέα όργανα, με ουσιαστικό ρόλο στη ρύθμιση και την εποπτεία του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Ειδικότερα, τον Οκτώβριο του 2008 ανατέθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε ειδική ομάδα εμπειρογνομόνων, υψηλού επιπέδου, υπό την προεδρία του Jacques de Larosiere (High-Level Group on Financial Supervision in the EU) να υποβάλει συγκεκριμένες προτάσεις σχετικά με την ενίσχυση των ευρωπαϊκών εποπτικών ρυθμίσεων του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι τομείς της συνεργασίας, του συντονισμού, της συνεπούς εφαρμογής της ενωσιακής νομοθεσίας και της εμπιστοσύνης μεταξύ εθνικών εποπτικών αρχών αποτέλεσαν το επίκεντρο των μεταρρυθμίσεων⁷⁴. Στη συνέχεια των συστάσεων που περιείχε η έκθεση της ομάδας εμπειρογνομόνων, συστάθηκε το 2010, στη βάση του άρθρου 114 ΣΛΕΕ⁷⁵, το Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοπιστωτικής Εποπτείας (European System of Financial Supervision (ESFS)), το οποίο άρχισε να λειτουργεί την 1η Ιανουαρίου 2011⁷⁶. Το ESFS ορίζεται ως ένα πολυεπίπεδο σύστημα αρχών μικροπρωληπτικής και μακροπρωληπτικής εποπτείας, που έχει ως βασικό στόχο να καταρτιστεί ενιαίο εγχειρίδιο κανόνων και να ενισχυθεί η σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών σε ολόκληρη την Ένωση⁷⁷. Το ESFS αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ESRB), τρεις νέες ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (EEA) ανά τομέα δραστηριότητας, και συγκεκριμένα την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών

⁷² Σύμφωνα με την 2001/527/EK απόφαση της Επιτροπής, η Ευρωπαϊκή επιτροπή ρυθμιστικών αρχών των αγορών κινητών αξιών (CESR) ορίζεται ως ανεξάρτητη συμβουλευτική επιτροπή, ενώ αντίστοιχος ορισμός περιλαμβάνεται και στις μετέπειτα αποφάσεις 2004/5/EK και 2004/6/EK της Επιτροπής για τη σύσταση της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS) και της Επιτροπής Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (CEIOPS) αντίστοιχα.

⁷³ Για την αναμόρφωση του συστήματος χρηματοπιστωτικής εποπτείας μετά την οικονομική κρίση, βλ. ενδεικτικά P. Debly, *Réglementations bancaires et financières depuis la crise de 2008: Nouveaux acteurs, Nouvelles règles, Nouveaux Régulateurs*, 2019

⁷⁴ Η σκέψη αυτή επαναλαμβάνεται με ταυτόσημο τρόπο στο προοίμιο των ιδρυτικών Κανονισμών των ΕΕΑ

⁷⁵ Για την κριτική που έχει ασκηθεί σχετικά με την επίκληση του συγκεκριμένου άρθρου ως νομικής βάσης για την ανάπτυξη του EFSF βλ. E. Avgouleas and G. Ferrarini, *A single listing authority and securities regulator for the CMU and the future of ESMA*, in D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford-New York: Oxford University Press, 2018, σελ. 59

⁷⁶ <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/el/sheet/84/european-system-of-financial-supervision-esfs->

⁷⁷ Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ, σκέψη 11

(EBA), την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA), καθώς και τις εθνικές εποπτικές αρχές⁷⁸. Επίσης, στο πλαίσιο του ESFS λειτουργούν κοινά όργανα. Αρμόδιο για την άσκηση της μακροπροληπτικής εποπτείας του χρηματοπιστωτικού συστήματος της ΕΕ είναι το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ESRB), ενώ η μικροπροληπτική επίβλεψη ασκείται από την EBA, την ESMA και την EIOPA, οι οποίες συνεργάζονται στο πλαίσιο κοινής επιτροπής.

Οι ως άνω εποπτικές αρχές EBA, ESMA και EIOPA αντικατέστησαν τις αντίστοιχες Επιτροπές Lamfalussy, και εξοπλίστηκαν με σημαντικές ρυθμιστικές αρμοδιότητες. Παρά τον χαρακτηρισμό τους ως εποπτικές, οι αρχές αυτές έχουν κατ'αρχήν ρυθμιστικές εξουσίες και δεν ασκούν οι ίδιες εποπτικές αρμοδιότητες⁷⁹. Η άσκηση της προληπτικής εποπτείας παραμένει, έτσι, στην αρμοδιότητα των εθνικών εποπτικών αρχών, οι οποίες, όμως δρουν υπό την ομπρέλα του ενωσιακού θεσμικού πλαισίου. Μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις, οι οποίες πάντως προβλέπονται ρητά και περιοριστικά στους ιδρυτικούς τους Κανονισμούς, δύνανται οι ΕΕΑ να υιοθετήσουν δεσμευτικές αποφάσεις⁸⁰. Ήδη με τον Κανονισμό 2019/2175 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁸¹, ενισχύθηκαν οι εξουσίες των ΕΕΑ, οι οποίες εξοπλίστηκαν επιπλέον, και με νέες, *stricto sensu* εποπτικές αρμοδιότητες⁸².

⁷⁸ Η Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EBA) συστάθηκε με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (EIOPA) συστάθηκε με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1094/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA) συστάθηκε με τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου

⁷⁹ Για σχετικές εξαιρέσεις βλ. Κανονισμό 1090/2010, άρθρα 16 παρ. 6, Κανονισμό 1094/2010, άρθρο 17 και Κανονισμό 1095/2010, άρθρο 19

⁸⁰ C. Gortsos and K. Lagaria, The European Supervisory Authorities (ESAs) As 'Direct' Supervisors in the EU Financial System European Banking Institute Working Paper Series – No. 57, 2020, σελ. 6

⁸¹ Κανονισμός (ΕΕ) 2019/2175 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 18ης Δεκεμβρίου 2019 για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών), του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1094/2010 για τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων), του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, του κανονισμού (ΕΕ) 2016/1011 σχετικά με τους δείκτες που χρησιμοποιούνται ως δείκτες αναφοράς σε χρηματοπιστωτικά μέσα και χρηματοπιστωτικές συμβάσεις ή για τη μέτρηση της απόδοσης επενδυτικών κεφαλαίων, και του κανονισμού (ΕΕ) 2015/847 περί στοιχείων που συνοδεύουν τις μεταφορές χρηματικών ποσών

⁸² Σύμφωνα με την παρ.5 του άρθρου 9 του Κανονισμού 1094/2010, όπως αυτή τροποποιήθηκε δυνάμει των διατάξεων του Κανονισμού 2019/2175, η EIOPA μπορεί, σε ορισμένες περιπτώσεις, να απαγορεύσει ή να περιορίσει προσωρινά την εμπορική προώθηση, διανομή ή πώληση ορισμένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, μέσων ή δραστηριοτήτων που ενδέχεται να προκαλέσουν σημαντική οικονομική ζημία στους πελάτες ή τους καταναλωτές ή απειλούν την εύρυθμη λειτουργία

Ο ρυθμιστικός ρόλος των ΕΕΑ, εκδηλώνεται μέσω διάφορων μηχανισμών. Αρχικά, συμβάλλουν στην ανάπτυξη νομικά δεσμευτικά των κανόνων μέσω της εκπόνησης ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων και εκτελεστικών τεχνικών προτύπων, που εγκρίνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, δυνάμει των άρθρων 290-291 ΣΛΕΕ. Παράλληλα, εκδίδουν κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις, οι οποίες δεν αποτελούν μεν δεσμευτικά κείμενα, ωστόσο συμβάλλουν σημαντικά στην ανάπτυξη μίας ενιαίας εποπτικής προσέγγισης, καθώς τα κράτη μέλη οφείλουν να συμμορφωθούν με το περιεχόμενο των σχετικών κειμένων, σύμφωνα με τον κανόνα «comply or explain». Με άλλα λόγια, σε περίπτωση που μία εθνική εποπτική αρχή δεν συμμορφώνεται με σύσταση ή οδηγία των ΕΕΑ που περιλαμβάνεται σε μη δεσμευτικό κείμενο, οφείλει ταυτόχρονα να εκθέσει αναλυτικά τους λόγους μη συμμόρφωσης, η ενέργειά της δε αυτή τυγχάνει αντίστοιχης δημοσιοποίησης. Είναι προφανές ότι η πρόβλεψη περί δημοσιοποίησης λειτουργεί αποτρεπτικά για την εποπτική αρχή που σκοπεύει να κάνει χρήση της συγκεκριμένης δυνατότητας. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζεται η όσο το δυνατόν πιο συνεπής και εναρμονισμένη εφαρμογή του ενωσιακού εποπτικού πλαισίου και συνακόλουθα η επίτευξη υψηλού επιπέδου σύγκλισης μεταξύ των εθνικών εποπτικών αρχών.

2.2.2 Ειδικά: η ΕΙΟΡΑ ως εποπτική (ρυθμιστική) αρχή του δεύτερου πυλώνα

Με την επιφύλαξη όσων εκτέθηκαν ανωτέρω, αρμόδια ευρωπαϊκή αρχή για τη ρύθμιση και την εποπτεία των επαγγελματικών ταμείων είναι η ΕΙΟΡΑ, η οποία συστάθηκε με τον Κανονισμό 1094/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁸³. Οι αρμοδιότητες της ΕΙΟΡΑ δεν περιορίζονται σε σχήματα του δεύτερου πυλώνα, αλλά εκτείνονται στο σύνολο της ιδιωτικής ασφάλισης. Η Ευρωπαϊκή Ένωση ακολουθεί, έτσι, το μοντέλο της μερικής συγκέντρωσης εποπτείας στο πεδίο της ασφάλισης, υποδηλώνοντας τον προσανατολισμό του ενωσιακού νομοθέτη προς μία περισσότερο ομοιογενή μεταχείριση του συνόλου των μη δημοσίων συντάξεων⁸⁴.

και την ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών ή τη σταθερότητα ολόκληρου ή μέρους του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ένωσης.

⁸³ Κανονισμός (ΕΕ) 1094/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 24ης Νοεμβρίου 2010 για τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/79/ΕΚ της Επιτροπής. Η προκάτοχος της ΕΙΟΡΑ, CEIOPS είχε διαδεχθεί αντίστοιχα το «Pensions Forum», μία γνωμοδοτική επιτροπή που συστάθηκε δυνάμει της Απόφασης της Επιτροπής της 9ης Ιουλίου 2001, και απαρτιζόταν από εμπειρογνώμονες και εκπροσώπους των κοινωνικών εταίρων

⁸⁴ Τα βασικά εποπτικά μοντέλα, από πλευράς δομής, είναι το συγκεντρωτικό, το μερικώς συγκεντρωτικό και το εξειδικευμένο. Στο συγκεντρωτικό μοντέλο, η εποπτεία επί όλων των χρηματοπιστωτικών φορέων ασκείται από την ίδια εποπτική αρχή, οι εξουσίες της οποίας εκτείνονται, με τον τρόπο αυτό, στο σύνολο της αγοράς. Στο μερικώς συγκεντρωτικό μοντέλο, από

Κύριο όργανο λήψης αποφάσεων της ΕΙΟΡΑ είναι το Συμβούλιο Εποπτών, το οποίο απαρτίζεται από τον πρόεδρο της αρχής και τους επικεφαλής των οικείων αρχών των κρατών μελών, ενώ στις συνεδριάσεις του Συμβουλίου μετέχουν με την ιδιότητα του παρατηρητή (χωρίς δικαίωμα ψήφου) αντιπρόσωποι της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου και των άλλων δύο Ευρωπαϊκών Εποπτικών Αρχών. Στην διοικητική δομή της ΕΙΟΡΑ περιλαμβάνεται επίσης, το Συμβούλιο Διοίκησης, ο Πρόεδρος, ο Εκτελεστικός Διευθυντής και το Συμβούλιο Προσφυγών⁸⁵.

Σύμφωνα με τον ιδρυτικό της κανονισμό, σκοπός της ΕΙΟΡΑ είναι η παροχή βοήθειας στις αρμόδιες εθνικές εποπτικές αρχές με σκοπό τη συνεπή ερμηνεία και εφαρμογή των ενωσιακών κανόνων και τη συμβολή στη χρηματοοικονομική σταθερότητα που απαιτείται για τη χρηματοοικονομική ολοκλήρωση. Η διαφύλαξη της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος, η διασφάλιση της διαφάνειας των αγορών και των χρηματοοικονομικών προϊόντων, και η προστασία των ασφαλισμένων, των μελών και των δικαιούχων των συνταξιοδοτικών συστημάτων αποτελούν επίσης βασικές αποστολές της ΕΙΟΡΑ. Αυτή ακριβώς η στενή σύνδεση των σκοπών της ΕΙΟΡΑ με το ενωσιακό κεκτημένο σχετικά με την εσωτερική αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, αιτιολογεί, σύμφωνα με τον ιδρυτικό της Κανονισμό, τη σύσταση της Αρχής βάσει του άρθρου 114 της ΣΛΕΕ ⁸⁶.

Η ΕΙΟΡΑ δεν υποκαθιστά τις εθνικές εποπτικές αρχές, οι οποίες εξακολουθούν να ασκούν κανονικά τις προβλεπόμενες αρμοδιότητες εποπτείας, αλλά εργάζεται από κοινού με αυτές, αναλαμβάνοντας συχνά και ρόλο μεσολαβητή⁸⁷. Αντιθέτως, η ΕΙΟΡΑ διαθέτει ευθέως ρυθμιστικές αρμοδιότητες, συμβάλλοντας καθοριστικά στη διαμόρφωση και την εφαρμογή των ενωσιακών κανόνων στον τομέα της ιδιωτικής ασφάλισης, στην οποία περιλαμβάνεται και η επαγγελματική. Κατ'αντιστοιχία όσων αναφέρθηκαν παραπάνω, η ΕΙΟΡΑ εκπονεί ρυθμιστικά τεχνικά πρότυπα και εκτελεστικά τεχνικά πρότυπα, τα

την άλλη, προβλέπεται ενιαία εποπτική αρχή για την επαγγελματική και την ιδιωτική ασφάλιση, η οποία, καθίσταται έτσι αρμόδια για την επίβλεψη όλων των ιδιωτικών συνταξιοδοτικών παροχών, όχι όμως και των λοιπών χρηματοοικονομικών δραστηριοτήτων. Το σύστημα της ενιαίας εποπτείας επαγγελματικών ταμείων και ασφαλιστικών επιχειρήσεων ακολουθείται σε πολλές χώρες, όπως η Ιρλανδία, η Γαλλία, η Πορτογαλία κ.ά. Στο μοντέλο της εξειδικευμένης εποπτείας, τέλος, η εποπτεία του δεύτερου πυλώνα ασκείται από ξεχωριστή εποπτική αρχή, η οποία είναι αρμόδια για τον έλεγχο των φορέων που έχουν ως κύριο σκοπό την προσφορά επαγγελματικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων. Σχετικά με την επιχειρηματολογία που έχει αναπτυχθεί υπέρ και κατά της ενιαίας εποπτείας βλ. IOPS, A Review of the Pros and Cons of Integrating Pension Supervision with that of Other Financial Activities and Services

⁸⁵ https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/eiopa_el

⁸⁶ Σκέψη 16

⁸⁷ Βλ. ενδεικτικά σκέψη 8 Κανονισμού 1094/2010 και ομιλία του τ. Αντιπροέδρου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Michel Barnier, η οποία ακολούθησε την ίδρυση των τριών ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών, διαθέσιμη στον ιστότοπο https://ec.europa.eu/archives/commission_2010-2014/barnier/headlines/speeches/2011/01/20110101_en.html

οποία στη συνέχεια εγκρίνονται από την Επιτροπή⁸⁸, αποκτώντας έτσι δεσμευτικό χαρακτήρα, αλλά και μη δεσμευτικές κατευθυντήριες οδηγίες και συστάσεις, τα οποία αποτελούν πολύ σημαντικό ρυθμιστικό εργαλείο για τον τρόπο που ερμηνεύονται και εφαρμόζονται οι ενωσιακές διατάξεις από τις εθνικές εποπτικές αρχές⁸⁹. Η έκδοση από την ΕΙΟΡΑ κατευθυντήριων οδηγιών και συστάσεων έχει εξαιρετική σημασία για τη σύγκλιση των εθνικών κανόνων στο πεδίο της ιδιωτικής και επαγγελματικής ασφάλισης, αφού όπως εκτέθηκε παραπάνω, οι εθνικές εποπτικές αρχές δεσμεύονται έμμεσα στην υιοθέτηση αυτών, σύμφωνα με τον κανόνα «comply or explain».

Μέχρι την έκδοση της Solvency II και της IORP II, η ρυθμιστική αρμοδιότητα της ΕΙΟΡΑ δεν είχε τύχει της ίδιας προσοχής όσο των υπόλοιπων ΕΕΑ. Με την θέση σε ισχύ, όμως, των ανωτέρω Οδηγιών, και τη συνακόλουθη επιδίωξη μεγαλύτερης ομογενοποίησης του κλάδου της ιδιωτικής και επαγγελματικής ασφάλισης, ο ρυθμιστικός ρόλος της ΕΙΟΡΑ αποκτά σταδιακά μεγαλύτερη σπουδαιότητα και αναδεικνύεται σε καθοριστικό παράγοντα σύγκλισης των σχετικών εθνικών κανόνων⁹⁰. Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι η τάση αναβάθμισης των εποπτικών εξουσιών των ΕΑΑ, η οποία είχε ξεκινήσει πολύ πριν τη θέσπιση του Κανονισμού 2019/2175, επιβεβαιώνεται και στην περίπτωση της ΕΙΟΡΑ, η οποία διαθέτει ήδη τέτοιες αρμοδιότητες, δυνάμει του Κανονισμού 1286/2014/ΕΕ για τη διανομή και την πώληση επενδυτικών προϊόντων που βασίζονται στην ασφάλιση⁹¹. Ο συγκεκριμένος Κανονισμός, ο οποίος, όπως έχει εκτεθεί παραπάνω, έχει περιορισμένο αντικείμενο, δεν αφορά την επαγγελματική ασφάλιση, ωστόσο σηματοδοτεί σαφώς τον σταδιακό προσανατολισμό της ΕΙΟΡΑ προς έναν περισσότερο εποπτικό ρόλο.

⁸⁸ Βλ. άρθρα 290-291 ΣΛΕΕ, με τα οποία προβλέφθηκε αντίστοιχα η δυνατότητα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής να θεσπίζει, κατ'εξουσιοδότηση από τις ευρωπαϊκές νομοθετικές αρχές (Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβούλιο), μη νομοθετικές πράξεις γενικής ισχύος που συμπληρώνουν ή τροποποιούν ορισμένα μη ουσιώδη στοιχεία κάποιας νομοθετικής πράξης, και εκτελεστικές πράξεις οι οποίες είναι απαραίτητες για την ενιαία εφαρμογή νομικά δεσμευτικών πράξεων.

⁸⁹ Για τις ρυθμιστικές αρμοδιότητες των ΕΕΑ, βλ. μεταξύ πολλών T. Papadopoulos, *European System of Financial Supervision*, R. Wolfrum (ed) *Max Planck Encyclopedia of Public International Law*, Oxford University Press, 2014

⁹⁰ Πρβλ. H. van Meerten and A. (Ton) van den Brink, *EU Executive Rule-Making and the Second Directive on Institutions for Occupational Retirement Provision*, *Utrecht Law Review*, Volume 12, Issue 1, 2016

⁹¹ Σύμφωνα με το άρθρο 16 του υπό κρίση Κανονισμού η ΕΙΟΡΑ μπορεί, υπό συγκεκριμένες προϋποθέσεις, να απαγορεύσει ή να περιορίσει προσωρινά στην Ένωση τη διάθεση στην αγορά, τη διανομή ή την πώληση ορισμένων επενδυτικών προϊόντων βασιζόμενων σε ασφάλιση ή επενδυτικών προϊόντων βασιζόμενων σε ασφάλιση με ορισμένα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ή ένα είδος χρηματοοικονομικής δραστηριότητας ή πρακτικής μιας ασφαλιστικής ή αντασφαλιστικής επιχείρησης. Για τις εποπτικές αρμοδιότητες της ΕΙΟΡΑ δυνάμει του συγκεκριμένου Κανονισμού, βλ. V. Colaert, *The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention?*, *European Company and Financial Law Review*, Volume 17: Issue 1, 2020

2.3 Διεθνές δίκαιο- soft law

Σε αντίθεση με διατάξεις δεσμευτικού δικαίου, δηλαδή κυρίως τις ευρωπαϊκές οδηγίες και τις κατ'ενσωμάτωση αυτών εθνικές διατάξεις των κρατών μελών, οι οποίες ρυθμίζουν διακριτά τη λειτουργία των επαγγελματικών ταμείων και των λοιπών χρηματοπιστωτικών φορέων, οι διατάξεις ήπιου δικαίου, προερχόμενες από ενώσεις επαγγελματιών του κλάδου και άλλους υπερεθνικούς φορείς που δραστηριοποιούνται μεταξύ άλλων, στους τομείς της ασφάλισης και των επενδύσεων, επικεντρώνονται κυρίως στη φύση των υπό διαχείριση κεφαλαίων ως συνταξιοδοτικών, τα οποία διακρίνονται από σημαντικές ομοιότητες, που επιτρέπουν την σε μεγάλο βαθμό ενιαία αντιμετώπισή τους.

Η αποταμίευση κεφαλαίων για την εξυπηρέτηση συνταξιοδοτικών αναγκών αποτελεί πράγματι πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό κάθε συναφούς δραστηριότητας, καθιστώντας δυνατή την πρόβλεψη ενιαίων ή έστω ομοιογενών ρυθμίσεων, ανεξαρτήτως των επιμέρους κατηγοριοποιήσεων των σχετικών κεφαλαίων. Η πρόκριση του σκοπού των υπό διαχείριση κεφαλαίων, οδηγεί αποτελεσματικά σε ενιαία αντιμετώπιση όλων των χρηματοπιστωτικών φορέων που διαχειρίζονται συνταξιοδοτικά κεφάλαια, είτε αυτοί είναι εξειδικευμένοι φορείς στην παροχή συνταξιοδοτικών παροχών είτε όχι, και χωρίς να ακολουθείται η κατηγοριοποίηση των πυλώνων ή του είδους της ασφάλισης.

Μεταξύ των διεθνών θεσμών που έχουν ασχοληθεί με ζητήματα διαχείρισης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι ο Διεθνής Οργανισμός των Εποπτικών Αρχών Συντάξεων (International Organization of Pension Supervisors -IOPS), η οποία έχει ως μέλη τις εθνικές εποπτικές αρχές του κλάδου των συντάξεων, η Διεθνής Ένωση Ασφαλιστικών Εποπτικών Αρχών (International Association of Insurance Supervisors, εφεξής IAIS), με αντίστοιχα μέλη τις εθνικές εποπτικές αρχές του ασφαλιστικού κλάδου, η Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions - IOSCO), για τον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, και βέβαια ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) (Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD). Με το ζήτημα έχουν ασχοληθεί επίσης και άλλοι μεγάλοι οργανισμοί όπως το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο και η Παγκόσμια Τράπεζα. Στην πλειονότητά τους οι ως άνω θεσμοί προσεγγίζουν τη ρύθμιση όλων των χρηματοπιστωτικών φορέων με όμοιο τρόπο, συμβάλλοντας στη σύγκλιση των κανόνων που διέπουν τους φορείς που διαχειρίζονται συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Με αυτό το δεδομένο δεν προκαλεί εντύπωση ότι πολλά από τα έγγραφα που εκδίδουν οι ως άνω διεθνείς οργανισμοί, είτε υπό τη μορφή κατευθυντήριων οδηγιών, είτε υπό τη μορφή

καλών πρακτικών, παραπέμπουν σε αντίστοιχα έγγραφα των λοιπών οργανισμών, διαλαμβάνοντας αυτά ως αλληλοσυμπληρούμενα⁹².

2.4 Συμπεράσματα

Από όλα τα παραπάνω προκύπτει ότι τα θεσμικά κείμενα που τυγχάνουν εφαρμογής στις επαγγελματικές συντάξεις διακρίνονται σε τρεις βασικές ομάδες. Στην πρώτη ομάδα εντάσσονται οι εξειδικευμένες ενωσιακές διατάξεις για τη ρύθμιση των φορέων παροχής επαγγελματικών συντάξεων, οι οποίες περιλαμβάνονται κυρίως στην Οδηγία IORP II. Στη δεύτερη ομάδα εντάσσονται οι αντίστοιχες διατάξεις δεσμευτικού δικαίου για τη λειτουργία των λοιπών δραστηριοποιούμενων φορέων στο δεύτερο πυλώνα, και οι οποίες για τους σκοπούς της παρούσας περιορίζονται σε αυτές που περιλαμβάνονται στις Οδηγίες Solvency II και MiFID II. Τέλος, στην τρίτη ομάδα εντάσσονται οι κανόνες ήπιου δικαίου, οι οποίοι προέρχονται από διεθνείς οργανισμούς και αντιμετωπίζουν ενιαία όλους τους φορείς που προσφέρουν ιδιωτικές συντάξεις, χωρίς να διακρίνουν σε προϊόντα του δεύτερου ή του τρίτου πυλώνα. Ο τρίτος πυλώνας, θα εξεταστεί έτσι, μόνο παρεμπιπτόντως, καθώς δεν αποτελεί αντικείμενο της παρούσας. Όπως θα αναλυθεί στη συνέχεια, η ρύθμιση των συγκεκριμένων φορέων ως σύνολο παρατηρείται, πράγματι, σε όλο και περισσότερα κείμενα που λαμβάνουν τη μορφή κατευθυντήριων οδηγιών, γεγονός που εξηγείται ενδεχομένως από τις κοινές ανάγκες εποπτείας αλλά και τους κοινούς κανόνες που διέπουν τη διαχείριση της περιουσίας των συγκεκριμένων φορέων.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι αντικείμενο της παρούσας είναι η διαχείριση περιουσίας των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης, η εξέταση των παραπάνω θεσμικών κειμένων εξαντλείται στις διατάξεις που αφορούν τους ειδικότερους παράγοντες που συναρτώνται με τα σχετικά ζητήματα, όπως αυτά αναπτύσσονται στη συνέχεια.

⁹² Βλ. για παράδειγμα OECD and IOPS, Good practices on pension funds' risk management systems, 2011, σελ. 3, όπου αναφέρεται ότι οι εκτιθέμενες καλές πρακτικές βασίζονται στις αντίστοιχες έρευνες των της Επιτροπής της Βασιλείας για την εποπτεία των τραπεζών (Basel Committee for Banking Supervision -BCBS), της IAIS και της CEIOPS.

Κεφάλαιο 2: Η διαχείριση της περιουσίας των φορέων του δεύτερου πυλώνα

Ενότητα 1. Τα χαρακτηριστικά της περιουσίας των φορέων επαγγελματικής ασφάλισης και οι παράγοντες που καθορίζουν την αποτελεσματική της διαχείριση

1.1 Τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια

1.1.1 Ορισμός

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, τα κεφάλαια που προορίζονται για την καταβολή επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, αναφέρονται συχνά ως επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια, ή απλώς συνταξιοδοτικά κεφάλαια (pension funds)⁹³. Περιουσία των επαγγελματικών ταμείων και (επαγγελματικά) συνταξιοδοτικά κεφάλαια ή pension funds είναι, συνεπώς, δύο όροι που χρησιμοποιούνται εναλλακτικά προκειμένου να δηλώσουν το ίδιο περιεχόμενο, δηλαδή το ενεργητικό που συγκεντρώνεται υπό τη διαχείριση των φορέων του δεύτερου πυλώνα, ενώ δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που με τον όρο pension fund εννοείται και ο ίδιος ο φορέας που διαχειρίζεται το κεφάλαιο, γεγονός που εξηγεί την συχνή ελληνική απόδοση του συγκεκριμένου όρου ως επαγγελματικό ταμείο ή πάροχο επαγγελματικών συνταξιοδοτήσεων.

Σύμφωνα με τη γενικώς κρατούσα ορολογία, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αποτελούν ομάδες περιουσίας, η οποία συγκεντρώνεται στο πλαίσιο μίας σύμβασης, με σκοπό την καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών στους δυνάμει της σύμβασης αυτής δικαιούχους. Πιο αναλυτικός ορισμός περιλαμβάνεται στην κατηγοριοποίηση του ΟΟΣΑ, σύμφωνα με την οποία συνταξιοδοτικό κεφάλαιο (pension fund) είναι ένα νομικά ξεχωριστό σύνολο περιουσίας το οποίο συνιστά μία ανεξάρτητη νομική οντότητα, που εξαγοράζεται με τις εισφορές που προβλέπονται στο πλαίσιο ενός συνταξιοδοτικού προγράμματος, και έχει αποκλειστικό σκοπό την χρηματοδότηση (καταβολή) συνταξιοδοτικών παροχών⁹⁴. Απαραίτητο χαρακτηριστικό ενός συνταξιοδοτικού κεφαλαίου είναι ότι τα μέλη του προγράμματος/κεφαλαίου

⁹³ Συνταξιοδοτικά κεφάλαια υφίστανται τόσο στο πλαίσιο των δημοσίων συστημάτων συνταξιοδότησης (public pension funds), όσο και στο πλαίσιο των ιδιωτικών συστημάτων συνταξιοδότησης (private pension funds). Με δεδομένο, όμως, ότι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια είναι άμεσα συνδεδεμένα με την αρχή της κεφαλαιοποίησης και την έννοια της συλλογικής διαχείρισης, οι οποίες, κατά τη διάκριση των τριών πυλώνων, αποτελούν τα βασικά χαρακτηριστικά της επαγγελματικής ασφάλισης, ο όρος συνταξιοδοτικά κεφάλαια (pension funds) αποδίδει διεθνώς τα κεφάλαια που εξετάζονται στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα.

⁹⁴ Βλ. J. Yermo, Revised Taxonomy for Pension Plans, Pension Funds and Pension Entities, OECD, 2002, σελ.6

έχουν νόμιμο δικαίωμα στα περιουσιακά στοιχεία που το απαρτίζουν ή κάποια άλλη συμβατική αξίωση που συνδέεται με αυτά⁹⁵.

1.1.2 Χαρακτηριστικά συνταξιοδοτικών κεφαλαίων

Αν κάτι χαρακτηρίζει πρωτογενώς την έννοια της περιουσίας στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα είναι το σημαντικό μέγεθος των κεφαλαίων που την απαρτίζουν. Η σύμφυτη λειτουργία των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης με την αρχή της κεφαλαιακής συσσώρευσης συνεπάγεται, πράγματι, τη συγκέντρωση μεγάλου όγκου κεφαλαίων στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, τα οποία σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, ανέρχονταν, το 2018, σε περισσότερα από 27 τρισεκατομμύρια USD, αντιπροσωπεύοντας για τα κράτη μέλη του σημαντικό ποσοστό του ΑΕΠ⁹⁶.

Η αναγνώριση δικαιωμάτων των ασφαλισμένων επί των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι άμεση απόρροια του ιδιωτικού χαρακτήρα των συγκεκριμένων κεφαλαίων, όπως άλλωστε και των φορέων που τα διαχειρίζονται. Πράγματι, τα συγκεκριμένα κεφάλαια είτε αντιμετωπίζονται ευθέως ως ιδιωτική περιουσία των ασφαλισμένων και δικαιούχων παροχών⁹⁷, είτε ως περιουσία των φορέων που τη διαχειρίζονται, υπακούουν σε κανόνες ιδιωτικού δικαίου και έχουν ως επίκεντρο, πρωτίστως, την εξυπηρέτηση των ιδιωτικών συμφερόντων των ωφελούμενων προσώπων. Προς επίρρωση των ανωτέρω, αξίζει να αναφερθεί ότι σύμφωνα με τη νομολογία του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου (ΕΔΑΔ), η ευθεία ανταποδοτικότητα μεταξύ εισφορών και παροχών ενός συνταξιοδοτικού προγράμματος, επισύρει την εφαρμογή του άρθρου 1 του Πρώτου Πρόσθετου Πρωτοκόλλου της ΕΣΔΑ περί προστασίας της ιδιοκτησίας⁹⁸. Η σκέψη αυτή επαναλαμβάνεται σε πολλές σχετικές

⁹⁵ Στην κατηγοριοποίηση του ΟΟΣΑ περιλαμβάνονται και κεφάλαια που εντάσσονται στον τρίτο πυλώνα

⁹⁶ <https://www.oecd.org/finance/private-pensions/Pension-Funds-in-Figures-2019.pdf> Στα αριθμητικά αυτά μεγέθη περιλαμβάνονται κεφάλαια που προορίζονται συλλήβδην για ιδιωτικές συμπληρωματικές συντάξεις. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, σε ορισμένες χώρες, όπως η Ελβετία και η Ισλανδία, τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια ξεπερνούν το 100% του Α.Ε.Π

⁹⁷ Το χαρακτηριστικό αυτό είχε αναγνωρίσει και ο Έλληνας νομοθέτης, ήδη πριν τη θεσμοθέτηση των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης, αφού στο άρθρο 8 του πδ 1/1990 προβλέπεται ότι «Για τα δικαιώματα από τυχόν υφιστάμενα συστήματα επαγγελματικής ή διεπαγγελματικής ασφάλισης είτε με μορφή ομαδικού προγράμματος σε ασφαλιστική επιχείρηση, είτε με μορφή λογαριασμού που λειτουργεί στα πλαίσια της επιχείρησης, είτε με μορφή ομαδικού προγράμματος σε ιδιωτικό συνταξιοδοτικό ταμείο (PRIVATE PENSION FUND), σε περίπτωση αφερεγγυότητας του εργοδότη ισχύουν τα ακόλουθα: Τα υφιστάμενα, κατά το χρόνο αφερεγγυότητας του εργοδότη, συνταξιοδοτικά κεφάλαια με τη μορφή είτε μαθηματικού αποθέματος, είτε λογαριασμού συνταξιοδοτικών κεφαλαίων ανήκουν στους εργαζόμενους (...)».

⁹⁸ Σύμφωνα με το άρθρο 1 του ΠΠΠ της ΕΣΔΑ «Παν φυσικόν ή νομικόν πρόσωπον δικαιούται σεβασμού της περιουσίας του. Ουδείς δύναται να στερηθή της ιδιοκτησίας αυτού ειμή δια λόγους δημοσίας ωφελείας και υπό τους προβλεπομένους, υπό του νόμου και των γενικών αρχών του διεθνούς δικαίου όρους. Αι προαναφερόμεναι διατάξεις δεν θίγουν το δικαίωμα παντός κράτους

αποφάσεις⁹⁹, κυρίως στο πλαίσιο παροχών του πρώτου πυλώνα, αποτελεί ωστόσο ασφαλές επιχείρημα υπέρ της αναγνώρισης δικαιωμάτων ιδιωτικού δικαίου στα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια¹⁰⁰.

Η αναγνώριση συγκεκριμένων δικαιωμάτων κυριότητας των ασφαλισμένων στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, συνεπάγεται, περαιτέρω, ότι τα επιμέρους περιουσιακά στοιχεία που τα απαρτίζουν (αλλιώς ενεργητικό), αντιστοιχίζονται με συγκεκριμένες υποχρεώσεις (αλλιώς παθητικό ή τεχνικές προβλέψεις)¹⁰¹. Τούτο επιδρά με τη σειρά του στον τρόπο αποτίμησης των οικείων μεγεθών, αφού η μεθοδολογία μέτρησης των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να επιλεγεί με βάση τη μεθοδολογία μέτρησης των υποχρεώσεων¹⁰². Ως εκ τούτου, η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων που εξετάζονται στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα βασίζεται κυρίως σε αναλογιστικές μελέτες, στις λαμβάνονται υπόψη μία σειρά από στοιχεία που δεν λαμβάνονται υπόψη για την αποτίμηση άλλου είδους κεφαλαίων, και ιδίως πίνακες θνησιμότητας και παραδοχές σχετικά με τις αποδόσεις των επενδύσεων¹⁰³.

1.2 Η αποτελεσματική διαχείριση της περιουσίας των φορέων που γίνονται αποδέκτες κεφαλαίων ως συνάρτηση δύο βασικών παραγόντων: Σύστημα διακυβέρνησης και επενδυτικοί κανόνες

1.2.1 Διακυβέρνηση και διαχείριση περιουσίας

Τόσο οι απαιτήσεις διακυβέρνησης όσο και το επενδυτικό κανονιστικό πλαίσιο είναι εξαιρετικά ευρεία αντικείμενα, τα οποία μπορούν να εξετασθούν από πολλές πλευρές. Οι απαιτήσεις διακυβέρνησης θεωρούνται γενικά ένα

όπως θέσει εν ισχύι νόμους ους ήθελε κρίνει αναγκαίον προς ρύθμισιν της χρήσεως αγαθών συμφώνως προς το δημόσιον συμφέρον ή προς εξασφάλισιν της καταβολής φόρων ή άλλων εισφορών ή προστίμων».

⁹⁹ Müller v. Austria, Commission decision, p. 49, G. v. Austria, Commission decision, p. 86; Kleine Staarman v. the Netherlands, Commission decision, p. 166. Σχετικά με την προστασία του συνταξιοδοτικού μεριδίου του ασφαλισμένου ως περιουσιακού στοιχείου . J.- R. White, The European Convention on Human Rights, second edition, Oxford University Press, 1996, σελ. 248 και 249

¹⁰⁰ Την άποψη αυτή υποστηρίζει και ο Α. Στεργίου, Δίκαιο κοινωνικής ασφάλισης, ό.α, σελ. 142, όπου αναφέρεται ότι οι παροχές των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης προστατεύονται ως περιουσία σύμφωνα με το άρθρο 1 ΠΠΠ της ΕΣΔΑ

¹⁰¹ Η χρήση του όρου παθητικό (liability) για τα συνταξιοδοτικά ταμεία δεν θεωρείται δόκιμη, καθώς σύμφωνα με την κρατούσα γνώμη, τα συνταξιοδοτικά ταμεία δεν έχουν παθητικό με την παραδοσιακή λογιστική ή συμβατική έννοια του όρου. Για τον λόγο αυτό, προτιμητέα είναι η ορολογία των τεχνικών προβλέψεων

¹⁰² Υπάρχουν διάφορες μέθοδοι με τους οποίους μπορεί να εκτιμηθεί το χαρτοφυλάκιο των στοιχείων του ενεργητικού ενός συνταξιοδοτικού ταμείου, όπως η Λογιστική Αξία (Book Value), η Τρέχουσα Αξία Αγοράς (Market Value) και η Αναλογιστική Αξία (Actuarial Value)

¹⁰³ P. E. Davis, Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds, OECD, 2001.

ποιοτικής φύσης εργαλείο για την αποτελεσματική διαχείριση των συνταξιοδοτικών και κάθε είδους κεφαλαίων, αντιπαραβαλλόμενο από τυχόν προβλεπόμενες ποσοτικές ή κεφαλαιακές απαιτήσεις. Πέραν των πολλών πλεονεκτημάτων μπορεί να έχει ένα καλά δομημένο σύστημα διακυβέρνησης, η ενίσχυση των απαιτήσεων διακυβέρνησης έχει κριθεί ότι σχετίζεται άμεσα με την οικονομική απόδοση των συνταξιοδοτικών φορέων, έχοντας ευεργετικά αποτελέσματα για τις παροχές των δικαιούχων¹⁰⁴. Στην έννοια της διακυβέρνησης ενός συνταξιοδοτικού φορέα εντάσσονται πολλές λειτουργίες, οι οποίες επιδρούν, άμεσα ή έμμεσα, στο σύνολο των δραστηριοτήτων του, και ειδικότερα ο τρόπος που αυτός διοικείται, οι σχέσεις μεταξύ των διαφορετικών οργάνων αλλά και οι διαδικασίες ελέγχου¹⁰⁵. Σύμφωνα με τον ορισμό που περιέχεται στην Πράσινη βίβλο για επαρκή, βιώσιμα και ασφαλή ευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά συστήματα, «*διακυβέρνηση (των συνταξιοδοτικών ταμείων) είναι η λειτουργία και η εποπτεία ενός συνταξιοδοτικού ταμείου. Ο φορέας διακυβέρνησης είναι αρμόδιος για τη διαχείριση του ταμείου, αλλά μπορεί να απασχολεί και άλλους ειδικούς, όπως αναλογιστές, θεματοφύλακες, συμβούλους, διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων και άλλους συμβούλους, για την εκτέλεση συγκεκριμένων επιχειρησιακών καθηκόντων ή για την παροχή συμβουλών στον διαχειριστή ή στον φορέα διακυβέρνησης του συστήματος*», ενώ στο άρθρο 21 της IORP II προβλέπεται σχετικά ότι το σύστημα διακυβέρνησης περιλαμβάνει κατάλληλη και διαφανή οργανωτική δομή, με σαφή κατανομή και ορθό διαχωρισμό αρμοδιοτήτων, καθώς και αποτελεσματικό σύστημα διασφάλισης της διαβίβασης πληροφοριών. Αντίστοιχη πρόβλεψη υπάρχει και στη Solvency II, σύμφωνα με την οποία το σύστημα διακυβέρνησης περιλαμβάνει αρμοδιότητες διαχείρισης κινδύνου, συμμόρφωσης, εσωτερικού λογιστικού ελέγχου και αναλογιστικής (σκέψη 30).

Από τα παραπάνω είναι εμφανές ότι η διακυβέρνηση αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της προληπτικής εποπτείας, και συνεχεται με το σύνολο σχεδόν των επιμέρους λειτουργιών των επαγγελματικών ταμείων. Για τις ανάγκες της παρούσας, ωστόσο, το σύστημα διακυβέρνησης θα εξετασθεί υπό το πρίσμα των προσώπων ή οργάνων που είναι αρμόδια για τη λήψη, την εκτέλεση και τον έλεγχο των στρατηγικών αποφάσεων της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων. Η εξέταση των βασικών χαρακτηριστικών και των κινδύνων που συνέχονται με τα εν λόγω πρόσωπα και όργανα, αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την κατανόηση του θεσμικού πλαισίου που θα εκτεθεί στη συνέχεια, καθώς και για την εξαγωγή συμπερασμάτων περί του κατά πόσον η εφαρμογή διαφορετικών διατάξεων

¹⁰⁴ πρβλ F. Stewart, J. Yermo, Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD, 2008

¹⁰⁵ Για περισσότερες πληροφορίες σε σχέση με τη διακυβέρνηση των συνταξιοδοτικών ταμείων βλ. J. Evans, M. Orszag, J. Piggott, Pension Fund Governance: A Global Perspective on Financial Regulation, Edward Elgar Pub, 2008

συνεπάγεται τελικά διαφοροποίηση των απαιτήσεων στις οποίες αυτά υπόκεινται κατά την άσκηση των συναφών αρμοδιοτήτων.

Από την άλλη, η διαχείριση κεφαλαίων και εν γένει περιουσιακών στοιχείων αποτελεί βασικό πυρήνα των δραστηριοτήτων των επαγγελματικών ταμείων, όπως και κάθε φορέα που λειτουργεί με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα. Προκειμένου να καταστεί δυνατή η καταβολή των υπεσχημένων παροχών από τα επαγγελματικά ταμεία, αυτά πρέπει να προβλέπουν με ακρίβεια τις μελλοντικές υποχρεώσεις τους και να διασφαλίζουν ότι οι επενδύσεις των αποταμιεύσεων θα καλύψουν τους σχετικούς μελλοντικούς κινδύνους. Ο τρόπος με τον οποίο τα ταμεία διαχειρίζονται τις αποταμιεύσεις των μελλοντικών συνταξιούχων, είναι, συνεπώς, άμεσα συναρτώμενος με την καταβολή ασφαλών συνταξιοδοτικών παροχών, και, συναφώς, με την επιτυχία του ίδιου θεσμού της επαγγελματικής ασφάλισης. Ταυτόχρονα, οι επενδύσεις των επαγγελματικών ταμείων σε μεγάλο εύρος χρηματοπιστωτικών προϊόντων και δραστηριοτήτων αποδεικνύουν το οικονομικό και κοινωνικό δυναμικό του κλάδου της επαγγελματικής ασφάλισης για την ανάπτυξη παραγωγικών δομών, αλλά και υποδομών της οικονομίας που ευνοούν την οικονομική και κοινωνική ευημερία σε παγκόσμια κλίμακα.

Όπως έχει ήδη σημειωθεί, η κεφαλαιοποιητική μέθοδος χρηματοδότησης στηρίζεται στις δυνάμεις της αγοράς, η αλληλεπίδραση με την οποία αποτελεί καθοριστικό στοιχείο της διαχείρισης των οικείων κεφαλαίων. Η σωστή διαχείριση, όσον αφορά στις επενδύσεις των αποταμιεύσεων, επιβάλλεται επομένως από το ίδιο το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, το οποίο για το λόγο αυτό περιχαρακώνεται με αυστηρούς επενδυτικούς κανόνες λειτουργίας. Οι εκάστοτε προβλεπόμενοι κανόνες επηρεάζουν καθοριστικά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου επενδύσεων των επαγγελματικών ταμείων, θέτοντας συγκεκριμένες ποιοτικές και ποσοτικές απαιτήσεις που πρέπει να τηρούνται κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Η αποτελεσματικότητα των κανόνων αυτών, βέβαια, προϋποθέτει ένα αντίστοιχα αποτελεσματικό σύστημα οργάνωσης, που να μπορεί να υποστηρίξει τη συνεπή εφαρμογή τους, και ως εκ τούτου η αναβάθμιση του κανονιστικού πλαισίου των επενδύσεων διέρχεται υποχρεωτικά από αυξημένες απαιτήσεις διακυβέρνησης.

1.2.2 Η επενδυτική λειτουργία

Με τον όρο «επένδυση» νοείται η τοποθέτηση οικονομικών πλεονασμάτων φυσικών ή νομικών προσώπων σε κινητές αξίες και γενικά σε χρηματοοικονομικά προϊόντα¹⁰⁶. Οι επενδύσεις των επαγγελματικών ταμείων είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων, και ιδίως των σκοπών που καλούνται

¹⁰⁶ Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, 2η έκδ., 2010, σελ.15

εκπληρώσουν, αλλά και της ευελιξίας που έχουν κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Αν στόχος της διακυβέρνησης είναι η εν γένει χρηστή διοίκηση, στόχος της επενδυτικής λειτουργίας (investment function) είναι η διενέργεια επενδύσεων που θα αποφέρουν τις υψηλότερες αποδόσεις σύμφωνα με τις υποχρεώσεις και την ανάγκες ρευστότητας του συνταξιοδοτικού προγράμματος, και πάντοτε υπό το πρίσμα της ανοχής κινδύνου των μελών¹⁰⁷.

Ο ειδικότερος τρόπος τοποθέτησης, δηλαδή η στρατηγική με την οποία ο φορέας αποφασίζει να κατανείμει τα περιουσιακά του στοιχεία, καθώς και οι βασικές στοχεύσεις των τοποθετήσεων, με την έννοια των αποτελεσμάτων που σκοπεύει να επιτύχει μέσω αυτών, αποτυπώνονται στην επενδυτική πολιτική. Η επενδυτική πολιτική αποτελεί, συνεπώς, από τα πιο κρίσιμα πληροφοριακά έγγραφα των συνταξιοδοτικών φορέων, οι οποίοι πρέπει να διασφαλίζουν τη μεγαλύτερη δυνατή αξιοπιστία των εμπεριεχόμενων πληροφοριών. Η επενδυτική πολιτική, πρέπει, επίσης, να αντανakλά τις ειδικότερες ανάγκες κάθε επαγγελματικού ταμείου (ή και προγράμματος), λαμβάνοντας μέριμνα για την επαρκή διασπορά των κινδύνων, την κάλυψη των αναγκών ρευστότητας ανάλογα με την ωριμότητα των συνταξιοδοτικών δικαιωμάτων, αλλά και πολλά ακόμα ειδικότερα στοιχεία, τα οποία συνεκτιμώνται τόσο κατά τον αρχικό σχεδιασμό της όσο και στο πλαίσιο κάθε αναθεώρησής¹⁰⁸. Όλα τα παραπάνω, σε συνδυασμό με τους κινδύνους της αγοράς, που εξ ορισμού συνοδεύουν τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα, όπως ειδικότερα θα αναπτυχθεί στη συνέχεια, συντείνουν στη διαμόρφωση σύνθετων επενδυτικών πολιτικών, και τοποθετούν τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων (asset management) στο επίκεντρο των κανονιστικών ρυθμίσεων.

Υπό τα ανωτέρω δεδομένα, θα εξεταστούν οι παράγοντες που επιδρούν στη διαμόρφωση των επενδυτικών χαρτοφυλακίων των επαγγελματικών ταμείων, και αντίστοιχα οι κίνδυνοι που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη λήψη των σχετικών αποφάσεων. Οι παράγοντες αυτοί συνίστανται αφενός στους εγγενείς σκοπούς και χαρακτηριστικά των επαγγελματικών ταμείων, αφετέρου στον τρόπο που ο εκάστοτε νομοθέτης επιλέγει να επέμβει στην επενδυτική τους πολιτική, μέσω της επιβολής ποιοτικών ή/και ποσοτικών απαιτήσεων. Διά μέσου της σχετικής ανάλυσης, καθίσταται δυνατή η κατανόηση του τρόπου με τον οποίο οι επενδυτικοί κανόνες των τριών υπό εξέταση Οδηγιών καθορίζουν την εν γένει διαχείριση της περιουσίας των επαγγελματικών ταμείων.

¹⁰⁷ OECD, Guidelines on Pension Fund Asset Management, 2006

¹⁰⁸ OECD, Guidelines on Pension Fund Asset Management, σελ.10

Ενότητα 2. Διακυβέρνηση επαγγελματικών ταμείων: Όργανα λήψης αποφάσεων

2.1 Διοικητικό όργανο

2.1.1 Μορφές Διοικητικών Οργάνων

Ανάλογα με τη νομική μορφή υπό την οποία ιδρύεται ένα επαγγελματικό ταμείο, το διοικητικό όργανο μπορεί να έχει την μορφή διοικητικού συμβουλίου, διαχειριστικής επιτροπής, board of trustees κ.ά. Το διοικητικό όργανο είναι το αποφασιστικό όργανο του φορέα, το οποίο φέρει και την τελική ευθύνη για την ορθή και σύννομη λειτουργία του¹⁰⁹. Πιο συγκεκριμένα, το διοικητικό όργανο είναι αρμόδιο για τη λήψη όλων των στρατηγικών αποφάσεων που αφορούν τον φορέα¹¹⁰, ενώ ειδικά όσον αφορά στα ειδικότερα ζητήματα της διαχείρισης της περιουσίας, το διοικητικό όργανο είναι αυτό που καθορίζει την επενδυτική πολιτική, αποφασίζει για τη στρατηγική κατανομή των περιουσιακών στοιχείων, επιλέγει τον διαχειριστή επενδύσεων κ.ά. Στην περίπτωση των κεφαλαίων χωρίς νομική προσωπικότητα το διοικητικό όργανο ταυτίζεται με το διοικητικό όργανο του φορέα που τα διαχειρίζεται, γεγονός που επισύρει και την αντίστοιχη εφαρμογή των απαιτήσεων διακυβέρνησης του συγκεκριμένου φορέα¹¹¹.

Η πλειονότητα των διοικητικών οργάνων των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων είναι συλλογικά, και τούτο ανεξαρτήτως της ίδρυσής τους ως ξεχωριστών νομικών προσώπων, με σαφή οργανωτική και ιεραρχική δομή, ή ως ομάδων περιουσίας χωρίς νομική προσωπικότητα. Η συλλογικότητα, θεωρείται, πράγματι, ότι ανταποκρίνεται καλύτερα στις σύνθετες λειτουργίες που καλείται να επιτελέσει ένας συνταξιοδοτικός φορέας, η διοίκηση του οποίου απαιτεί τη σύνθεση διαφορετικών και πολυεπίπεδων

¹⁰⁹ Το διοικητικό όργανο των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων, αποτελεί έτσι, το αντίστοιχο διοικητικό συμβούλιο των εμπορικών επιχειρήσεων, το οποίο έχει την τελική ευθύνη για την προστασία των δικαιωμάτων μετόχων, βλ. σχετικά J. Ashcroft, J. Yermo and F. Stewart, Regulatory and supervisory context for occupational pension provision, στο συλλογικό Paul Thornton and Donald Fleming, Good governance for pension schemes, Cambridge University Press, 2011, σελ. 8

¹¹⁰ Στις στρατηγικές αποφάσεις, περιλαμβάνονται κάθε είδους αποφάσεις που καθορίζουν τη λειτουργία του φορέα, όπως η επενδυτική πολιτική, η πολιτική διαχείρισης κινδύνων, η πολιτική χρηματοδότησης, η επίβλεψη της οργάνωσης του φορέα προκειμένου να διασφαλίζεται η επίτευξη των υποχρεώσεων που έχουν αναληφθεί, η επιλογή του εκτελεστικού προσωπικού και των εξωτερικών παρόχων υπηρεσιών και η διασφάλιση της σύννομης και σύμφωνης με το ισχύον ρυθμιστικό καθεστώς λειτουργίας του φορέα.

¹¹¹ Στο παράδειγμα της διαχείρισης ενός επαγγελματικού συνταξιοδοτικού ταμείου χωρίς νομική προσωπικότητα από ασφαλιστική επιχείρηση, το διοικητικό όργανο της ασφαλιστικής επιχείρησης είναι και το διοικητικό όργανο του υπό διαχείριση ταμείου.

γνώσεων, αλλά τη σύζευξη των διαφορετικών επιμέρους αντιλήψεων και συμφερόντων¹¹².

Εκτός από τις μονιστικές μορφές διακυβέρνησης, δηλαδή αυτές που συνίστανται στην πρόβλεψη ενός διοικητικού οργάνου (one-tier board structure), συνήθεις, είναι και δυαδικές μορφές διακυβέρνησης (two-tier board structure), δηλαδή μορφές διακυβέρνησης με δύο διακριτά όργανα στο ίδιο επίπεδο ιεραρχίας. Τα όργανα αυτά λαμβάνουν συνήθως τη μορφή διοικητικού και εποπτικού συμβουλίου, και έχουν τις αντίστοιχες αρμοδιότητες. Με άλλα λόγια, το διοικητικό συμβούλιο είναι υπεύθυνο για την καθημερινή διοίκηση του φορέα, ενώ το εποπτικό συμβούλιο είναι επιφορτισμένο κυρίως με αρμοδιότητες ελέγχου. Δεν λείπουν, βέβαια, οι περιπτώσεις που το εποπτικό συμβούλιο έχει και επιπρόσθετες ουσιαστικές αρμοδιότητες.

2.1.2 Σύνθεση διοικητικού οργάνου

Όπως και η μορφή, έτσι και η σύνθεση των διοικητικών οργάνων των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παρουσιάζει διάφορες επιμέρους εκδοχές, οι οποίες εξειδικεύονται στη σύμβαση που διέπει τον εκάστοτε φορέα. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων, τα μέλη του διοικητικού οργάνου επιλέγονται από τους εργοδότες ή/και τους εργαζομένους που χρηματοδοτούν το φορέα, και η αναλογία των εκπροσώπων των δύο πλευρών είναι συνήθως ισομερής¹¹³. Η συμμετοχή των κοινωνικών εταίρων στη διοίκηση των επαγγελματικών φορέων συνταξιοδότησης, είναι ένα πολύ σημαντικό χαρακτηριστικό του δεύτερου πυλώνα και έχει διαφορετικά χαρακτηριστικά από την αντίστοιχη συμμετοχή των συγκεκριμένων ομάδων στους δημόσιους φορείς συνταξιοδότησης, αφού στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, οι εργοδότες και εργαζόμενοι, ή εκπρόσωποι αυτών, συμμετέχουν στη διοίκηση οργανισμών τους οποίους οι ίδιοι έχουν ιδρύσει¹¹⁴. Συναφώς, οι κοινωνικοί εταίροι έχουν καθοριστική επιρροή στη λήψη αποφάσεων που αφορούν τις οικείες εισφορές και παροχές, στοιχείο που δεν συναντάται στους δημόσιους φορείς συνταξιοδότησης, όπου ο ρόλος του κράτους στον σχεδιασμό των σχετικών πολιτικών είναι καταλυτικός. Επιπλέον, η εκπροσώπηση των εργαζομένων στη διοίκηση των επαγγελματικών ταμείων διασφαλίζει τη συνεκτίμηση των συμφερόντων των άμεσα ενδιαφερομένων, δηλαδή των

¹¹² G. Clark, R. Urwin, Best-practice pension fund governance, J Asset Manag 9, 2–21, 2008, σελ. 17, <https://doi.org/10.1057/jam.2008.1>

¹¹³ F. Stewart and J. Yermo, Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD Publishing, Paris, 2008, σελ. 15

¹¹⁴ Αξιοσημείωτο είναι ότι τα πρώτα επαγγελματικά συστήματα συνταξιοδότησης ιδρύθηκαν από εργοδότες, ενώ προηγήθηκαν πολλές φορές από τα δημόσια συστήματα συνταξιοδότησης, πρβλ. J.-J. Gollier, Private Pensions: Regulatory Issues, Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies, Book 2 Part 2:1) d, OECD, 2000, σελ. 68 με τις εκεί παραπομπές του συγγραφέα

δικαιούχων και εν δυνάμει δικαιούχων παροχών, κατά τη λήψη κάθε είδους αποφάσεων από τα αποφασιστικά όργανα του φορέα.

Σε ορισμένες έννομες τάξεις προβλέπεται, επίσης, διάκριση των μελών του διοικητικού οργάνου σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά κατά τα ισχύοντα σε άλλους χρηματοοικονομικούς φορείς. Αντίστοιχα, διακρίνονται και οι αρμοδιότητες που ασκούνται από την κάθε κατηγορία μελών, αφού τα μεν εκτελεστικά μέλη είναι αρμόδια για την λήψη αποφάσεων που αφορούν τη στρατηγική κατεύθυνση του φορέα, την καθημερινή του διαχείριση και την εν γένει διοικητική οργάνωση, ενώ τα μη εκτελεστικά μέλη, έχουν κυρίως την αρμοδιότητα να ελέγχουν την ορθή λειτουργία κάθε επιμέρους δραστηριότητας του επαγγελματικού ταμείου, να εγκρίνουν την επενδυτική πολιτική, μεριμνώντας για τη διασφάλιση των συμφερόντων των μελών και δικαιούχων¹¹⁵. Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι στους επαγγελματικούς συνταξιοδοτικούς φορείς όπου υφίσταται διάκριση μεταξύ εκτελεστικών και μη εκτελεστικών μελών, οι κοινωνικοί εταίροι καταλαμβάνουν συνήθως τις θέσεις των μη εκτελεστικών μελών¹¹⁶.

2.2 *Επικουρικά και εκτελεστικά όργανα*

Εκτός από τα αποφασιστικά όργανα, η διαχείριση της περιουσίας των συνταξιοδοτικών φορέων διέρχεται υποχρεωτικά από πολλά επικουρικά όργανα, χωρίς την ενεργή συμμετοχή των οποίων θα καθίστατο αδύνατη η ολοκλήρωση των σχετικών διαδικασιών¹¹⁷. Ειδικά η χάραξη της επενδυτικής πολιτικής ενός συνταξιοδοτικού κεφαλαίου, προϋποθέτει ιδιαίτερα εξειδικευμένες γνώσεις και οφείλει να λάβει υπόψη μια σειρά ετερόκλητων παραγόντων που σχετίζονται με τα χαρακτηριστικά των επενδυτικών προϊόντων, τις τάσεις στις εγχώριες και διεθνείς αγορές κ.ά. Για τους λόγους αυτούς, ακόμα και στις έννομες τάξεις στις οποίες στο αρμόδιο όργανο συμμετέχουν τεχνοκράτες και επαγγελματίες της αγοράς, προβλέπονται επιπλέον και ειδικές επενδυτικές επιτροπές, οι οποίες είναι υπεύθυνες για την εξειδίκευση της επενδυτικής πολιτικής, την εποπτεία της πορείας των επενδύσεων, αλλά και την αξιολόγηση των προσώπων (νομικών ή φυσικών)

¹¹⁵ πρβλ ΕΙΟΠΑ, OPSG Discussion Paper on Occupational Pension Scheme Governance, 2013 σελ.5 επ

¹¹⁶ Για παράδειγμα στην Πορτογαλία, οι μη εκτελεστικές αρμοδιότητες ασκούνται από εποπτική επιτροπή (Monitoring Committee) στην οποία συμμετέχουν εκπρόσωποι των εργοδοτών και των εργαζομένων. Για περισσότερες πληροφορίες για το σύστημα διακυβέρνησης των πορτογαλικών επαγγελματικών ταμείων, βλ. OECD, Pension Country Profile: Portugal, 2008

¹¹⁷ Πρβλ. The Pensions Regulator, A guide to Investment governance, 2019, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.thepensionsregulator.gov.uk/-/media/thepensionsregulator/files/import/pdf/dc-investment-guide.ashx>

στα οποία ανατίθεται η εν στενή εννοία διαχείριση της περιουσίας του φορέα¹¹⁸. Βέβαια, ο ρόλος των προσώπων που συνδράμουν στη διαμόρφωση των στρατηγικών επενδυτικών αποφάσεων παραμένει σε κάθε περίπτωση συμβουλευτικός, αφού την τελική ευθύνη υιοθέτησης μίας συγκεκριμένης επενδυτικής πολιτικής φέρουν τα πρόσωπα στα οποία έχει εναποτεθεί θεσμικά η διαχείριση των οικείων κεφαλαίων.

Η παρουσία επικουρικών οργάνων είναι ακόμα πιο έντονη κατά το στάδιο της εν στενή εννοίας διαχείρισης της περιουσίας, και ιδίως της εκτέλεσης των στρατηγικών επενδυτικών αποφάσεων που έχουν ληφθεί από τα αρμόδια διοικητικά όργανα. Η εκχώρηση των εκτελεστικών αρμοδιοτήτων, αποδεδειγμένα το διοικητικό όργανο από την εμπλοκή του σε εσωτερικές διαδικασίες μικροδιαχείρισης (micromanagement), διασφαλίζοντας ταυτόχρονα την εκτέλεση των στρατηγικών αποφάσεων του οργάνου από πρόσωπα που διαθέτουν τις απαιτούμενες γνώσεις για τη βέλτιστη εξειδίκευση των εν λόγω αποφάσεων.

Η εφαρμογή και υλοποίηση των στρατηγικών αποφάσεων ανατίθεται συνήθως σε εκτελεστικό όργανο (executive manager), μονοπρόσωπο ή συλλογικό, το οποίο, όπως και τα υπόλοιπα επικουρικά όργανα, μπορεί να είναι ενταγμένο στην οργανωτική δομή του φορέα (εσωτερική διαχείριση) ή να είναι εξωτερικό (εξωτερική διαχείριση). Το όργανο αυτό είναι ένα από εκείνα που πραγματικά διευθύνουν (effectively run) το φορέα και έχει πολύ ουσιαστικές αρμοδιότητες για το σύνολο των λειτουργιών του, ενώ παράλληλα αποτελεί τον σύνδεσμο μεταξύ των ιεραρχικά κατώτερων οργάνων και του διοικητικού οργάνου στο οποίο και αναφέρεται. Το εκτελεστικό όργανο μπορεί, μάλιστα, να συμβάλει και στην εξειδίκευση των αποφάσεων του διοικητικού οργάνου, αποτελώντας έτσι καθοριστικό παράγοντα για τον τρόπο υλοποίησης της εκάστοτε τιθέμενης στρατηγικής, για τον λόγο αυτό συνήθως υπόκειται σε αντίστοιχες προϋποθέσεις καταλληλότητας με αυτές των μελών του διοικητικού οργάνου.

Μέρος της εκτελεστικής διαχείρισης και κομβική για τις ανάγκες της παρούσας, είναι και η διαχείριση των επενδύσεων (asset management). Λόγω της ιδιαίτερης σημασίας της διαχείρισης των επενδύσεων για τους συνταξιοδοτικούς φορείς, η συγκεκριμένη λειτουργία ανατίθεται σε ξεχωριστά όργανα (asset managers), τα οποία μπορεί να αποτελούν μέρος της εσωτερικής διάρθρωσης του φορέα ή να είναι εξωτερικοί πάροχοι υπηρεσιών διαχείρισης επενδύσεων¹¹⁹. Αξίζει να σημειωθεί ότι αύξηση των εξωτερικών αναθέσεων βαίνει παράλληλα με τις συνεχώς αυξανόμενες ανάγκες των

¹¹⁸ Ο υποχρεωτικός διορισμός επενδυτικής επιτροπής έχει προβλεφθεί και στο εθνικό δίκαιο, ήδη με τη με αριθμ. Φ.51010/οικ.19976/861/10.10.2014 απόφαση του Υπουργού Εργασίας, Κοινωνικής Ασφάλισης και Πρόνοιας (ήδη Υπουργού Εργασίας και Κοινωνικών Υποθέσεων) για την «Έκδοση Κανονισμού Δεοντολογίας και Καλών Πρακτικών λειτουργίας των Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης»

¹¹⁹ D. Staňko, B. Z. Ásgrímsson, Supervision of pension investment management, including non-traditional investment, IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision, No.29, 2017

χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών φορέων και αποτελεί αναντίρρητα απόρροια των σύγχρονων πολύπλοκων απαιτήσεων της κεφαλαιαγοράς.

2.3 Κίνδυνοι σχετικά με τη διακυβέρνηση των συνταξιοδοτικών φορέων

Παρά το γεγονός ότι το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης δεν αποδόθηκε ευθέως στα ελλείμματα διακυβέρνησης, η αυστηροποίηση των απαιτήσεων προληπτικής εποπτείας, που ακολούθησε την κρίση, συμπαρέσυρε, και τις απαιτήσεις διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών φορέων, αφού, θεωρήθηκε-και ευλόγως- ότι οι αδύναμοι εποπτικοί μηχανισμοί είχαν ως αποτέλεσμα την υπερβολική ανάληψη κινδύνων εκ μέρους των χρηματοπιστωτικών φορέων¹²⁰. Για τον λόγο αυτό, η αναβάθμιση των απαιτήσεων διακυβέρνησης, και ιδίως αυτών που αφορούν τα πρόσωπα με αποφασιστικές αρμοδιότητες, είναι παραπάνω από εμφανής σε όλα τα θεσμικά κείμενα που θεσπίστηκαν σε συνέχεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης¹²¹. Οι κίνδυνοι που σχετίζονται με πρόσωπα που διοικούν και γενικά διαχειρίζονται τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια, θα μπορούσαν να ομαδοποιηθούν σε αυτούς που αφορούν στη διοικητική και λειτουργική τους ανεξαρτησία, και σε αυτούς που αφορούν την επάρκειά τους να λαμβάνουν τις κατάλληλες αποφάσεις.

Ένας από τους βασικούς κινδύνους που σχετίζεται με τη διακυβέρνηση των χρηματοοικονομικών φορέων γενικότερα είναι αυτός που ανακύπτει λόγω του χωρισμού της διοίκησης και των δικαιούχων. Το πρόβλημα αυτό, το οποίο συναντάται συνήθως ως «principal and agent theory», συνίσταται στη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ κυρίου της επιχείρησης (principal) και διοικητή (agent), και αφορά εξίσου τα συνταξιοδοτικά ταμεία, όπως και κάθε άλλο φορέα που δεν διοικείται από τους άμεσους κυρίους των κεφαλαίων υπό διαχείριση¹²². Η παραπάνω θεωρία βασίζεται στην παραδοχή ότι οι διοικούντες, χωρίς να φέρουν οι ίδιοι των κίνδυνο μείωσης της περιουσίας τους,

¹²⁰ European Commission, Green Paper, Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, COM (2010), 284 final, σελ. 2

¹²¹ Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στο προοίμιο της MiFID II (σκέψη 5) «Τα ρυθμιστικά όργανα σε διεθνές επίπεδο συμφωνούν ότι οι αδυναμίες της εταιρικής διακυβέρνησης σε ορισμένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς επίσης η απουσία ασφαλιστικών δικλίδων, έχουν αποτελέσει παράγοντα ο οποίος έχει συμβάλει στη χρηματοπιστωτική κρίση. Η υπέρμετρη και απερίσκεπτη ανάληψη κινδύνων μπορεί να οδηγήσει στη χρεοκοπία μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και σε συστημικά προβλήματα τόσο στα κράτη μέλη, όσο και παγκοσμίως. Η λανθασμένη διαχείριση των επιχειρήσεων που παρέχουν υπηρεσίες σε πελάτες μπορεί να αποβεί επιζήμια για τον επενδυτή και να οδηγήσει σε απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών»

¹²² Για το ζήτημα αυτό βλ.μεταξύ πολλών, B. M. Mitnick, Origin of the Theory of Agency: An Account By One of the Theory's Originators, 2019, R. Rees, The theory of principal and agent part I, Bulletin of economic research, 1985, αμφότερα διαθέσιμα στον ιστότοπο της Wiley Online Library

είναι πιο επιρρεπείς στο να αναλάβουν κινδύνους, επενδύοντας σε προϊόντα υψηλού ρίσκου, τα οποία δύνανται μεν να αποφέρουν υψηλές αποδόσεις, έχουν όμως, έντονες διακυμάνσεις και χαρακτηρίζονται από αυξημένες πιθανότητες να χαθεί μέρος του αρχικού κεφαλαίου. Η ανάληψη τέτοιων κινδύνων, αντιθέτως, δεν προκρίνεται από τους κυρίους των κεφαλαίων, το συμφέρον των οποίων συνίσταται πρωτίστως στη μη απώλεια των αποταμιεύσεών τους.

Η σύγκρουση συμφερόντων εκδηλώνεται σε ακόμα μεγαλύτερη διάσταση στους συνταξιοδοτικούς φορείς, όπου οι εισφέροντες τα κεφάλαια (χρηματοδοτούσες επιχειρήσεις ή/και εργαζόμενοι) δεν ταυτίζονται απαραίτητα με τα μέλη και τους δικαιούχους των παροχών. Είναι αλήθεια ότι οι εργοδότες και οι εργαζόμενοι συνήθως εκπροσωπούν διαφορετικά συμφέροντα. Η εκπροσώπηση των εργοδοτών και των εργαζομένων στη διοίκηση των φορέων του δεύτερου πυλώνα συνεπάγεται, έτσι, μία εγγενή σύγκρουση συμφερόντων στο επίπεδο της σύνθεσης του διοικητικού οργάνου, η οποία εξισορροπείται όμως σε μεγάλο βαθμό από την ίδιο το φαινόμενο της συνδιοίκησης. Πράγματι, η συνδιοίκηση των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων από τους χρηματοδότες και τα μέλη, συμβάλλει στην εξισορρόπηση των διαφορετικών και συχνά αντικρουόμενων συμφερόντων επιτρέπει την επίτευξη συμβιβασμών μεταξύ των δύο πλευρών, δεν δύναται, όμως, να αποτρέψει όλες τις καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων¹²³. Έτσι, για παράδειγμα, σε περιπτώσεις κεφαλαιακής ανεπάρκειας, το συμφέρον των εργαζομένων συνίσταται στην αύξηση των εισφορών εκ μέρους του εργοδότη, ενώ, αντιθέτως το συμφέρον του εργοδότη στην μείωση των χορηγούμενων παροχών. Στην ίδια προβληματική, αξίζει να σημειωθεί ότι όπως έχει διαπιστωθεί, όταν τα κεφάλαια των συνταξιοδοτικών φορέων προέρχονται κυρίως από εργοδότες, τότε επενδυτική πολιτική τείνει προς πιο επιθετικές δραστηριότητες. Αντιθέτως, όταν οι εργαζόμενοι εισφέρουν περισσότερο, τότε παρατηρούνται πιο συντηρητικές επενδυτικές πολιτικές, αντίστοιχες με το χαμηλό προφίλ κινδύνου των εισφοροδοτών¹²⁴.

Απολύτως συναφής με τα παραπάνω είναι ο κίνδυνος που πηγάζει από την επιρροή της χρηματοδοτούσας επιχείρησης (sponsoring undertaking) στην εν γένει διοίκηση και λήψη στρατηγικών αποφάσεων του φορέα¹²⁵. Παρά το γεγονός ότι οι επαγγελματικοί συνταξιοδοτικοί φορείς ιδρύονται συνήθως ξεχωριστά από τη χρηματοδοτούσα επιχείρηση, η συμμετοχή του εκάστοτε

¹²³ Ο Α.Στεργίου, στο Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, 2017, σελ 93 διαπιστώνει ότι «Τα TEA ενσαρκώνουν οργανωτικά την «κοινωνική δημοκρατία» (νέος κολεκτιβισμός), αφού ο νόμος εμπιστεύεται τη διοίκηση στους ίδιους τους ενδιαφερομένους. Έτσι, οι ασφαλισμένοι δοκιμάζουν ένα αίσθημα «οικειότητας» στα Ταμεία τους»

¹²⁴ L. Defau, L. De Moor, The impact of plan and sponsor characteristics on pension funds' asset allocation and currency diversification. J Asset Manag 19, 2018, σελ.27–37

¹²⁵ E. P. Davis, S. Grob and L. de Haan, Pension fund finance and sponsoring companies: empirical evidence on theoretical hypotheses, DNB Working Paper, διαθέσιμο στον ιστότοπο https://www.dnb.nl/binaries/Working%20Paper%20158_tcm46-167435.pdf

εισφοροδότη στη διοίκηση τους ελλοχεύει τον κίνδυνο χρησιμοποίησης των οικείων κεφαλαίων προς όφελος του ιδίου, με την έννοια της επανεπένδυσης των καταβαλλόμενων ποσών στην χρηματοδοτούσα επιχείρηση ή σε άλλες επιχειρήσεις με τις οποίες αυτή διατηρεί οικονομική σύνδεση. Ακόμα, όμως, και αν η χρηματοδοτούσα επιχείρηση-εργοδότης δεν συμμετέχει στη διοίκηση του φορέα, άμεσα ή μέσω εκπροσώπου, η χρηματοδότηση του τελευταίου αρκεί για ενδεχόμενη άσκηση πίεσης στο αρμόδιο διοικητικό όργανο. Η μετουσίωση του κινδύνου αυτού σε αξιομνημόνευτα οικονομικά σκάνδαλα, όπως αυτά των εταιρειών Enron και Maxwell, τα οποία είχαν ως αποτέλεσμα την απώλεια τεράστιων ποσών συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων εργαζομένων, οδήγησε στην υιοθέτηση σημαντικών μεταρρυθμίσεων για την αποφυγή επανάληψης παρόμοιων υποθέσεων¹²⁶.

Τέλος, δεν θα μπορούσε να παραλειφθεί ο κίνδυνος που συναρτάται με τα ελλείμματα προσόντων των διοικούντων προσώπων. Ο κίνδυνος τέτοιων ελλειμμάτων έχει εντοπιστεί σε όλους τους τομείς των χρηματαγορών, ωστόσο εκδηλώνεται με διαφορετική μορφή στους συνταξιοδοτικούς φορείς. Η σύνθεση των διοικητικών οργάνων στη βάση της εκπροσώπησης των κοινωνικών εταίρων, πέραν των πολλών πλεονεκτημάτων της, συνεπάγεται σημαντικούς κινδύνους ως προς την καταλληλότητα των διοικούντων να χειριστούν σύνθετα και εξειδικευμένα οικονομικά ζητήματα. Όπως είναι γνωστό, τα συμμετέχοντα μέλη τοποθετούνται συχνά λόγω της ιδιότητάς τους ως μέλη στην αντίστοιχη επαγγελματική ή συνδικαλιστική οργάνωση και όχι βάσει των γνώσεων σε συνταξιοδοτικά ζητήματα ή άλλων εχέγγυων καταλληλότητας¹²⁷. Γίνεται, επομένως, εύκολα αντιληπτό, ότι η διαχείριση των κινδύνων που αφορούν τα ελλείμματα καταλληλότητας απαιτεί διαφορετική προσέγγιση στους επαγγελματικούς συνταξιοδοτικούς φορείς σε σχέση με τους λοιπούς παράγοντες των χρηματαγορών, καθώς πρέπει επιπλέον να διασφαλιστεί ότι η θέσπιση αυστηρών προϋποθέσεων δεν οδηγεί σε κατ'ουσίαν αναίρεση της συμμετοχής των κοινωνικών εταίρων, το οποίο αποτελεί εγγενές χαρακτηριστικό των εν λόγω φορέων.

¹²⁶ Για τις υποθέσεις Enron και Maxwell, βλ. μεταξύ άλλων, R. Ellison, Pensions Law Reform after Maxwell: The possible Content of New Pensions Regulations Following the Maxwell Case, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 1 No. 3, 1993, σελ. 278-291, Protecting the Pensions of Working Americans: Lessons from the Enron Debacle : Hearing Before the Committee on Health, Education, Labor, and Pensions, United States Senate, One Hundred Seventh Congress, First Session, on Examining the Impact of the Collapse of Enron Corporation on Its 401(k) Pension Plan Investors and the Department of Labor's Role in Enforcement and Regulation Under the Employee Retirement Income Security Act (ERISA), Focusing on Related Pension Plan Reform Proposals, 2002, Τόμος 4

¹²⁷ Βλ. σχετικά Clark, R. Urwin, ό.α

Ενότητα 3. Οι επενδύσεις των επαγγελματικών ταμείων

Δεν θα ήταν υπερβολή να λεχθεί ότι η επιλογή κατάλληλων επενδυτικών μέσων είναι άμεσα συναρτώμενη με την ίδια την επιτυχία των επαγγελματικών συστημάτων¹²⁸. Κατά τη χάραξη της επενδυτικής πολιτικής των επαγγελματικών ταμείων λαμβάνονται υπόψη οι ευρύτεροι σκοποί του φορέα και το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο, με τρόπο ώστε να διασφαλίζεται η καταβολή των υποχρεώσεων (liabilities). Βασικό γνώρισμα των υποχρεώσεων των επαγγελματικών ταμείων, δηλαδή των συνταξιοδοτικών παροχών, είναι αναμφισβήτητο ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας τους και το χαμηλό όριο ανοχής των προσώπων στα οποία αφορούν. Εκτός, όμως, από την καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών, στους σκοπούς των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων περιλαμβάνονται ευρύτεροι οικονομικοί και κοινωνικοί σκοποί, οι οποίοι πρέπει να λαμβάνονται εξίσου υπόψη κατά τη χάραξη της επενδυτικής τους πολιτικής.

3.1. Γενικοί επενδυτικοί παράγοντες

3.1.1 Ευρύτεροι κοινωνικοί σκοποί

Σύμφωνα με όσα έχουν γίνει δεκτά, οι φορείς επαγγελματικής συνταξιοδότησης είναι χρηματοοικονομικοί φορείς κοινωνικού σκοπού. Χρηματοοικονομικοί είναι αρχικά διότι διαχειρίζονται κεφάλαια, αφετέρου διότι επιδιώκουν οικονομικούς σκοπούς, μεταξύ των οποίων η αποτελεσματική εκμετάλλευση κεφαλαίων για την καταβολή ασφαλών συνταξιοδοτικών παροχών¹²⁹. Συνακόλουθα, γνώμονας για τη διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής των συνταξιοδοτικών φορέων και την επιλογή των ειδικότερων επενδυτικών μέσων είναι, κατ'αρχήν, το ιδιωτικό οικονομικό συμφέρον των δικαιούχων, ήτοι η μεγιστοποίηση των αποδόσεων των υπό διαχείριση κεφαλαίων¹³⁰.

¹²⁸ Η παραδοχή αυτή γίνεται ευκολότερα αντιληπτή από ποσοτικοποιημένα παραδείγματα που αναφέρονται συχνά σε σχετικές μελέτες. Για λόγους πληρέστερης κατανόησης, θα μπορούσε να αναφερθεί το παράδειγμα μέλους συνταξιοδοτικού προγράμματος προκαθορισμένων εισφορών το οποίο εισφέρει 1000 ευρώ κατ'έτος, με μέσες αποδόσεις ποσοστού 5%, συγκεντρώνει, σε χρονικό ορίζοντα 40 ετών, ποσό ύψους 120.800,00 ευρώ, ενώ με αποδόσεις, ύψους 6%, στο ίδιο διάστημα συγκεντρώνει ποσό ίσο με 154.800,00. Το συγκεκριμένο παράδειγμα ενέχει, βέβαια, πολλά στοιχεία απλοποίησης, ωστόσο καταδεικνύει με σαφήνεια την άμεση συσχέτιση των επενδύσεων με το ύψος των καταβαλλόμενων συνταξιοδοτικών παροχών, βλ. I. Tonks, Pension Fund Management and Investment Performance, The Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income, Edited by Gordon L. Clark, Alicia H. Munnell, and J. Michael Orszag, 2006

¹²⁹ Πρβλ σκέψη 8 IORP II

¹³⁰ Η περιχαράκωση των δικαιωμάτων των ασφαλισμένων και συνταξιούχων, αναφέρεται, άλλωστε, ως πρωταρχικός σκοπός και των ίδιων των ιδρυμάτων επαγγελματικής συνταξιοδότησης, βλ. σκέψη 2 IORP II

Από την άλλη, όπως έχει τονιστεί σε πολλά σημεία της παρούσας, η επιδίωξη οικονομικών σκοπών συμβαδίζει, στην περίπτωση των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων, με την επιδίωξη ευρύτερων κοινωνικών σκοπών, οι οποίοι αντικατοπτρίζουν το γενικότερο κοινωνικό ρόλο της επαγγελματικής ασφάλισης¹³¹. Συχνά υποστηρίζεται ότι οι κοινωνικοί σκοποί των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων δεν αποτυπώνονται στην επενδυτική πολιτική και στα ειδικότερα επενδυτικά μέσα, αλλά εκδηλώνονται μέσω άλλων χαρακτηριστικών τους, όπως η συλλογική τους βάση, η αλληλεγγύη κατά τον τρόπο διανομής του τελικού προϊόντος, η μη αναγνώριση της δυνατότητας άρνησης των φορέων να συμβληθούν με πρόσωπα υψηλού ασφαλιστικού κινδύνου κ.ά.¹³². Αυτό δεν σημαίνει, βέβαια, ότι οι γενικότεροι κοινωνικοί σκοποί των συνταξιοδοτικών ταμείων δεν λαμβάνονται υπόψη κατά τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων, αλλά ότι αυτοί λειτουργούν συμπληρωματικά με τους οικονομικούς σκοπούς, και πάντως όχι σε βάρος της οικονομικής επίδοσης του φορέα¹³³. Με άλλα λόγια, οι κοινωνικοί σκοποί των επενδύσεων των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων τίθενται στην ουσία στην εξυπηρέτηση των οικονομικών επιδιώξεων, μεταχειριζόμενοι ως παράγοντας μείωσης του επενδυτικού κινδύνου με συγκεκριμένο οικονομικό αντίκρουσμα.

Είναι αλήθεια ότι η θεώρηση των κοινωνικών παραγόντων από οικονομικής πλευράς, έχει οδηγήσει τα τελευταία χρόνια, σε μία μεταβολή της αντίληψης για την σκοπιμότητα συμπερίληψής τους κατά τη διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής των χρηματοοικονομικών φορέων εν γένει, γεγονός που συμπαρασύρει και τους επαγγελματικούς συνταξιοδοτικούς φορείς. Άλλωστε, με δεδομένο τον κοινωνικό ρόλο των εν λόγω φορέων, δεν εκπλήσσει το γεγονός ότι ο αναπροσανατολισμός των επενδύσεων προς μέσα με θετικό κοινωνικό αντίκτυπο βρήκε πρόσφορο έδαφος στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα. Χαρακτηριστικό παράδειγμα του επανακαθορισμού των βέλτιστων επενδύσεων, υπό το πρίσμα ευρύτερων κοινωνικών σκοπών είναι η αξιολόγησή τους με βάση παράγοντες που σχετίζονται με την κοινωνία, το περιβάλλον και τις πρακτικές ορθής διακυβέρνησης, η οποία έχει πλέον αποτυπωθεί και σε θεσμικά κείμενα δεσμευτικού δικαίου¹³⁴. Οι κοινωνικοί παράγοντες σχετίζονται με ζητήματα όπως η ανισότητα, ο κοινωνικός αποκλεισμός, οι εργασιακές σχέσεις και η επένδυση στο ανθρώπινο κεφάλαιο,

¹³¹ Βλ. Α. Τσέτουρα, ό.π, σελ 26, όπου η συγγραφέας διατυπώνει την άποψη ότι ο νομοθέτης της ΕΕ φαίνεται να αναγνωρίζει έμμεσα μια τεκμαιρόμενη υπεροχή του κοινωνικού χαρακτήρα των Ι.Ε.Σ.Π έναντι των επιχειρηματικών/οικονομικών δραστηριοτήτων που μπορεί να αναπτύξουν.

¹³² Α.Στεργίου, Δίκαιο κοινωνικής ασφάλισης, ό.α, σελ, 137 επ

¹³³ Στην υπόθεση Cowan v Scargill (High Court, 1984), το βρετανικό δικαστήριο, με μια αρκετά αμφιλεγόμενη απόφαση, έκρινε ότι όταν σκοπός ενός καταπιστεύματος (trust) είναι η παροχή οικονομικών παροχών στους δικαιούχους, όπως είναι το συνήθως συμβαίνον, το συμφέρον (best interests) των δικαιούχων είναι κατά κανόνα το οικονομικό τους συμφέρον. Ωστόσο, όπως κρίθηκε στην υπόθεση Martin v City of Edinburgh (1987), η πρόκριση του οικονομικού συμφέροντος δεν μπορεί να απολήγει σε βάρος της προώθησης των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων.

¹³⁴ Βλ. σχετική ανάλυση που ακολουθεί για το άρθρο 19 IORP II

ενώ η συνεκτίμηση περιβαλλοντολογικών παραγόντων αναφέρεται στο διά μέσου των επενδύσεων των θεσμικών επενδυτών μετριασμό των επιπτώσεων της κλιματικής αλλαγής και την προσαρμογή σε αυτήν¹³⁵. Από την άλλη, η διακυβέρνηση των δημόσιων και ιδιωτικών φορέων, συμπεριλαμβανομένων των διοικητικών δομών, των σχέσεων των εργαζομένων και των αποδοχών των διοικούντων, διαδραματίζει σημαντικό ρόλο για τη συνεκτίμηση των κοινωνικών και περιβαλλοντολογικών παραγόντων κατά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των φορέων¹³⁶.

Μία από τις πρώτες συστηματικές μελέτες για την ενσωμάτωση κοινωνικών, περιβαλλοντικών και σχετικών με τη διακυβέρνηση κριτηρίων στις επενδυτικές αποφάσεις των φορέων της κεφαλαιαγοράς, εκπονήθηκε στο πλαίσιο του Περιβαλλοντικού Προγράμματος των Ηνωμένων Εθνών το 2005. Με τη μελέτη αυτή, γνωστή ως «Freshfields Report»¹³⁷, το ζήτημα των κοινωνικά υπεύθυνων επενδύσεων τέθηκε σε διαφορετική βάση, αφού αυτές αξιολογήθηκαν ως επωφελείς και από οικονομικής πλευράς, οδηγώντας έτσι τους θεσμικούς επενδυτές, μεταξύ των οποίων και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, προς αναθεώρηση των μέχρι τότε αντιλήψεών τους¹³⁸. Ήδη, στην Ατζέντα 2030 των Ηνωμένων Εθνών, η οποία εγκρίθηκε από τους επικεφαλής των συμμετεχόντων μερών το 2015, και αποτελεί το νέο παγκόσμιο πλαίσιο για τη βιώσιμη ανάπτυξη, τίθενται 17 Στόχοι Βιώσιμης Ανάπτυξης (ΣΒΑ), δομημένοι σε τρεις διαστάσεις: την οικονομική, την κοινωνική και την περιβαλλοντική¹³⁹. Στην υλοποίηση της Ατζέντας 2030 έχει δεσμευτεί και η ΕΕ, εντάσσοντας συγκεκριμένες δράσεις προς το σκοπό αυτό σε όλες τις πολιτικές και τις πρωτοβουλίες της¹⁴⁰. Συστάσεις για την ενσωμάτωση παραγόντων σχετικά με την κοινωνία, το περιβάλλον και τη διακυβέρνηση, έχουν, εξάλλου, εκδώσει και

¹³⁵ Για τη συμπερίληψη κοινωνικών παραγόντων στις επενδυτικές αποφάσεις, βλ. ενδεικτικά, Principles for Responsible Investments, Esg integration: how are social issues influencing investment decisions, UNEP Finance Initiative/UN Global Compact, 2017, H. K. Baker, J. R. Nofsinger Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists, Wiley Global Finance, 2012,

¹³⁶ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_el

¹³⁷ Η Freshfields Bruckhaus Deringer είναι δικηγορική εταιρία, με έδρα το Λονδίνο, η οποία εκπόνησε τη σχετική νομική μελέτη για λογαριασμό του Περιβαλλοντικού Προγράμματος των Ηνωμένων Εθνών. Το βασικό ερώτημα, επί του οποίου κλήθηκε να απαντήσει η μελέτη ήταν αν η ενσωμάτωση τέτοιων παραγόντων στην επενδυτική πολιτική (κυρίως των συνταξιοδοτικών ταμείων, αλλά και άλλων θεσμικών επενδυτών) είναι προαιρετική ή υποχρεωτική, ή αν αντιθέτως είναι νομικά μη επιτρεπόμενη.

¹³⁸ J. Sandberg, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective. Journal of Business Ethics, 101(1), 2011, σελ. 143-162

¹³⁹ UN, Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development, A/RES/70/1

¹⁴⁰ https://ec.europa.eu/info/strategy/international-strategies/sustainable-development-goals/eu-approach-sustainable-development_el

πολλοί διεθνείς οργανισμοί, όπως το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας¹⁴¹ και η IAIS¹⁴².

Ενσωματώνοντας παράγοντες ESG στην επενδυτική τους πολιτική, τα συνταξιοδοτικά ταμεία μπορούν να έχουν σημαντικό αντίκτυπο σε τομείς που δεν συναρτώνται αναγκαστικά με την αύξηση του ύψους των συνταξιοδοτικών παροχών, αλλά τη γενικότερη βελτίωση οικονομικών, κοινωνικών, περιβαλλοντικών και εργασιακών συνθηκών, συμβάλλοντας έτσι στην πραγμάτωση του κοινωνικού τους ρόλου. Προς τούτο πρέπει να συνεκτιμηθεί ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ως θεσμικοί επενδυτές, έχουν μεγάλη επιρροή στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν και δύνανται να επηρεάζουν τις αποφάσεις τους προς την κατεύθυνση φιλικότερων δράσεων προς την κοινωνία, το περιβάλλον, τους εργαζομένους και κάθε άλλο τομέα στον οποίο εμπλέκονται, πάντοτε βέβαια στο πλαίσιο ενίσχυσης των γενικότερων οικονομικών συμφερόντων των δικαιούχων (shareholder value). Η κυριαρχική αυτή εξουσία των συνταξιοδοτικών ταμείων αποδίδεται τα τελευταία χρόνια με τον όρο «καπιταλισμός» των συνταξιοδοτικών ταμείων, και αντιμετωπίζεται ως ευνοϊκός παράγοντας για τον γενικότερο αντίκτυπο των εμπορικών επιχειρήσεων στην κοινωνία, αλλά και για μακροπρόθεσμα οφέλη των ασφαλισμένων¹⁴³.

3.1.2 Χρονικός ορίζοντας επενδύσεων: Βραχυπρόθεσμοι και μακροπρόθεσμοι σκοποί

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι οι κατεξοχήν μακροπρόθεσμοι επενδυτές της οικονομίας. Ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας των υποχρεώσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαιοποιητικών συστημάτων οδηγεί αναπόδραστα στη διαμόρφωση επενδυτικών πολιτικών με κεντρικό άξονα μακροπρόθεσμο επενδυτικά μέσα, επιτρέποντας στα επαγγελματικά ταμεία την πρόσβαση σε κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων που δεν έχουν πρόσβαση άλλοι επενδυτές. Πιο περιορισμένες είναι, από την άλλη, οι επενδύσεις των επαγγελματικών ταμείων σε βραχυπρόθεσμο μέσα, οι οποίες εξυπηρετούν κυρίως σκοπούς επενδυτικής διασποράς ή συναρτώνται με ειδικές βραχυπρόθεσμες ανάγκες. Η μακροπρόθεσμη αυτή επενδυτική συμπεριφορά των επαγγελματικών ταμείων τα διαφοροποιεί σημαντικά από τους λοιπούς

¹⁴¹ Financial Stability Board. Final Report Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. June 2017, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.fsb-tcfd.org/publications/final-recommendationsreport/>

¹⁴² IAIS. Public Consultation: Draft Issues Paper on Climate Change Risks to the Insurance Sector. 29 April 2018, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.iaisweb.org/page/consultations/closed-consultations/2018/draft-issuespaper-on-climate-change-risks-to-the-insurance-sector>

¹⁴³ G. L. Clark et T. Hebb, Pension Fund Corporate Engagement: The Fifth Stage of Capitalism, Relations industrielles / Industrial Relations, vol. 59, n° 1, 2004, σελ. 142-171

παράγοντες των κεφαλαιαγορών, η πλειονότητα των οποίων εισέρχονται στις χρηματαγορές με βραχυπρόθεσμες επενδυτικές στοχεύσεις προκειμένου να επιτύχουν άμεσες κερδοφορίες¹⁴⁴.

Πολλοί ορισμοί έχουν διατυπωθεί σχετικά με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις¹⁴⁵. Γενικώς μακροπρόθεσμες επενδύσεις είναι αυτές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα με μακρά περίοδο ωρίμανσης (maturity), όπως είναι για παράδειγμα τα ομόλογα μακράς διάρκειας (long-term bonds)¹⁴⁶. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, από την άλλη, προσεγγίζει τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις σε διαφορετική βάση, εστιάζοντας στους σκοπούς που εξυπηρετούν, και επιδιώκοντας την χρηματοδότηση ζωτικών τομέων για την Ένωση. Σύμφωνα με το σχετικό ορισμό «Οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις σημαίνουν δημιουργία μακροπρόθεσμου κεφαλαίου, το οποίο καλύπτει ενσώματα στοιχεία ενεργητικού (όπως οι υποδομές ενέργειας, μεταφορών και επικοινωνιών, οι βιομηχανικές εγκαταστάσεις και οι εγκαταστάσεις παροχής υπηρεσιών, ο στεγαστικός τομέας και οι τεχνολογίες για την κλιματική αλλαγή και την οικολογική καινοτομία) και άυλα στοιχεία ενεργητικού (όπως η εκπαίδευση, η έρευνα και η ανάπτυξη) που προωθούν την καινοτομία και την ανταγωνιστικότητα. Πολλές από αυτές τις επενδύσεις παρέχουν ευρύτερα δημόσια οφέλη, δεδομένου ότι αυξάνουν την ωφέλεια για την κοινωνία ως σύνολο υποστηρίζοντας βασικές υπηρεσίες και βελτιώνοντας το βιοτικό επίπεδο»¹⁴⁷.

Η έννοια του μακροπρόθεσμου επενδυτή απαντάται πολύ συχνά στη θεωρία και τα κείμενα που διέπουν τη λειτουργία των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων, συνήθως όμως αυτό γίνεται υπό το πρίσμα των υποχρεώσεων των φορέων του δεύτερου πυλώνα και όχι του τρόπου με τον οποίο το χαρακτηριστικό αυτό επιδρά στην επενδυτική πολιτική τους. Ως γενικός κανόνας θα μπορούσε να λεχθεί ότι ένας μακροπρόθεσμος επενδυτής προβαίνει σε μακροπρόθεσμες επενδύσεις, επιλέγοντας επαρκή και κατάλληλα επενδυτικά μέσα, προκειμένου να καλύψει τις υπεσχημένες υποχρεώσεις. Τα μοντέλα επενδυτικού σχεδιασμού, που βασίζονται στην αντιστοίχιση περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων αποτελούν, άλλωστε,

¹⁴⁴ Ο χαρακτηρισμός των επαγγελματικών ταμείων ως θεσμικών επενδυτών οφείλεται, εκτός από τον όγκο των περιουσιακών τους στοιχείων, και στη διαμόρφωση μακροπρόθεσμων επενδυτικών χαρτοφυλακίων, με πολλές και διαφοροποιημένες επενδύσεις.

¹⁴⁵ Για τη σύνδεση των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων με τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις, βλ. ιδίως M. de Manuel and K. Lannoo, Saving for Retirement and Investing for Growth, CEPS Task Force Reports, 2013

¹⁴⁶ Οι επενδύσεις αυτές μπορεί να γίνονται άμεσα, ή και έμμεσα μέσω της αγοράς μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων ή μετοχών εταιρειών επενδύσεων που επενδύουν σε αντίστοιχα επενδυτικά μέσα.

¹⁴⁷ Πράσινη Βίβλος για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομίας, COM/2013/0150 final

βασικό εργαλείο για τη διαχείριση της περιουσίας των συνταξιοδοτικών φορέων¹⁴⁸.

Σημαντικό μέρος του χαρτοφυλακίου των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων κατευθύνεται σε επενδύσεις με σταθερό εισόδημα, όπως τα παραδοσιακά κρατικά ομόλογα, καταθέσεις, γερós, έντοκα γραμμάτια κλπ, το χαμηλό επίπεδο κινδύνου των οποίων συνάδει με το προφίλ των επενδυτών-ασφαλισμένων¹⁴⁹. Τα κρατικά ομόλογα, όπως οι λοιποί τίτλοι σταθερού εισοδήματος παραμένουν ιδιαίτερα δημοφιλή στους φορείς του πρώτου πυλώνα, ωστόσο χάνουν σταδιακά έδαφος στους επαγγελματικούς συνταξιοδοτικούς φορείς, καθώς οι μικρές σχετικά αποδόσεις τους δεν κρίνονται επαρκείς για να στηρίξουν τις ολοένα αυξανόμενες υποχρεώσεις¹⁵⁰. Είναι αλήθεια ότι οι τίτλοι που χαρακτηρίζονται από υψηλό επίπεδο ασφάλειας, δεν συνοδεύονται αντίστοιχα από ικανοποιητικές αποδόσεις, και συνεπώς δεν κρίνονται επαρκείς για να καλύψουν τις αυξημένες συνταξιοδοτικές ανάγκες του σύγχρονου κόσμου. Για τον λόγο αυτό, τα τελευταία χρόνια το ενδιαφέρον εστιάζεται στην ανάγκη σχεδιασμού αποτελεσματικότερων επενδυτικών πολιτικών, μέσω της αναζήτησης εναλλακτικών επενδυτικών μέσων, τόσο μακροπρόθεσμων, όσο και βραχυπρόθεσμων¹⁵¹.

3.1.3 Η διεύρυνση των επενδυτικών μέσων προς τον σκοπό αποδοτικότερων επενδύσεων

Η αναζήτηση πρόσθετων πηγών άντλησης κεφαλαίων, έχει ως αποτέλεσμα τη στροφή των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων προς κατηγορίες εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων, ακόμα και μεγαλύτερου κινδύνου, που δύνανται να αποφέρουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Αρχικά πρέπει να διευκρινιστεί ότι ο όρος εναλλακτικές μορφές επενδύσεων χρησιμοποιείται με πάσα επιφύλαξη, και με πλήρη συναίσθηση ότι οι εναλλακτικές επενδύσεις εκλαμβάνονται με διαφορετικό τρόπο σε κάθε έννομη τάξη¹⁵². Τούτου δοθέντος, μεταξύ των εναλλακτικών τρόπων επένδυσης των επαγγελματικών

¹⁴⁸ Ιδιαίτερως δημοφιλής είναι η μέθοδος αντιστοίχισης περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων (asset liability management), η οποία υπαγορεύει τις επενδύσεις σε μέσα που έχουν παρόμοια χαρακτηριστικά με τις υποχρεώσεις

¹⁴⁹ Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, το 2017 περισσότερο από το ήμισυ των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων κατευθύνονταν σε γραμμάτια και ομόλογα (bills and bonds). Οι πλήρεις πίνακες με τη διάρθρωση των επενδύσεων παρατίθενται σε ΟΟΣΑ, Pension Markets in Focus, 2017

¹⁵⁰ Αξιοσημείωτο είναι ότι σε χώρες με έντονο κρατικό προστατευτισμό, όπως η Γαλλία, οι επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα είναι ιδιαίτερως αυξημένες, ακόμα και στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα.

¹⁵¹ Για μία αναλυτικότερη εξέταση των χαρτοφυλακίων των συνταξιοδοτικών ταμείων, βλ. F. Stewart, R. Despalins and I. Remizova, Pension Funds, Capital Market and the Power of Diversification, Policy Research Working Paper, World Bank, 2017

¹⁵² OECD/IOPS, Good Practices on Pension Funds' use of Alternative Investments and Derivatives, 2011

ταμείων, σημαντική θέση καταλαμβάνουν οι επενδύσεις σε υποδομές και ακίνητα, δηλαδή, οι επενδύσεις σε χρηματοπιστωτικά μέσα που συνδέονται, άμεσα ή έμμεσα, με τη χρηματοδότηση έργων υποδομών ή την αγορά ακινήτων¹⁵³. Η αγορά μετοχών και ομολόγων επιχειρήσεων του κλάδου των υποδομών, και αντίστοιχα οι επενδύσεις σε αμοιβαία ή άλλου είδους κεφάλαια (funds) που επενδύουν σε τέτοιους κλάδους, αποτελούν τους πιο διαδομένους τρόπους επένδυσης που εξετάζονται ως μέρος των σχετικών επενδύσεων¹⁵⁴. Αντίθετα, πιο σπάνια οι ως άνω επενδύσεις παίρνουν τη μορφή απευθείας εξαγοράς ακίνητης περιουσίας, και τούτο διότι τα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία δεν μπορούν να μεταβιβαστούν και επομένως να ρευστοποιηθούν με την ίδια ευκολία, γεγονός που τα καθιστά λιγότερο κατάλληλα μέσα¹⁵⁵. Οι συγκεκριμένες επενδύσεις, ως εξ ορισμού μακροπρόθεσμες, συνάδουν με τον μακροπρόθεσμο χαρακτήρα των υποχρεώσεων των επαγγελματικών ταμείων, καθιστάμενες έτσι ιδιαίτερες ελκυστικές για τους φορείς του δεύτερου πυλώνα. Επιπρόσθετα, οι επενδύσεις σε υποδομές και ακίνητα κρίνονται ιδιαίτερα επωφελείς για την οικονομία και την κοινωνία, καθότι μέσω αυτών χρηματοδοτούνται μεγάλα έργα, που δεν δύνανται να στηριχθούν αποκλειστικά με κρατικούς πόρους¹⁵⁶.

Η ανάγκη επαρκούς διασποράς του χαρτοφυλακίου, αιτιολογεί την στροφή των επαγγελματικών ταμείων και προς άλλα εναλλακτικά επενδυτικά μέσα με πολύ διαφορετικά χαρακτηριστικά, όπως οι μετοχές¹⁵⁷, οι ιδιωτικές επενδυτικές συμμετοχές (private equity), οι επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου, και άλλα μέσα με βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα, τα οποία χρησιμοποιούνται ως μέσο αντιστάθμισης των κινδύνων του πληθωρισμού¹⁵⁸. Αυτό συμβαίνει ιδίως σε περιόδους με ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον ή όταν υπάρχουν ανάγκες επίτευξης υψηλών αποδόσεων σε σύντομο χρονικό διάστημα¹⁵⁹. Η διασπορά

¹⁵³ G. Inderst, Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 32, 2009

¹⁵⁴ Τέτοια είναι για παράδειγμα, τα infrastructure funds και τα funds που εξαγοράζουν τραπεζικά στεγαστικά δάνεια

¹⁵⁵ Σε αρκετές χώρες, όπως η Ιταλία, η Ιαπωνία, η Πολωνία κ.ά, προβλέπεται πλήρης απαγόρευση άμεσων επενδύσεων σε ακίνητα, OECD, Survey of investment regulations of pension funds, 2018, σελ.5

¹⁵⁶ Για τις επενδύσεις των συνταξιοδοτικών ταμείων σε υποδομές και ακίνητα, βλ.μεταξύ άλλων International Federation of Pension Fund Administrators-Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP), Pension Funds: Investment in Housing and Infrastructure, Compared Regulations Series, 2011, σελ. 3

¹⁵⁷ Παραδοσιακά οι μετοχές θεωρούνται ως μέσο αντιστάθμισης των κινδύνων του πληθωρισμού, ο οποίος μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των άμεσων υποχρεώσεων

¹⁵⁸ Σύμφωνα με στοιχεία που περιέχονται σε έρευνα της PricewaterhouseCoopers, το ποσοστό επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων, συμπεριλαμβανομένων και δημόσιων ταμείων, σε εναλλακτικά μέσα, αυξήθηκε από 19% το 2009 σε 26% το 2014. PWC, Market Research Center, Beyond their Borders, 2016

¹⁵⁹ Σύμφωνα με τον B. Riley, ό.α, Pension funds and the capital markets, στο συλλογικό Paul Thornton and Donald Fleming (2011), Good governance for pension schemes, Cambridge University Press, σελ.28, η έκθεση των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών ταμείων σε μετοχές το 1990

του επενδυτικού χαρτοφυλακίου αποτυπώνεται και από γεωγραφικής πλευράς, αφού παράλληλα με τη διεύρυνση του είδους των επενδύσεων, τα επαγγελματικά ταμεία επεκτείνονται και σε διεθνείς αγορές, επενδύοντας για παράδειγμα σε ξένες επιχειρήσεις¹⁶⁰. Η μετάβαση προς τέτοιες επενδύσεις, εφόσον διενεργείται με σύνεση, συμβαδίζει απόλυτα προς τους στόχους των επαγγελματικών ταμείων, αφού εξισορροπεί τον κίνδυνο, την απόδοση και το κόστος.

Από τα παραπάνω είναι εμφανές ότι η προσήλωση των επαγγελματικών ταμείων σε παραδοσιακά μακροπρόθεσμα επενδυτικά μέσα, δεν μπορεί να θεωρείται πλέον δεδομένη. Οι επενδύσεις σε εναλλακτικά περιουσιακά στοιχεία, μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα, τα οποία χαρακτηρίζονται από μεγαλύτερους κινδύνους αλλά και μεγαλύτερες προοπτικές αποδόσεων, αποτελούν ολοένα και σημαντικότερο μέρος του χαρτοφυλακίου των επαγγελματικών ταμείων, επιτάσσοντας την εφεξής θεώρησή τους όχι μόνο ως μακροπρόθεσμων επενδυτών, αλλά κυρίως ως καθοριστικών παραγόντων του συνόλου της αγοράς.

3.2 Ειδικοί επενδυτικοί παράγοντες

Η συνθετότητα και η πολυπλοκότητα των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων που διασταυρώνονται στο πεδίο των επαγγελματικών συντάξεων επιδρά αναντίρρητα και στην επενδυτική πολιτική των επαγγελματικών ταμείων, η οποία πρέπει να διαμορφώνεται με βάση τις ειδικότερες ανάγκες κάθε ταμείου. Έτσι, εκτός από τα ανωτέρω γενικότερους παράγοντες, κατά τη χάραξη της επενδυτικής τους πολιτικής, οι επαγγελματικοί συνταξιοδοτικοί φορείς λαμβάνουν υπόψη και ειδικότερα κριτήρια, τα οποία συναρτώνται με τα συγκεκριμένα συνταξιοδοτικά προγράμματα που προσφέρουν, αλλά και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και ανάγκες των ασφαλισμένων τους. Για τον λόγο αυτό, οι συνταξιοδοτικοί φορείς πρέπει να είναι σε θέση να επιλέξουν κατανομή των περιουσιακών τους στοιχείων ανάλογη με τη συγκεκριμένη φύση και διάρκεια των υποχρεώσεών τους και να εφαρμόζουν κατάλληλες μεθόδους μέτρησης και τεχνικές διαχείρισης του επενδυτικού κινδύνου, προκειμένου να προστατευθούν επαρκώς τα δικαιώματα των μελών και των δικαιούχων. Σημαντικές είναι οι διαφοροποιήσεις που παρατηρούνται στην επενδυτική πολιτική που αφορά προγράμματα προκαθορισμένων παροχών σε σχέση με την αντίστοιχη επενδυτική πολιτική που αφορά τα προγράμματα

ανέρχονταν στο υψηλού κινδύνου ποσοστό του 80%, γεγονός που δικαιολογείται, ωστόσο, από τις υψηλές αποδόσεις που επιτυγχάνονταν την εποχή εκείνη.

¹⁶⁰ Ειδικότερα στοιχεία σχετικά με τη διεθνοποίηση των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων περιλαμβάνονται σε πολλές μελέτες που έχουν διεξαχθεί σχετικά, όπως για παράδειγμα η πρόσφατη μελέτη της PWC, *Beyond their Borders Evolution of foreign investments by pension funds* 2020 Edition

προκαθορισμένων εισφορών, ενώ, επιπλέον, συνήθης είναι η προσαρμογή των επενδυτικών μέσων ανάλογα με το όριο ανοχής των ασφαλισμένων ή και τα εξατομικευμένα χαρακτηριστικά τους, όπως για παράδειγμα η ηλικία¹⁶¹. Παρακάτω παρατίθεται συνοπτικά ο τρόπος με τον οποίο οι ως άνω παράγοντες λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής των συνταξιοδοτικών φορέων.

3.2.1 Προγράμματα καθορισμένων παροχών και προγράμματα καθορισμένων εισφορών

Ως πρόγραμμα προκαθορισμένων παροχών χαρακτηρίζεται ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα στο οποίο το ύψος της συνταξιοδοτικής παροχής υπολογίζεται στη βάση του μισθού και των ετών ασφάλισης. Στο πρόγραμμα προκαθορισμένων εισφορών, αντιθέτως, το καταβαλλόμενο ποσό εξαρτάται αποκλειστικά από τις καταβληθείσες εισφορές και τις αποδόσεις των επενδυόμενων κεφαλαίων. Στην περίπτωση των προγραμμάτων προκαθορισμένων παροχών, τον επενδυτικό κίνδυνο, δηλαδή τον κίνδυνο πτώσης των αποδόσεων των επενδυόμενων κεφαλαίων, και τον κίνδυνο της μακροβιότητας, φέρει η χρηματοδοτούσα επιχείρηση (ή το κράτος, στην περίπτωση των δημόσιων συστημάτων), αφού αυτή είναι που θα κληθεί να αναπληρώσει τυχόν ελλείμματα χρηματοδότησης των υπεσχημένων παροχών¹⁶². Στα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών από την άλλη, ο κίνδυνος μετακυλίνεται στον ασφαλισμένο, ο οποίος θα υποστεί ενδεχόμενες αρνητικές διακυμάνσεις των αγορών. Βέβαια, τα όρια μεταξύ των δύο ειδών προγραμμάτων δεν είναι πάντοτε απόλυτα, αφού είναι δυνατή για παράδειγμα η υπόσχεση ενός ελάχιστου εγγυημένου ποσού και στο πλαίσιο προγράμματος προκαθορισμένων εισφορών, ενώ το ποσό ενός προγράμματος προκαθορισμένων παροχών μπορεί να μεταβληθεί ανάλογα με τους δημογραφικούς και άλλους παράγοντες¹⁶³. Τέτοια προγράμματα αναφέρονται συχνά ως υβριδικά, αφού συνδυάζουν επιμέρους χαρακτηριστικά και των δύο βασικών συστημάτων¹⁶⁴.

¹⁶¹ Παρά το γεγονός ότι τα δύο είδη προγραμμάτων υφίστανται τόσο στα ιδιωτικά όσο και στα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα, τα οποία μέχρι πρότινος ήταν ταυτισμένα αποκλειστικά με προγράμματα προκαθορισμένων παροχών, η εν λόγω διάκριση συνήθως εξετάζεται συνήθως υπό το πρίσμα των ιδιωτικών συστημάτων, τα οποία είναι άμεσα συνυφασμένα με τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα

¹⁶² E. P. Davis, Portfolio regulation of Life insurance companies and pension funds, Brunel University, 2000

¹⁶³ Περισσότερα σχετικά με τη διάκριση των προγραμμάτων σε προκαθορισμένων εισφορών και προκαθορισμένων παροχών, αλλά και τα υβριδικά σχήματα βλ. Ν. Τεσσαρομάτη, Ο θεσμός της επαγγελματικής ασφάλισης διεθνώς: Προοπτικές και επιπτώσεις από την χρηματοπιστωτική κρίση, σελ. 243 επ

¹⁶⁴ C. Pugh, J. Yermo, Funding Regulations and Risk Sharing, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 17, OECD Publishing, 2008, σελ. 6

Οι διαφορές κατά τη διαχείριση κεφαλαίων που αντιστοιχίζονται με προγράμματα προκαθορισμένων παροχών σε σχέση με αυτά που αφορούν προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών οφείλονται κυρίως στις εγγυήσεις συναρτώνται με κάθε είδους πρόγραμμα, οι οποίες καθορίζουν με τη σειρά τους και το ύψος των αναλαμβανόμενων υποχρεώσεων¹⁶⁵. Για λόγους απλοποίησης, θα ληφθεί ως δεδομένο ότι σε ένα πρόγραμμα προκαθορισμένων παροχών είναι δυνατή η εκ των προτέρων εκτίμηση του ύψους των υποχρεώσεων του συνταξιοδοτικού φορέα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, δηλαδή του ύψους των παροχών που θα κληθεί να καταβάλει στους ασφαλισμένους του εκάστοτε συνταξιοδοτικού προγράμματος. Το στοιχείο αυτό καθιστά μεν ευκολότερη την αντιστοίχιση των υποχρεώσεων με συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, επιβάλλει όμως και την πλήρη διασφάλιση καταβολής συγκεκριμένου ύψους παροχών. Με αυτό το δεδομένο, οι συνταξιοδοτικοί φορείς που διαχειρίζονται προγράμματα προκαθορισμένων παροχών τείνουν να επενδύουν περισσότερο σε μέσα με παρόμοια χαρακτηριστικά με τις υποχρεώσεις τους και χαμηλό επίπεδο κινδύνου, όπως μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα, ή ομόλογα με σταθερό επιτόκιο. Η επιλογή, ωστόσο, συγκεκριμένων επενδυτικών μέσων καθίσταται ολοένα και δυσκολότερο έργο, καθώς τα χαμηλού ρίσκου μέσα συνήθως συνοδεύονται και από χαμηλές αποδόσεις, οι οποίες δεν επαρκούν πλέον για την κάλυψη των συνεχώς αυξανόμενων υποχρεώσεων των προγραμμάτων προκαθορισμένων παροχών¹⁶⁶.

Διαφορετική είναι η επενδυτική προσέγγιση που ακολουθείται για τα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών. Η έλλειψη εγγυήσεων που συνοδεύει αυτά τα προγράμματα και η συνακόλουθη μετατόπιση του επενδυτικού κινδύνου στους ασφαλισμένους παρέχει θεωρητικά μεγαλύτερη ευελιξία επενδύσεων, ακόμα και σε μέσα υψηλού επενδυτικού κινδύνου που δυνητικά μπορεί να αποφέρουν καλύτερα αποτελέσματα. Αντίστοιχα, το κανονιστικό πλαίσιο για τα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών στοχεύει κυρίως στο μετριασμό των συναφών κινδύνων, και εκδηλώνεται συχνά μέσω εξαιρετικά περιοριστικών επενδυτικών κανόνων, οι οποίοι εστιάζουν είτε στον κανόνα της συνετής διαχείρισης, είτε απαιτούν ακόμα πιο συντηρητικές επενδυτικές πολιτικές προκειμένου να διασφαλιστεί η μη

¹⁶⁵ Για τη διαφορετική επενδυτική προσέγγιση των δύο συστημάτων, βλ. ενδεικτικά L. Gajek, K. Ostaszewski, *Financial Risk Management for Pension Plans*, Elsevier, 2004

¹⁶⁶ Τα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών διέπονται συνήθως και από αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις, οι οποίες διαφέρουν ανάλογα με την οικονομική κουλτούρα κάθε χώρας. Έτσι, κάποιες χώρες εφαρμόζουν πιο αυστηρά της αρχή της συντηρητικότητας, απαιτώντας εκτός από την κάλυψη των τεχνικών προβλέψεων και τον σχηματισμό επαρκούς περιθωρίου φερεγγυότητας, κατά τα πρότυπα των ασφαλιστικών εταιριών. Για περισσότερες πληροφορίες σε σχέση με το ζήτημα, βλ. OECD, *DB Pension Arrangements: Solvency and Interest rates*, Document circulated for discussion under the agenda of the WPPP of 19-21 June 2017 (αδημοσίευτο)

απώλεια κεφαλαίων και η διατήρηση της εμπιστοσύνης των ασφαλισμένων¹⁶⁷. Εναλλακτικά, σε ορισμένες χώρες, αντί για την επιβολή περιοριστικών νομοθετικών πλαισίων, για την αντιστάθμιση των κινδύνων των προγραμμάτων προκαθορισμένων εισφορών, προβλέπεται η επίτευξη τουλάχιστον ορισμένου ορίου αποδόσεων¹⁶⁸. Με αυτά τα δεδομένα, η επενδυτική συμπεριφορά των επαγγελματικών ταμείων που διαχειρίζονται προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών δεν μπορεί να θεωρηθεί ως εγγενώς πιο επικίνδυνη σε σχέση με τα αντιστοίχως ισχύοντα στα προγράμματα προκαθορισμένων παροχών, αλλά εξαρτάται από τους εκάστοτε προβλεπόμενους κανόνες, τόσο τους εθνικούς, όσο και τους εσωτερικούς των ίδιων των ταμείων, καθώς και του τρόπου που τα τελευταία έχουν δομήσει την επενδυτική τους πολιτική.

3.2.2 Το προφίλ του ασφαλισμένου

Ακόμη ένας σημαντικός παράγοντας που μπορεί να λαμβάνεται υπόψη κατά την επενδυτική πολιτική των επαγγελματικών ταμείων είναι τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά κάθε ασφαλισμένου. Σε αντίθεση με τον πρώτο πυλώνα, όπου η αρχή της κοινωνικής αλληλεγγύης δεν επιτρέπει την εξατομίκευση των παρεχόμενων προγραμμάτων, ούτε σε επίπεδο εισφορών ούτε σε επίπεδο παροχών, τα επαγγελματικά ταμεία μπορούν να διαθέτουν περισσότερες επενδυτικές επιλογές, διαμορφωμένες για ασφαλισμένους με διαφορετικό προφίλ, ιδίως όσον αφορά την ηλικία, το επίπεδο ανοχής κινδύνου κλπ. Η δυνατότητα παροχής «εξατομικευμένων» επενδυτικών επιλογών αποτελεί, έτσι, διακριτό γνώρισμα των επαγγελματικών ταμείων, η οποία, όταν υφίσταται, επιδρά σημαντικά στην επενδυτική πολιτική. Η συγκεκριμένη δυνατότητα προϋποθέτει, βεβαίως, ένα ικανοποιητικό επίπεδο γνώσεων εκ μέρους των ασφαλισμένων, οι οποίοι φέρουν τελικώς τον κίνδυνο των επενδύσεων, και αντίστοιχα ένα επαρκές πλαίσιο μέσω του οποίου μπορεί να παρέχεται κάθε αναγκαία συνδρομή στα μέλη των ταμείων που διαθέτουν τέτοιες επιλογές.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα εξατομικευμένων επενδυτικών επιλογών είναι αυτές βάσει των οποίων η επενδυτική τοποθέτηση μεταβάλλεται ανάλογα με την ηλικία του ασφαλισμένου (life cycle investments). Στο σύστημα αυτό, όσο νεότερο είναι το μέλος του συνταξιοδοτικού προγράμματος τόσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των επενδύσεων σε μέσα υψηλότερου κινδύνου, όπως οι

¹⁶⁷ P. Antolín, S. Blome, D. Karim, St. Payet, G. Scheuenstuhl, J. Yermo, Investment Regulations and Defined Contribution Pensions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 37, 2009, σελ. 6

¹⁶⁸ Στο Βέλγιο, τα Ι.Ε.Σ.Π και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις που διαχειρίζονται προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών του δεύτερου πυλώνα υποχρεούνται στην παροχή ελάχιστης εγγυημένης απόδοσης ύψους 1.75% στις εισφορές του εργοδότη και στις εισφορές του εργαζομένου, πρβλ. J. Šebo & Dragoș Voicu and others, Pension Savings: The Real Return 2018 Edition, Better Finance

μετοχές, τα οποία μπορούν εν δυνάμει να αποφέρουν και μεγαλύτερες αποδόσεις. Η ανάληψη τέτοιου κινδύνου από τον ασφαλισμένο στην περίπτωση αυτή θεωρείται ανεκτή διότι υπάρχει ο αναγκαίος χρόνος επανάκτησης των ποσών που ενδεχομένως απολεσθούν από ενδεχόμενη δυσμενή εξέλιξη. Αντίστοιχα, όσο πλησιάζει η ηλικία συνταξιοδότησης, και επομένως μειώνεται το επίπεδο ανοχής του ασφαλισμένου στον κίνδυνο, οι επενδύσεις στρέφονται σε μέσα χαμηλότερου κινδύνου.

Το επίπεδο ανοχής του ασφαλισμένου εξαρτάται βέβαια και από γενικότερους παράγοντες που συναρτώνται με τη θέση της επαγγελματικής ασφάλισης στην εκάστοτε υπό εξέταση χώρα. Αξιοσημείωτο είναι ότι σε χώρες όπου οι συνταξιοδοτικές παροχές του δεύτερου πυλώνα θεωρούνται περισσότερο ως συμπληρωματικές του εισοδήματος, οι πολίτες είναι πιο εξοικειωμένοι με την ιδέα ότι οι σχετικές επενδύσεις ενέχουν κινδύνους, και ως εκ τούτου οι εθνικές επενδυτικές πολιτικές είναι πιο επιθετικές. Στην περίπτωση αυτή, παρατηρείται υψηλό επίπεδο έκθεσης σε μέσα υψηλού κινδύνου, τα οποία μπορούν να αποφέρουν υψηλές αποδόσεις αλλά, ταυτόχρονα, και υψηλές απώλειες. Αντίθετα, σε χώρες όπου οι επαγγελματικές συντάξεις αποτελούν το βασικό εισόδημα των δικαιούχων, οι οποίοι προσβλέπουν ένα υψηλό επίπεδο ασφάλειας κατά το χρόνο της συνταξιοδότησης, οι επενδυτικές πολιτικές είναι σαφώς πιο συντηρητικές και προσανατολισμένες σε προϊόντα χαμηλού ρίσκου¹⁶⁹.

3.3 Επενδυτικοί κανόνες

Εκτός από τους ως άνω σκοπούς και εξειδικευμένες ανάγκες των συνταξιοδοτικών ταμείων, τα οποία υπαγορεύουν σε μεγάλο βαθμό την στρατηγική κατανομή των περιουσιακών τους στοιχείων και τη γενικότερη επενδυτική τους πολιτική, η διαχείριση της περιουσίας των συγκεκριμένων φορέων εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τους ειδικότερους επενδυτικούς κανόνες που προβλέπονται στην εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Οι επενδυτικοί κανόνες είναι αυτοί που ορίζουν το πλαίσιο και τον τρόπο των επενδύσεων, και το αντίστοιχο εύρος παρέμβασης της πολιτείας στη διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων των επαγγελματικών ταμείων.

Οι επενδυτικοί κανόνες διακρίνονται γενικώς σε ποιοτικής και ποσοτικής φύσης. Η διάκριση των προβλεπόμενων κανόνων σε «ποιοτικούς» και «ποσοτικούς» αναφέρεται σε πολλά θεσμικά κείμενα και αποτελεί συχνά αντικείμενο αντιπαράθεσεων ως προς την πρόκριση της μίας ή της άλλης

¹⁶⁹ Πρβλ. P. Antolín, S. Blome, D. Karim, St. Payet, G. Scheuenstuhl, J. Yermo, Investment Regulations and Defined Contribution Pensions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 37, 2009, σελ. 27

κατηγορίας¹⁷⁰. Οι επενδυτικοί κανόνες ποιοτικής φύσης συναρτώνται κυρίως με την αρχή της συνετής διαχείρισης και τις απαιτήσεις διακυβέρνησης και προϋποθέτουν ένα σημαντικό επίπεδο ευελιξίας και αυτορρύθμισης των φορέων. Με δεδομένο ότι οι απαιτήσεις διακυβέρνησης εξετάζονται εν προκειμένω υπό το πρίσμα των προσώπων/οργάνων που διαχειρίζονται την περιουσία των επαγγελματικών ταμείων, στο πλαίσιο της κατηγορίας αυτής θα αναδειχθούν κυρίως τα ζητήματα της συνετής διαχείρισης. Οι επενδυτικοί κανόνες ποσοτικής φύσης, από την άλλη, συνίστανται στην εκ των προτέρων πρόβλεψη συγκεκριμένων ορίων επενδύσεων στα πάσης φύσης μέσα, κυρίως μέσω της επιβολής περιορισμών ως προς τις επενδύσεις υψηλού κινδύνου¹⁷¹. Συνακόλουθα, όταν προκρίνονται ποιοτικά κριτήρια, η στρατηγική κατανομή των περιουσιακών στοιχείων εναπόκειται στο διοικητικό όργανο των φορέων, ενώ αντιθέτως, η επιβολή ποσοτικών περιορισμών σημαίνει ότι αυτή έχει ήδη διαμορφωθεί σε κάποιο βαθμό από τον νομοθέτη, δηλαδή το κράτος¹⁷². Η συνήθης πρακτική, βέβαια, συνίσταται σε συνδυασμό ποιοτικών και ποσοτικών απαιτήσεων, αφού η αρχή της συνετής διαχείρισης μπορεί να συνοδεύεται και από προβλέψεις για ανώτατα και κατώτατα όρια επενδύσεων σε συγκεκριμένα μέσα. Η διάκριση ποιοτικών και ποσοτικών κριτηρίων ακολουθείται από τη διεθνή βιβλιογραφία και από τα κείμενα δεσμευτικού και ήπιου δικαίου, ιδίως στο πλαίσιο του δεύτερου και τρίτου πυλώνα ασφάλισης, όπου το ζητούμενο είναι η επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής ισορροπίας μεταξύ των δύο κατηγοριών.

3.3.1 Ποιοτικής φύσης περιορισμοί: Ο κανόνας της συνετής διαχείρισης

Η αρχή της συνετής διαχείρισης απαντάται σε πολλούς κλάδους του δικαίου και προσεγγίζεται με ποικίλους ερμηνευτικούς τρόπους, ανάλογα με το υπό εξέταση κάθε φορά ζήτημα. Σε διεθνές επίπεδο, η συνετή διαχείριση καταλαμβάνει σημαίνοντα ρόλο τόσο στις χώρες του αγγλοσαξονικού δικαίου, όπου αναπτύχθηκε κυρίως μέσω της νομολογίας, όσο και σε ευρωπαϊκές χώρες, στις οποίες εντοπίζεται κυρίως σε διατάξεις αστικού δικαίου¹⁷³. Η

¹⁷⁰ Βλ. σχετικά Μ.Νεκτάριος, Επενδύσεις αποθεματικών ασφαλιστικών ταμείων στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης, Σπουδαί, Τόμος 57, τεύχος 1^ο, 2007, όπου αναφέρονται ενδιαφέροντα διαχρονικά στοιχεία για τις επενδύσεις συνταξιοδοτικών ταμείων σε χώρες που έχουν υιοθετήσει ποσοτικές και ποιοτικές απαιτήσεις, καθώς και αντίστοιχη σύγκριση των αποδόσεων

¹⁷¹ Για την σκοπιμότητα ή μη επιβολής ποσοτικών περιορισμών, βλ. Ph. Davis and Y. Hu, Should Pension Investing be Regulated?, Rotman International Journal of Pension Management, Vol. 2, No. 1, 2009

¹⁷² R. Galer, "Prudent Person Rule" Standard for the Investment of Pension Fund Assets, Financial Market Trends, No. 83, OECD, 2002, σελ. 44

¹⁷³ Στις ΗΠΑ, όπου η αρχή της συνετής διαχείρισης είχε αναπτυχθεί από τα μέσα του 19^{ου} αιώνα, κωδικοποιήθηκε τη δεκαετία του 1970 ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι ιδιαιτερότητες κατά τη διαχείριση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Περισσότερα για το περιεχόμενο και την εξέλιξη της αρχής

ερμηνεία της αρχής της συνετής διαχείρισης αποτελεί ένα ιδιαιτέρως δυσχερές ζήτημα, αφού ως αόριστη νομική έννοια, πρέπει να ερμηνεύεται κάθε φορά στο ειδικότερο πλαίσιο στο οποίο αφορά, και με γνώμονα το σκοπό που έχει τεθεί να εξυπηρετήσει¹⁷⁴. Το στοιχείο αυτό προσδίδει στην έννοια της συνετής διαχείρισης ένα δυναμικό χαρακτήρα, αφού εξελίσσεται παράλληλα με τις ανάγκες των κλάδων στους οποίους εφαρμόζεται. Για παράδειγμα, στο αγγλοσαξωνικό δίκαιο, η συνετή διαχείριση επέβαλε πριν λίγα χρόνια στον καταπιστευματοδόχο την υποχρέωση να αποφεύγει τους κινδύνους (risk avoidance). Η εξέλιξη του οικονομικού κλάδου, ωστόσο, επέδρασε και στον τρόπο που γίνεται αντιληπτή η συνετή διαχείριση από πλευράς δικαίου, μεταβάλλοντας το περιεχόμενό της σε υποχρέωση διαχείρισης-και όχι πλέον αποφυγής- κινδύνων (risk management)¹⁷⁵.

Στον πλαίσιο των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, η συνετή διαχείριση αποτέλεσε αντικείμενο ενδιαφέροντος της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήδη από το 1997 και αποτυπώνεται πλέον στην πλειονότητα των νομοθετικών κειμένων που αφορούν τη διαχείριση κεφαλαίων¹⁷⁶. Αρχικά, η αρχή της συνετής διαχείρισης, ως ποιοτικό εργαλείο, στοχεύει στη διασφάλιση της αναγκαίας επενδυτικής ελευθερίας εκ μέρους του εκάστοτε αποφασίζοντος οργάνου, και την αντίστοιχη αποφυγή υπέρμετρων περιορισμών ως προς το είδος και τα όρια των επενδύσεων. Ως προς το ειδικότερο περιεχόμενο της αρχής της συνετής διαχείρισης έχουν διατυπωθεί πολλές προτάσεις, οι οποίες εκκινούν από διαφορετικές αφετηρίες. Έτσι, το ενδιαφέρον εστιάζεται άλλοτε στο είδος των επενδύσεων, οι οποίες πρέπει να είναι στο σύνολό τους «συντετές», ακόμα και όταν κατευθύνονται σε εναλλακτικά επενδυτικά μέσα¹⁷⁷, και άλλοτε στη διαδικασία βάσει της οποίας λαμβάνονται οι οικείες αποφάσεις,

της συνετής διαχείρισης, R. Goldman, The development of the prudent man concept in relation to pension schemes, *Pensions: An international Journal*, 2000

¹⁷⁴ Στο πλαίσιο του εθνικού εταιρικού δικαίου, η υποχρέωση των μελών διοικητικού συμβουλίου να ενεργούν με την επιμέλεια του «συνετού οικογενειάρχη», έχει ερμηνευθεί ως υποχρέωση των μελών να ενεργούν προς το σκοπό της επιδίωξης του εταιρικού σκοπού και της προαγωγής του εταιρικού συμφέροντος, τα οποία με τη σειρά τους εξειδικεύονται στη διατήρηση/επαύξηση της εταιρικής περιουσίας. Για το ζήτημα αυτό βλ. Ι. Μάρκου, Η αστική ευθύνη των μελών του δ.σ. στην ανώνυμη εταιρία, *Ελληνική Δικαιοσύνη*, 4, 2000

¹⁷⁵ M.M Schanzenbach and R. Sitkoff, The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis, Harvard Public Law Working Paper No. 15-16; *Journal of Empirical Legal Studies*, Volume 14, Issue 1, 129-68, March 2017

¹⁷⁶ πρβλ. European Commission, *Supplementary pensions in the Single Market - A Green Paper*, 1997 όπου τέθηκε το ζήτημα του «κατά πόσο η ελευθερία των διαχειριστών να προσφέρουν υπηρεσίες σε ολόκληρη την ΕΕ και να επενδύουν τα περιουσιακά στοιχεία σύμφωνα με την αρχή του συνετού επενδυτή, χωρίς περιορισμούς στην επιλογή των νομισμάτων ή των κατηγοριών των περιουσιακών στοιχείων, προσφέρει επαρκή προστασία αλλά και προοπτικές υψηλότερων επενδυτικών αποδόσεων». https://europa.eu/rapid/press-release_IP-97-507_el.htm.

¹⁷⁷ Στο άρθρο 4 του Κανονισμού για τις επενδύσεις των επαγγελματικών ταμείων του Ηνωμένου Βασιλείου [The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005] ορίζεται ότι οι επενδύσεις πρέπει να κατευθύνονται πρωτίτως σε ρυθμισμένες αγορές, ενώ στην περίπτωση που επιλεγούν επενδυτικά μέσα μη ρυθμισμένων αγορών, αυτά πρέπει να διατηρούνται οπωσδήποτε σε συνετό επίπεδο

η οποία πρέπει να στοχεύει πρωτίστως στη διασφάλιση των συμφερόντων των ασφαλισμένων και δικαιούχων¹⁷⁸.

Ως έκφανση της συνετής διαχείρισης αντιμετωπίζονται μία σειρά από ειδικότερους επενδυτικούς κανόνες, οι οποίοι τείνουν στον μετριασμό του επενδυτικού κινδύνου, όπως ιδίως η επαρκής διασπορά χαρτοφυλακίου¹⁷⁹, η επένδυση του ενεργητικού πρωτίστως σε ρυθμιζόμενες αγορές, αλλά και η συνεκτίμηση παραγόντων σχετικών με την κοινωνία, το περιβάλλον και τη διακυβέρνηση. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, έχει ήδη εκφράσει την πεποίθηση ότι η εφαρμογή της αρχής της «συνετής διαχείρισης» στο πεδίο των συνταξιοδοτικών παροχών, εκδηλώνεται μέσω της ισορροπίας μεταξύ στοιχείων ενεργητικού και παθητικού της επιχείρησης, της διαφοροποίησης των επενδύσεων, της διατήρησης επαρκούς επιπέδου ρευστότητας, του περιορισμού της επένδυσης στη μητρική εταιρία με συμμετοχή των θυγατρικών εταιριών και των επιχειρήσεων που ελέγχονται από τη μητρική εταιρία, της συμμετοχής των εισφερόντων και των κλαδικών συμφερόντων, του σαφούς διαχωρισμού των περιουσιακών στοιχείων του εργοδότη και του συνταξιοδοτικού ταμείου, της ύπαρξης κάλυψης για τις επενδύσεις κεφαλαίου, και της εφαρμογής αυστηρού και αποτελεσματικού ελέγχου¹⁸⁰.

3.3.2 Ποσοτικοί περιορισμοί

Ποσοτικοί περιορισμοί των επενδύσεων των επαγγελματικών ταμείων υφίστανται στην πλειονότητα των κρατών εντός και εκτός ΕΕ. Η θέσπιση ποσοτικών περιορισμών εξυπηρετεί κυρίως κανονιστικούς και εποπτικούς σκοπούς, αφού μέσω αυτών διασφαλίζεται η εφαρμογή ελάχιστων

¹⁷⁸ Αντίστοιχοι προβληματισμοί έχουν διατυπωθεί και ως προς το περιεχόμενο των καθηκόντων διαχείρισης και της υποχρέωσης πίστης (fiduciary duty) των καταπιστευματοδόχων (trustees), δεδομένου ότι στο πλαίσιο της διαχείρισης και ιδίως της επιλογής επενδυτικών μέσων πρέπει να σταθμιστούν αντικρουόμενα συμφέροντα μεταξύ πχ των νεότερων και παλαιότερων μελών, αλλά και διαφορετικά κριτήρια (οικονομικά, κοινωνικά κλπ). Για πιο εκτεταμένη ανάλυση, βλ P. Watchman, Social responsibility and fiduciary duties of trustees στο συλλογικό Paul Thornton and Donald Fleming, Good governance for pension schemes, Cambridge University Press, 2011, σελ. 48

¹⁷⁹ Διαφοροποίηση ή διασπορά χαρτοφυλακίου είναι μια τεχνική διαχείρισης κινδύνου, όπου αγοράζονται επενδυτικά προϊόντα με διαφορετικό μεταξύ τους κίνδυνο και αποδόσεις, με σκοπό τη μείωση όσο το δυνατόν περισσότερο του αναλαμβανόμενου ρίσκου και την εξομάλυνση σε σημαντικό ποσοστό της μεταβλητότητας της συνολικής απόδοσης ενός χαρτοφυλακίου. Στην οικονομική θεωρία, η επένδυση σε ποικιλία στοιχείων ενεργητικού αποτελεί έναν ευρέως αποδεκτό μηχανισμό μείωσης του επενδυτικού κινδύνου, ενώ ταυτόχρονα θεωρείται ότι συμβάλει στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων. Με απλά λόγια, ο μηχανισμός της διασποράς βασίζεται στην παραδοχή ότι τα επενδυτικά μέσα δεν αντιδρούν το ίδιο στις διακυμάνσεις της αγοράς, επομένως ακόμα και αν ορισμένα εξ αυτών πληγούν από ένα συγκεκριμένο οικονομικό γεγονός, κάποια άλλα θα επωφεληθούν, πρβλ PWC, Global Pension Funds Best Practices in the Pension Funds investment process, 2016, σελ. 7

¹⁸⁰ Ψήφισμα σχετικά με το Πράσινο Βιβλίο της Επιτροπής όσον αφορά τις επικουρικές συντάξεις στην Ενιαία Αγορά (COM(97)0283 - C4-0392/97)

προϋποθέσεων συνετής διαχείρισης. Μεταξύ των επιχειρημάτων υπέρ των ποσοτικών περιορισμών είναι η διασφάλιση επαρκούς διασποράς του χαρτοφυλακίου των επαγγελματικών ταμείων, αλλά και ο μετριασμός των επενδύσεων υψηλού ή μεσαίου κινδύνου, οι οποίες, ακόμα και αν επιτρέπονται πρέπει να συνδυάζονται με αντίστοιχα μέσα που αντισταθμίζουν τον αναληφθέντα κίνδυνο. Από την άλλη, βέβαια, η θέσπιση ποσοτικών περιορισμών αφαιρεί αναντίρρητα από την ευελιξία των επαγγελματικών ταμείων να προβούν σε πιο εναλλακτικές, και ίσως πιο προσοδοφόρες επενδύσεις. Στο πλαίσιο αυτό, δεν προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι όσο πιο ανεπτυγμένος είναι ο κλάδος των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών σε μία χώρα, τόσο πιο χαλαροί είναι οι ποσοτικοί περιορισμοί, αφού οι δυνατότητες αυτορρύθμισης αλλά και η εμπιστοσύνη στους φορείς που διαχειρίζονται τα οικεία κεφάλαια θεωρούνται επαρκείς για την πλήρωση των σκοπών της συνετής διαχείρισης¹⁸¹. Για παράδειγμα, σε χώρες με ισχυρή παράδοση στην επαγγελματική ασφάλιση, όπως η Ολλανδία και ο Καναδάς, δεν προβλέπονται καθόλου ποσοτικοί περιορισμοί, ενώ σε άλλες, όπως οι ΗΠΑ προκρίνεται η απαγόρευση σε συγκεκριμένα επενδυτικά μέσα¹⁸².

Στην πιο διαδεδομένη τους εκδοχή, οι ποσοτικοί περιορισμοί λαμβάνουν τη μορφή ανώτατων πλαφόν επενδύσεων σε συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, τα οποία χαρακτηρίζονται από σημαντική αστάθεια τιμών, όπως είναι οι μετοχές. Λόγω του υψηλότερου επενδυτικού κινδύνου που είναι εγγενής με τα συγκεκριμένα χρεόγραφα, στις περισσότερες χώρες απαγορεύονται οι επενδύσεις των συνταξιοδοτικών φορέων σε μετοχές πάνω από εκ των προτέρων καθορισμένα όρια, ιδίως όταν αυτές αφορούν σε μη εισηγμένες εταιρίες¹⁸³.

Σε κάποιες χώρες υφίστανται περιορισμοί αναφορικά με την έκθεση του χαρτοφυλακίου των επαγγελματικών ταμείων σε ξένες αγορές, ή αλλιώς σε επενδυτικά μέσα εκτεφρασμένα σε νομίσματα διαφορετικά από εκείνα στα οποία είναι εκτεφρασμένες οι υποχρεώσεις τους¹⁸⁴. Αν και το φαινόμενο αυτό παρατηρείται κυρίως για τους φορείς του πρώτου πυλώνα, όπου η παραμονή των κεφαλαίων στην εγχώρια αγορά επιτρέπει την χρηματοδότησή της για την επίτευξη άλλων σκοπών, ωστόσο ανάλογοι περιορισμοί προβλέπονται, σε

¹⁸¹ PWC, ό.α, σελ. 10

¹⁸² OECD, Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds, 2019

¹⁸³ Σύμφωνα με τα σχετικά στοιχεία του ΟΟΣΑ σε 55 από τις χώρες που αποτέλεσαν το αντικείμενο της μελέτης του 2017 υφίστανται ανώτατα όρια επιτρεπόμενων επενδύσεων σε μετοχές, πρβλ. OECD, Annual Survey of Investment Regulations of Pension Funds 2018

¹⁸⁴ Η θέσπιση τέτοιων περιορισμών μεταξύ κρατών ΕΕ πρέπει να είναι σύμφωνη με την ενωσιακή νομοθεσία (κυρίως την IORP), και σε κάθε περίπτωση να μην αντιβαίνουν στις διατάξεις για την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων. Αντιθέτως, η θέσπιση ποσοτικών περιορισμών σε ξένο νόμισμα (foreign currency) είναι επιτρεπτή όταν αφορά σε τρίτες χώρες εκτός ΕΕ. Περισσότερες πληροφορίες για τους ποσοτικούς περιορισμούς ευρωπαϊκών κρατών περιέχονται σε σχετικό έγγραφο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=28754&no=5>

μικρότερο βαθμό, και για τους φορείς του δεύτερου πυλώνα, ιδίως σε χώρες με έντονο κρατικό προστατευτισμό¹⁸⁵. Συχνά προβλέπεται, επίσης, και η καθολική απαγόρευση ορισμένου τύπου επενδύσεων, όπως η παροχή δανείων χωρίς επαρκείς εγγυήσεις, οι επενδύσεις σε μη ρυθμισμένες αγορές ή σε παράγωγα.

Εξαιρετικά σημαντικοί περιορισμοί στο πεδίο της επαγγελματικής ασφάλισης είναι οι σχετικοί με επενδύσεις σε επιχειρήσεις που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τον χρηματοδότη του επαγγελματικού ταμείου (εργοδότη) κ.ά¹⁸⁶. Οι εν λόγω περιορισμοί στοχεύουν αφενός στην προστασία των ασφαλισμένων από ενδεχόμενη αφερεγγυότητα του εργοδότη, η οποία θα είχε ως αποτέλεσμα την απώλεια κεφαλαίων του συνταξιοδοτικού τους προγράμματος, αφετέρου στην πρόληψη καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων. Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να τονιστεί ότι η αναγνώριση όρων που ενδεχομένως οδηγούν στην ανακατεύθυνση της χρηματοδότησης σε επενδύσεις συμφερόντων των ίδιων των εργοδοτών, και αντίστοιχα η εφαρμογή ποσοτικών ορίων ως προς αυτούς, είναι ένα εξαιρετικά πολύπλοκο εγχείρημα, καθώς η ανακατεύθυνση των σχετικών κεφαλαίων μπορεί να επιτευχθεί και μέσω οχημάτων που δεν επιτρέπουν την άμεση συσχέτιση των επενδύσεων με αντικείμενα συμφερόντων των εργοδοτών (πχ ΟΣΕΚΑ)¹⁸⁷.

Ιδιαίτερη κατηγορία ποσοτικών περιορισμών είναι, ακόμα, οι περιορισμοί ως προς την υπερβολική συγκέντρωση μεριδίων. Με δεδομένο ότι η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής ενός επαγγελματικού ταμείου σε συγκεκριμένες επιχειρήσεις αυξάνει την έκθεσή του στον κίνδυνο ενδεχόμενης οικονομικής πτώσης των αξιών που συνδέονται με αυτές, μετατρέποντάς το από επενδυτή σε επιχειρηματία, συχνά προβλέπονται ανώτατα όρια συμμετοχής σε μεμονωμένες επιχειρήσεις. Βέβαια, η θέσπιση τέτοιων ορίων σχετίζεται σαφώς και με την επαρκή διασπορά των επενδύσεων, και ως εκ τούτου, ακόμα και αν δεν προβλέπονται ρητά, συνήθως επιβάλλονται από την αρχή της συνετής διαχείρισης¹⁸⁸.

Τέλος, ως ποσοτικοί μπορούν να αντιμετωπιστούν οι περιορισμοί που συνίστανται στην επιβολή ελάχιστων κεφαλαιακών απαιτήσεων. Στην περίπτωση αυτή, πέραν των τεχνικών προβλέψεων, οι οποίες αντανακλούν τις υποχρεώσεις των φορέων προς τους δικαιούχους, οι συνταξιοδοτικοί φορείς

¹⁸⁵ M. Haverland, When the welfare state meets the regulatory state: EU occupational pension policy, *Journal of European Public Policy*, 14:6, 2007, σελ. 886-904

¹⁸⁶ J. J. Gollier, ό.π, σελ.72

¹⁸⁷ Η προβληματική αυτή αναδείχθηκε ιδιαίτερα από την εποπτική αρχή του HB, βλ.σχετικά Statement by The Pensions Regulator Employer related investments, 2010

¹⁸⁸ Το 2011, η ολλανδική εποπτική αρχή De Nederlandsche Bank (DNB) ζήτησε από το επαγγελματικό ταμείο Vereenigde Glasfabrieken να μειώσει το ποσοστό επενδύσεων σε χρυσό, διαλαμβάνοντας ότι η αυξημένη έκθεση στα συγκεκριμένα επενδυτικά μέσα υπερέβαινε τα όρια που τάσσονται από την αρχή της συνετής διαχείρισης. Το επαγγελματικό ταμείο προσέφυγε στο Δικαστήριο του Ρότερνταμ, όπου και δικαίωθηκε

υποχρεούνται να διατηρούν και επιπρόσθετα περιουσιακά στοιχεία, σκοπός των οποίων είναι η κάλυψη βιομετρικών κινδύνων, ή ενός ελάχιστου επιπέδου εγγυήσεων. Τα συμπληρωματικά αυτά περιουσιακά στοιχεία λειτουργούν ως «μαξιλάρι» για ενδεχόμενα δυσμενών οικονομικών συγκυριών¹⁸⁹. Αν και δεν αποτελούν άμεσους ποσοτικούς περιορισμούς στις επενδύσεις, ωστόσο επηρεάζουν αυτές έμμεσα, αφού τα στοιχεία που αντιστοιχίζονται με την υπό κρίση κεφαλαιακή απαίτηση πρέπει να είναι τέτοιας φύσης που να μπορούν να εξυπηρετήσουν το συγκεκριμένο σκοπό.

3.4 Κίνδυνοι

Οι κίνδυνοι των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων ταυτίζονται σε μεγάλο βαθμό με αυτούς που χαρακτηρίζουν τα ίδια τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα¹⁹⁰. Είναι αλήθεια ότι η αρχή της κεφαλαιακής συσσώρευσης συνεπάγεται παρεμφερείς κινδύνους για όλους τους φορείς που λειτουργούν με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, οι οποίοι συνεχονται κυρίως με την έκθεση των κεφαλαίων στους κινδύνους των αγορών. Η ίδια η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, που συνίσταται στη διοχέτευση κεφαλαίων, εν προκειμένω των συνταξιοδοτικών αποταμιεύσεων, προς διάφορα φυσικά ή νομικά πρόσωπα, προκειμένου αυτά να επενδυθούν εντός της πραγματικής οικονομίας, ενέχει εγγενώς τον κίνδυνο ότι οι πραγματοποιούμενες αποδόσεις δεν θα είναι ίσες με τις αναμενόμενες, πολλές φορές δε, μπορεί να οδηγήσει και σε απώλεια των αρχικών κεφαλαίων¹⁹¹. Οι διακυμάνσεις της αγοράς έχουν, έτσι, άμεση επίπτωση στα επενδεδυμένα κεφάλαια των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων και επομένως και στις συνταξιοδοτικές παροχές που χρηματοδοτούνται από αυτά, γεγονός που καθιστά τους συνταξιοδοτικούς φορείς ευάλωτους στους μακροοικονομικούς κινδύνους¹⁹².

Ήδη από όσα εκτέθηκαν προηγουμένως, έγινε αντιληπτό ότι μεταξύ των παραγόντων της αγοράς των χρηματοπιστωτικών μέσων υπάρχουν ισχυροί δεσμοί εξάρτησης. Είναι αλήθεια ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ως βασικοί επενδυτές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, επηρεάζουν και επηρεάζονται άμεσα από τον τρόπο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών φορέων, αφού από την

¹⁸⁹ CEIOPS-OPSSC-01/08 Final, Survey on fully funded, technical provisions and security mechanisms in the European occupational pension sector, 2008, σελ. 3

¹⁹⁰ Τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα βέβαια, χαρακτηρίζονται και από άλλους κινδύνους, οι οποίοι δεν συνεχονται άμεσα με τις επενδύσεις, όπως ο κίνδυνος του πληθωρισμού, η έλλειψη κρατικών εγγυήσεων κ.ά.

¹⁹¹ Σύμφωνα με τον Ι. Κοσκοσά, σε Διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, Εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε., 2012, σελ. 125, ο επενδυτικός κίνδυνος συνίσταται ακριβώς στον κίνδυνο «ότι η απόδοση των οικονομιών μας θα είναι χαμηλότερη από ότι αρχικά υπολογίζαμε και συνεπώς το εισόδημα της συνταξιοδότησης μας θα είναι χαμηλότερο»

¹⁹² OECD, Designing private pensions to complement public pensions, Document circulated for discussion under the agenda of the WPPP meeting to be held on 4-5 December 2017 (unpublished)

μία πλευρά χρηματοδοτούν την αγορά, παρέχοντας ρευστότητα και σταθερότητα, και μπορούν να επηρεάζουν, μέσω των στρατηγικών τους αποφάσεων, τον τρόπο που λειτουργούν σημαντικοί κλάδοι της οικονομίας, ενώ από την άλλη πλευρά, επηρεάζονται αντίστοιχα από τη λειτουργία της αγοράς, καθώς υφίστανται τον κίνδυνο της μετάδοσης κάθε αρνητικής επίπτωσης στα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία έχουν επενδύσει, άμεσα ή έμμεσα. Η αλληλεξάρτηση αυτή επιβεβαιώθηκε από την πρόσφατη χρηματοπιστωτική κρίση, η οποία αποτέλεσε χαρακτηριστικό παράδειγμα εξάπλωσης μεμονωμένων προβλημάτων συγκεκριμένων κλάδων σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα. Κατά τη διάρκεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης, τα συνταξιοδοτικά ταμεία υπέστησαν τις επιπτώσεις από τους κινδύνους της αγοράς (market risks) και τους επενδυτικούς κινδύνους (investment risks), οι οποίοι είχαν άμεσο αντίκτυπο τόσο στην άμεση ρευστότητά τους όσο και στις μεσο-μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Ως αποτέλεσμα, στα χρόνια που ακολούθησαν, διαφάνηκε περισσότερο η ανάγκη συνεκτίμησης των κινδύνων της αγοράς και των συστημικών κινδύνων, η οποία μάλιστα μετουσιώθηκε σε συγκεκριμένους προληπτικούς μηχανισμούς ενωσιακών κειμένων¹⁹³.

Η ενδελεχής ανάπτυξη των επενδυτικών κινδύνων εκφεύγει των σκοπών της παρούσας, ωστόσο με δεδομένο ότι αυτοί αποτελούν συχνά αντικείμενο των ρυθμίσεων του δεύτερου πυλώνα, κρίνεται σκόπιμο να εκτεθούν ορισμένες βασικές πληροφορίες που επιτρέπουν την κατανόηση του ζητήματος. Οι επενδυτικοί κίνδυνοι διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες: στους γενικούς κινδύνους, δηλαδή στους κινδύνους που είναι σύμφυτοι με τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, και στους ειδικούς κινδύνους, δηλαδή σε αυτούς που συναρτώνται με συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα. Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται κίνδυνοι όπως ο συστημικός κίνδυνος¹⁹⁴, ο κίνδυνος πληθωρισμού, ο κίνδυνος επιτοκίου, ο πιστωτικός κίνδυνος κ.ά.¹⁹⁵. Για τη δεύτερη κατηγορία, από την άλλη, απαιτείται ακόμα πιο προσεκτική εξέταση, αφού ανάλογα με τα ειδικότερα χαρακτηριστικά κάθε χρηματοπιστωτικού μέσου εντοπίζονται και διαφορετικοί κίνδυνοι. Ενδεικτικά, ο κίνδυνος πτώχευσης είναι μεγαλύτερος στα ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης, ενώ ο

¹⁹³ Για παράδειγμα, ειδικές διατάξεις για αποφυγή συστημικών κινδύνων στο άρθρο 133 της οδηγίας 2013/36/ΕΕ, σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ

¹⁹⁴ Για την επίδραση των συστημικών κινδύνων στα συνταξιοδοτικά ταμεία, βλ. R. Beetsma, S. Vos and Ch. Wanningen, Systemic Aspects of Pension Funds and the Role of Supervision, CESifo Forum 4/2016, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.cesifo.org/DocDL/forum-2016-4-beetsma-vos-wanningen-pension-funds-december.pdf>

¹⁹⁵ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τις κατηγορίες και τα χαρακτηριστικά των επενδυτικών κινδύνων, βλ. H. Baker, G. Filbeck, Investment Risk Management, Oxford University Press, 2015, σελ. 81 επ

κίνδυνος της εκδότριας εταιρίας είναι μεγαλύτερος σε μετοχές εκτός οργανωμένων αγορών διαπραγμάτευσης.

Ο κίνδυνος που ελλοχεύει για τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις σε ένα παρατεταμένο περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων αναδείχθηκε σε πρόσφατη έκθεση της ΕΙΟΡΑ, με διαφαινόμενες και άλλες πιθανές εστίες κινδύνων, όπως ο κίνδυνος μείωσης της πιστοληπτικής ικανότητας των τραπεζών, με συνακόλουθη την επίταση του κινδύνου συγκέντρωσης (concentration risk) λόγω αυξημένης έκθεσης των συνταξιοδοτικών ταμείων σε σχετικά τραπεζικά προϊόντα¹⁹⁶. Είναι δε σαφές, ότι οι κίνδυνοι από ένα τέτοιο δυσμενές περιβάλλον επιδρούν άμεσα στη δυνατότητα των συνταξιοδοτικών ταμείων να καλύψουν τις υπεσχημένες υποχρεώσεις τους, ιδίως των συνταξιοδοτικών προϊόντων με εγγυημένες αποδόσεις.

Η εξάρτηση από την αγορά και τις διακυμάνσεις της η οποία συνοδεύει υποχρεωτικά τα παραπάνω συστήματα, απαιτεί με τη σειρά της εξειδικευμένες οικονομικές γνώσεις και κατάλληλο χειρισμό πολύπλοκων χρηματοοικονομικών εργαλείων, τα οποία δεν χαρακτηρίζουν τον μέσο επενδυτή (εν προκειμένω τον μέσο ασφαλισμένο)¹⁹⁷. Ως εκ τούτου, η παροχή περισσότερων επενδυτικών επιλογών, ή οποιοδήποτε επιπέδου ευελιξίας ως προς την επιλογή των επενδυτικών μέσων, προϋποθέτει ένα ικανοποιητικό επίπεδο γνώσεων εκ μέρους των ασφαλισμένων, οι οποίοι φέρουν τελικώς τον κίνδυνο των επενδύσεων. Με αυτά τα δεδομένα, στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα ανακύπτουν σε μεγαλύτερη ένταση κίνδυνοι που συναρτώνται με την επαρκή πληροφόρηση των ασφαλισμένων, αλλά και με την εφαρμογή υψηλών προτύπων διακυβέρνησης, σύμφωνα με όσα αναπτύχθηκαν παραπάνω.

¹⁹⁶ ΕΙΟΡΑ, Financial Stability Report of the (re)insurance and occupational pensions sectors in the European Economic Area, διαθέσιμο στον ιστότοπο https://www.eiopa.europa.eu/content/eiopa-outlines-key-financial-stability-risks-european-insurance-and-pensions-sector-0_en

¹⁹⁷ Για τον ίδιο λόγο στα επαγγελματικά συστήματα απαιτείται η προσέλκυση προσώπων με άριστη εκπαίδευση και προσόντα, οι οποίοι, όμως, κοστίζουν περισσότερο

ΔΕΥΤΕΡΟ ΜΕΡΟΣ: ΑΠΟ ΤΙΣ ΟΔΗΓΙΕΣ ΤΟΥ ΔΕΥΤΕΡΟΥ ΠΥΛΩΝΑ ΣΤΟ ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΠΡΩΤΟΥ ΠΥΛΩΝΑ: Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΓΙΑ ΤΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ ΑΣΦΑΛΙΣΜΕΝΩΝ

Κεφάλαιο 1: Η διαχείριση περιουσιακών στοιχείων με βάση την IORP II, SOLVENCY II και MIFID II

Ενότητα 1. Το γενικό πλαίσιο των Οδηγιών

1.1 IORP II

1.1.1 Εισαγωγή

Το πιο σημαντικό ενωσιακό κείμενο για τη ρύθμιση των δραστηριοτήτων επαγγελματικής ασφάλισης είναι η Οδηγία 2016/2341 του Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, γνωστή και ως IORP II, η οποία αντικατέστησε την προϊσχύσασα Οδηγία 2003/41 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (IORP I). Η τελευταία Οδηγία αποτέλεσε το πρώτο βήμα για τη θέσπιση συνεκτικού θεσμικού πλαισίου για τον δεύτερο πυλώνα και τη συστηματική προσέγγιση των επαγγελματικών ταμείων, τα οποία τέθηκαν υπό τη γενικότερη έννοια των ιδρυμάτων επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (Ι.Ε.Σ.Π)¹⁹⁸. Με τον τρόπο αυτό η IORP I αποτέλεσε το πρώτο βήμα εναρμόνισης ως προς τα ζητήματα εποπτείας και διαχείρισης των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, αλλά και άλλων κρίσιμων ζητημάτων για την προστασία των δικαιούχων, όπως αυτών της πληροφόρησης.

Η εξέλιξη του θεσμού της επαγγελματικής ασφάλισης, το έλλειμμα φερεγγυότητας των φορέων που διαχειρίζονται, μεταξύ άλλων, συνταξιοδοτικά καθεστώτα, που διαφάνηκε στη συνέχεια της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, αλλά και οι εν των μεταξύ αναληφθείσες πρωτοβουλίες της ΕΕ, και ιδίως η Λευκή Βίβλος για επαρκείς, ασφαλείς και βιώσιμες συντάξεις (2012)¹⁹⁹ και η Πράσινη Βίβλος για τη Μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της Ευρωπαϊκής Οικονομίας (2013)²⁰⁰, κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη αναθεώρησης της IORP I, και οδήγησαν στη θέσπιση ενός νέου και επικαιροποιημένου κειμένου, με αυξημένες απαιτήσεις εποπτείας και διαχείρισης περιουσίας των

¹⁹⁸ Για τον ρόλο των Ι.Ε.Σ.Π στην κοινή αγορά, βλ. ενδεικτικά Π. Παπαρηγοπούλου, Η Επικουρική Κοινωνική Ασφάλιση στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο Ανταγωνισμού, σελ. 17 επ

¹⁹⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013IP0204&from=EL>

²⁰⁰ Το πλήρες κείμενο της Πράσινης Βίβλου για τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της ευρωπαϊκής οικονομίας είναι διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52013DC0150&from=EL>

επαγγελματικών συνταξιοδοτικών συστημάτων²⁰¹. Το νέο αυτό θεσμικό πλαίσιο αποτυπώνεται στην IORP II, η προθεσμία ενσωμάτωσης της οποίας εξέπνευσε τον Ιανουάριο του 2019. Ως Οδηγία ελάχιστης εναρμόνισης, η IORP II θέτει το βασικό πλαίσιο υποχρεώσεων των κρατών-μελών σχετικά με την προστασία των μελών και δικαιούχων επαγγελματικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, επιφυλάσσοντας για τον εθνικό νομοθέτη ευρύ περιθώριο παρεμβάσεων προς τον σκοπό επίτευξης υψηλότερου επιπέδου προστασίας²⁰².

Η IORP II, όπως και η IORP I, εστιάζει ιδιαίτερα σε κρίσιμα ζητήματα για την εσωτερική αγορά και την προστασία των δικαιωμάτων των μελλοντικών συνταξιούχων²⁰³. Έτσι, επαναλαμβάνεται η σημασία των Ι.Ε.Σ.Π για την ανάπτυξη της ενωσιακής κεφαλαιαγοράς, τη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της οικονομίας και την προσφορά ασφαλών συνταξιοδοτικών παροχών²⁰⁴, η οποία αποτυπώνεται κυρίως στις νέες διατάξεις για τη διασυννοριακή δραστηριότητα, τις διασυννοριακές μεταφορές και τις αυξημένες απαιτήσεις εποπτείας. Παράλληλα, δίνεται έμφαση σε ρυθμίσεις σχετικά με τη χρηστή διακυβέρνηση, την παροχή επαρκούς ενημέρωσης στα μέλη, τη διαφάνεια και την ασφάλεια των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών. Όλες οι σχετικές διατάξεις είναι, άλλωστε, σε τέτοιο βαθμό αλληλεξαρτώμενες, που η μη εφαρμογή ή η πλημμελής εφαρμογή κάποιων εξ αυτών θα αναιρούσε εν συνόλω τους σκοπούς της Οδηγίας.

Όπως εύλογα αναμένεται, η ανάλυση των νεότευκτων ρυθμίσεων της IORP II καταλαμβάνει σημαίνουσα θέση στο πλαίσιο της παρούσας. Η συγκεκριμένη Οδηγία, διέπουσα αποκλειστικά το δεύτερο πυλώνα, αποτελεί το πρωτεύον κανονιστικό κείμενο ως προς τη διαχείριση των κεφαλαίων των επαγγελματικών συντάξεων, και συνεπώς οι τροποποιήσεις που επέφερε έχουν σημαντικό αντίκτυπο σε όλα τα επιμέρους ζητήματα που εξετάζονται στη συνέχεια. Εκτός από την κατανόηση των ειδικότερων αυτών ζητημάτων, όμως, η παρουσίαση των βασικότερων αλλαγών που εισήγαγε η IORP II, επιτρέπει και την κατανόηση ζητημάτων που σχετίζονται με τη γενικότερη εξέλιξη της

²⁰¹ Η αναθεώρηση της IORP ακολούθησε την τάση αναθεώρησης όλων των Οδηγιών για τους χρηματοπιστωτικούς φορείς, στα ελλείμματα διακυβέρνησης και εποπτείας των οποίων αποδόθηκε εν πολλοίς η χρηματοπιστωτική κρίση. Αρχικά είχε προταθεί η επέκταση της Οδηγίας 2009/138/ΕΚ για τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις στα Ι.Ε.Σ.Π του δεύτερου πυλώνα, ωστόσο η πρόταση αυτή απορρίφθηκε για να μην αλλοιωθεί ο κοινωνικός ρόλος των Ι.Ε.Σ.Π. Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. σχετικά Μ. Dowsey, *Review of the IORP directive*, Pensions An International Journal Palgrave Publishers Ltd, 2012

²⁰² Σκέψη 3

²⁰³ Βλ. σχετικά Π. Παπαρηγοπούλου, *Η Επικουρική Κοινωνική Ασφάλιση στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο του Ανταγωνισμού*, σελ 17 επ., Ρ. Borsjé and Η. Meerten, *A European Pensions Union: Towards a Strengthening of the European Pension Systems. Research Handbook on European Social Security Law*, Edited by Frans Pennings, Gijbert Vonk. 2015

²⁰⁴ Σύμφωνα με τη σκέψη 8, τα Ι.Ε.Σ.Π αποτελούν ζωτικό στοιχείο της οικονομίας της Ένωσης, και διαχειρίζονται στοιχεία ενεργητικού ύψους 2,5 τρισεκατομμυρίων EUR για περίπου 75 εκατ. μέλη και δικαιούχους

επαγγελματικής ασφάλισης στην ΕΕ, και ιδίως τη σταδιακή διεθνοποίηση (εξευρωπαϊσμό) του θεσμού, τα ρυθμιστικά κενά του προϊσχύσαντος πλαισίου, αλλά και την εξακολουθούμενη αμφιταλάντευση της επαγγελματικής ασφάλισης μεταξύ εθνικών και υπερεθνικών χαρακτηριστικών.

1.1.2 Οι νέες ρυθμίσεις

Ακολουθώντας τη σειρά των διατάξεων της νέας Οδηγίας, οι βασικές τροποποιήσεις που επιφέρει σε σχέση με το προϊσχύσαν νομοθετικό πλαίσιο θα μπορούσαν να συνοψιστούν στις ρυθμίσεις των άρθρων 11 και 12 σχετικά με τις διασυνοριακές δραστηριότητες και τις διασυνοριακές μεταφορές αντίστοιχα, στις ρυθμίσεις των άρθρων 21 επ. σχετικά με το σύστημα διακυβέρνησης, και ιδίως σε αυτές που αφορούν στις απαιτήσεις για διαχείριση βάσει ικανοτήτων και ήθους, τη διαχείριση κινδύνων και την ίδια αξιολόγηση κινδύνων, στις ρυθμίσεις των άρθρων 36 επ. σχετικά με την πληροφόρηση μελών, υποψήφιων μελών και δικαιούχων και, τέλος, στις ρυθμίσεις των άρθρων 45 επ αναφορικά με την άσκηση προληπτικής εποπτείας²⁰⁵.

1.1.2.1 Διασυνοριακή δραστηριότητα και Διασυνοριακή μεταφορά

Με τη νέα Οδηγία καθίσταται εμφανές ότι η ανάπτυξη των θεσμών της διασυνοριακής δραστηριότητας και της διασυνοριακής μεταφοράς αποτελεί πρωταρχικής σημασίας μέλημα του ενωσιακού νομοθέτη. Σύμφωνα με το σχετικό ορισμό της Οδηγίας²⁰⁶, διασυνοριακή δραστηριότητα είναι η διαχείριση συνταξιοδοτικού καθεστώτος στο οποίο η σχέση μεταξύ της χρηματοδοτούσας επιχείρησης και των ενδιαφερομένων μελών και δικαιούχων, διέπεται από τη σχετική με τον τομέα των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών καθεστώτων κοινωνική και εργατική νομοθεσία, άλλου κράτους μέλους από το κράτος μέλος καταγωγής. Ο ορισμός της διασυνοριακής μεταφοράς δεν περιλαμβάνεται στους ορισμούς του άρθρου 6 της Οδηγίας, προκύπτει όμως ευχερώς από την παρ. 1 του άρθρου 12, το οποίο ρυθμίζει τη συγκεκριμένη δραστηριότητα. Έτσι, διασυνοριακή μεταφορά υφίσταται όταν συνταξιοδοτικό καθεστώς (ορθότερα πρόγραμμα) που διαχειρίζεται Ι.Ε.Σ.Π ενός κράτους μέλους μεταφέρεται, εν όλω ή εν μέρει, σε Ι.Ε.Σ.Π που είναι εγκατεστημένο σε άλλο κράτος μέλος. Συναφώς, μεταφέρον Ι.Ε.Σ.Π είναι το Ι.Ε.Σ.Π το οποίο μεταφέρει, πλήρως ή εν μέρει, το παθητικό, τις τεχνικές προβλέψεις, και άλλες υποχρεώσεις και δικαιώματα ενός συνταξιοδοτικού καθεστώτος, καθώς και τα αντίστοιχα στοιχεία ενεργητικού ή ισοδύναμο χρηματικό ποσό, σε Ι.Ε.Σ.Π που έχει

²⁰⁵ Για τις τροποποιήσεις που επιφέρει η Οδηγία 2016/2341/ΕΚ βλ. μεταξύ άλλων ΕΙΟΡΑ, Implementation of the IORP II Directive, Position Paper by the Occupational Pensions Stakeholder Group, 2018

²⁰⁶ άρθρο 6, αρ.19

καταχωριστεί ή εγκριθεί σε άλλο κράτος μέλος, ενώ παραλαμβάνον Ι.Ε.Σ.Π το Ι.Ε.Σ.Π το οποίο παραλαμβάνει, πλήρως ή εν μέρει, το παθητικό, τις τεχνικές προβλέψεις, και άλλες υποχρεώσεις και δικαιώματα ενός συνταξιοδοτικού καθεστώτος, καθώς και τα αντίστοιχα στοιχεία ενεργητικού ή ισοδύναμο χρηματικό ποσό, από Ι.Ε.Σ.Π που έχει καταχωριστεί ή εγκριθεί σε άλλο κράτος μέλος αντίστοιχα²⁰⁷.

Ως προς την άσκηση διασυνοριακής δραστηριότητας επέρχονται σημαντικές αλλαγές, οι οποίες έχουν ως στόχο την περιχαράκωση των δικαιωμάτων των μελών και των δικαιούχων των οικείων συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, καθώς και την άρση των εποπτικών εμποδίων που παρατηρήθηκαν τα τελευταία χρόνια. Τούτο διότι παρά το γεγονός ότι η δυνατότητα διασυνοριακής δραστηριότητας προβλεπόταν ήδη στην Οδηγία 2003/43/ΕΚ, ωστόσο οι προϊσχύσασες διατάξεις αποδείχθηκαν μάλλον ανεπαρκείς για την ανάπτυξη του θεσμού, ενώ δεν έλειψαν περιπτώσεις επικάλυψης αρμοδιοτήτων μεταξύ των εποπτικών αρχών των εμπλεκόμενων κρατών, οι οποίες αποτέλεσαν τροχοπέδη για την εξέλιξη των σχετικών διαδικασιών²⁰⁸. Η δυνατότητα διασυνοριακής μεταφοράς συνταξιοδοτικών προγραμμάτων από Ι.Ε.Σ.Π ενός κράτους μέλους σε Ι.Ε.Σ.Π άλλου κράτους μέλους, από την άλλη, αποτελεί νεότευκτο θεσμό, αφού εισάγεται για πρώτη φορά με την IORP II, με σκοπό την περαιτέρω ενίσχυση της διακίνησης κεφαλαίων μεταξύ των κρατών μελών²⁰⁹.

Οι προβλέψεις της διασυνοριακής δραστηριότητας αποτελούν από τα χαρακτηριστικότερα παραδείγματα του διφυούς χαρακτήρα της επαγγελματικής ασφάλισης, ο οποίος παρά τα αμιγώς οικονομικά και συνεπώς διεθνοποιημένα χαρακτηριστικά του, εξακολουθεί να αντιμετωπίζεται ως ένας κοινωνικός θεσμός, ρυθμιζόμενος σημαντικά από το εθνικό δίκαιο κάθε μέλους. Όπως εκτέθηκε προηγουμένως, η άσκηση διασυνοριακής δραστηριότητας αφορά εξ ορισμού τη διαχείριση συνταξιοδοτικού προγράμματος στο οποίο η σχέση μεταξύ της χρηματοδοτούσας επιχείρησης και των μελών και δικαιούχων διέπεται από τη σχετική με τον τομέα των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων κοινωνική και εργατική νομοθεσία άλλου κράτους από το κράτος στο οποίο είναι εγκατεστημένο το ΙΕΣΠ. Εκκινώντας από την παραδοχή ότι η σχέση μεταξύ χρηματοδοτούσας επιχείρησης και μελών και δικαιούχων ενός συνταξιοδοτικού προγράμματος συνήθως διέπεται από το δίκαιο του κράτους εντός της επικράτειας του οποίου απασχολείται η

²⁰⁷ Ορισμοί 12 και 13 άρθρου 6 της της Οδηγίας 2016/2341/ΕΚ

²⁰⁸ Ενδεικτικό της μικρής ανάπτυξης του θεσμού είναι ότι τον Ιούνιο του 2012 στην ΕΕ μόνο 84 Ι.Ε.Σ.Π, δηλαδή ποσοστό 0.01% του συνόλου των Ι.Ε.Σ.Π με περισσότερα από 100 μέλη, λειτουργούσαν διασυνοριακά, βλ. σχετικό ενημερωτικό σημείωμα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52014SC0103&from=EN>

²⁰⁹ Βλ. σχετικά σελ. 3 του ενημερωτικού σημειώματος του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου που δημοσιεύθηκε τον Ιανουάριο του 2017, διαθέσιμο στην ιστοσελίδα [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595899/EPRS_BRI\(2017\)595899_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595899/EPRS_BRI(2017)595899_EN.pdf)

οικεία επαγγελματική ομάδα, και το οποίο για τις ανάγκες της Οδηγίας αποτελεί το κράτος υποδοχής, δεν προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι το εργατικοκοινωνικό δίκαιο του συγκεκριμένου κράτους εξακολουθεί να είναι το εφαρμοστέο, στην περίπτωση που η χρηματοδοτούσα επιχείρηση αποφασίσει την ανακατεύθυνση των χρηματοροών της σε ΙΕΣΠ άλλου κράτους μέλους. Και αυτό διότι μια τέτοια μεταβολή αφορά αποκλειστικά στον φορέα διαχείρισης του οικείου συνταξιοδοτικού προγράμματος και δεν ασκεί καμία ουσιαστική επιρροή στη σχέση ή τις λοιπές συνθήκες απασχόλησης των εμπλεκόμενων προσώπων, τουλάχιστον όχι τέτοια που θα μπορούσε να δικαιολογήσει τη μεταβολή του σχετικού εφαρμοστέου δικαίου.

Η κατάτμηση αυτή του εφαρμοστέου δικαίου μεταξύ κράτους υποδοχής και κράτους καταγωγής μπορεί να έχει άμεση επιρροή στα ζητήματα διαχείρισης των κεφαλαίων του αντίστοιχου συνταξιοδοτικού προγράμματος. Πράγματι, στην έννοια της εργατικής και κοινωνικής νομοθεσίας για τις επαγγελματικές συντάξεις περιλαμβάνονται πολλές σημαντικές πληροφορίες, τις οποίες πρέπει να λαμβάνει απαραίτητως υπόψη το ΙΕΣΠ που διαχειρίζεται ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα. Τέτοιες είναι οι πληροφορίες που αφορούν σε γενικότερα στοιχεία του εθνικού επαγγελματικού συνταξιοδοτικού συστήματος, όπως η νόμιμη ηλικία συνταξιοδότησης, η υποχρέωση ή μη του εργοδότη να προσφέρει επαγγελματικό συνταξιοδοτικό πρόγραμμα και η μορφή που πρέπει να έχει το συγκεκριμένο πρόγραμμα (προκαθορισμένων εισφορών ή προκαθορισμένων παροχών) αλλά και ειδικότερες πληροφορίες, οι οποίες είναι απαραίτητες κατά τη διαχείριση ενός συνταξιοδοτικού προγράμματος. Οι διατάξεις της εργατικής και κοινωνικής νομοθεσίας μπορούν, έτσι, να ορίζουν το περιεχόμενο της υποχρέωσης (pension promise) ή να θέτουν ελάχιστες απαιτήσεις, όπως προστασία κατά του πληθωρισμού, υποθέσεις θνησιμότητας, προϋποθέσεις υπό τις οποίες επιτρέπεται ή αύξηση των εισφορών ή η μείωση των παροχών, τυχόν εγγυήσεις, προστασία κατά της φερεγγυότητας του εργοδότη κλπ²¹⁰. Είναι εμφανές ότι οι τελευταίες απαιτήσεις επιδρούν καθοριστικά τόσο στη γενικότερη επενδυτική πολιτική που μπορεί να εφαρμόσει το διαχειριζόμενο το πρόγραμμα ταμείο όσο και στα ειδικότερα επενδυτικά μέσα που δύναται να επιλέξει, τα οποία πρέπει να εξυπηρετούν τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά του προγράμματος.

1.1.2.2 Πληροφόρηση μελών και δικαιούχων

Μεταξύ των διατάξεων που καταλαμβάνουν σημαντική θέση στο πλαίσιο της νέας Οδηγίας είναι, επίσης, αυτές που ρυθμίζουν την πληροφόρηση των μελών, υποψήφιων μελών και δικαιούχων των Ι.Ε.Σ.Π. Πράγματι, σε σχέση με τις αντίστοιχες διατάξεις της προϊσχύσασας Οδηγίας, οι οποίες περιλαμβάνονταν σε ένα και μόνο άρθρο, οι νέες απαιτήσεις πληροφόρησης

²¹⁰ CEIOPS, Survey on fully funded, technical provisions and security mechanisms in the European occupational pension sector, 2008 p.13

εντάσσονται σε ξεχωριστό τίτλο και αποτελούν αντικείμενο αναλυτικής ρύθμισης από τον ενωσιακό νομοθέτη²¹¹. Αρχικά, οι απαιτήσεις πληροφόρησης διακρίνονται ανάλογα με την ιδιότητα του προσώπου στο οποίο αφορούν. Ειδικότερα, στα υποψήφια μέλη πρέπει να παρέχονται, πριν από την ένταξή τους σε συνταξιοδοτικό πρόγραμμα, πληροφορίες σχετικά με οποιεσδήποτε επιλογές διατίθενται σε αυτούς, τα χαρακτηριστικά του συνταξιοδοτικού προγράμματος, περιλαμβανομένου του είδους των παροχών, καθώς και τον τρόπο που λαμβάνονται υπόψη περιβαλλοντικοί, κλιματικοί, κοινωνικοί παράγοντες και παράγοντες εταιρικής διακυβέρνησης στην επενδυτική πολιτική του Ι.Ε.Σ.Π. Αντίστοιχα, τα μέλη ενός συνταξιοδοτικού προγράμματος πρέπει να ενημερώνονται, μεταξύ άλλων, για τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των συμμετεχόντων στο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα, για τα προσωπικά στοιχεία τους, στα οποία περιλαμβάνεται η εκ του νόμου ηλικία συνταξιοδότησης, η ηλικία συνταξιοδότησης που προβλέπεται στο συγκεκριμένο συνταξιοδοτικό πρόγραμμα ή υπολογίζεται από το Ι.Ε.Σ.Π ή η ηλικία συνταξιοδότησης που καθορίζει το ίδιο το μέλος, κατά περίπτωση, για τις προβλέψεις συνταξιοδοτικών παροχών βάσει της ηλικίας συνταξιοδότησης, για τους όρους που σχετίζονται με τυχόν εγγυήσεις που προβλέπονται στο πλαίσιο του συνταξιοδοτικού προγράμματος, για τους μηχανισμούς προστασίας των σωρευμένων δικαιωμάτων ή τους μηχανισμούς μείωσης των παροχών, καθώς και για άλλες συναφείς πληροφορίες. Τέλος, όσοι καθίστανται δικαιούχοι, λαμβάνουν δηλαδή συνταξιοδοτικές παροχές δυνάμει ενός συνταξιοδοτικού προγράμματος, πρέπει να λαμβάνουν πληροφορίες σχετικά με τις οφειλόμενες παροχές και τις αντίστοιχες επιλογές καταβολής, αλλά και πληροφορίες σχετικά με τα χαρακτηριστικά του συνταξιοδοτικού προγράμματος, τις εγγυήσεις κ.ά.

1.1.3 Πεδίο εφαρμογής

Σε αντίθεση με τα υπόλοιπα νομοθετήματα που θα εξεταστούν στη συνέχεια, σκοπός της IORP II είναι η ρύθμιση συγκεκριμένου πυλώνα ασφάλισης, αφού στο πεδίο εφαρμογής της εμπίπτουν όλα τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, ανεξαρτήτως της μορφής με την οποία έχουν ιδρυθεί και ανεξαρτήτως του τρόπου που είναι δομημένη η επαγγελματική ασφάλιση σε κάθε κράτος μέλος²¹². Ωστόσο, το πεδίο εφαρμογής της IORP II δεν εξαντλείται στους εν λόγω φορείς, αλλά εκτείνεται υπό προϋποθέσεις, και στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι οποίες καταλαμβάνονται κατ'αρχήν από

²¹¹ Τίτλος IV, άρθρα 36 επ.

²¹² Αναφορά στο δεύτερο πυλώνα ασφάλισης γίνεται στις σκέψεις 19 και 20 της Οδηγίας, όπου αφού σημειώνεται η αρμοδιότητα των κρατών μελών να ορίζουν το ρόλο και τις λειτουργίες των διαφόρων ιδρυμάτων που προσφέρουν επαγγελματικές συνταξιοδοτικές παροχές, τονίζεται η ανάγκη λήψης περαιτέρω μέτρων για την υποστήριξη της συνεργασίας των κρατών μελών με τους κοινωνικούς εταίρους για τη βελτίωση των συνταξιοδοτικών καθεστώτων δεύτερου πυλώνα, και με τη σύσταση ομάδας εμπειρογνομόνων υψηλού επιπέδου για την ενίσχυση της συνταξιοδοτικής αποταμίευσης δεύτερου πυλώνα στα κράτη μέλη.

διαφορετικό νομοθετικό πλαίσιο. Αμφίσημη είναι η σχέση της IORP II με τους λοιπούς χρηματοπιστωτικούς φορείς, στους οποίους γίνεται μεν ειδική μνεία, λόγω και του καίριου ρόλου που διαδραματίζουν για τη λειτουργία της αγοράς, χωρίς, όμως, να καθίσταται σαφές αν αυτοί καταλαμβάνονται από το πεδίο εφαρμογής της. Προκειμένου να γίνουν κατανοητά τα ανακύπτοντα ζητήματα σχετικά με την εφαρμογή της IORP II στους φορείς που εμπλέκονται άμεσα ή έμμεσα στην παροχή επαγγελματικών συντάξεων, είναι απαραίτητο να εκτεθούν τα σχετικά σημεία της Οδηγίας, με ταυτόχρονη αναφορά σε προβληματισμούς που έχουν διατυπωθεί διαχρονικά.

1.1.3.1 Τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών

Αρχικά, σύμφωνα με τα ρητώς διαλαμβανόμενα στην IORP II, το βασικό όχημα άσκησης επαγγελματικής ασφάλισης, με την έννοια της δυνατότητας αυτοτελούς οργάνωσης επαγγελματικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, είναι τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών (Ι.Ε.Σ.Π). Παρά το γεγονός της διαφορετικής οργάνωσης των Ι.Ε.Σ.Π στα κράτη μέλη, στην IORP προβλέπονται οι ελάχιστες προϋποθέσεις προκειμένου ένας φορέας να μπορεί να χαρακτηριστεί ως Ι.Ε.Σ.Π και να εμπίπτει συνεπώς στο πεδίο εφαρμογής της. Ειδικότερα, ως Ι.Ε.Σ.Π χαρακτηρίζονται τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα κοινωνικού σκοπού τα οποία παρέχουν χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες²¹³. Τα Ι.Ε.Σ.Π διακρίνονται έτσι από τους αμιγώς χρηματοπιστωτικούς και κερδοσκοπικούς φορείς, αφού το στοιχείο του κοινωνικού σκοπού αποτελεί εγγενές χαρακτηριστικό τους και βασικό στοιχείο διαφοροποίησης του δεύτερου πυλώνα από τον τρίτο. Τα Ι.Ε.Σ.Π μπορούν να λάβουν πολλές μορφές, να έχουν ή να μην έχουν νομική προσωπικότητα, ωστόσο πρέπει σε κάθε περίπτωση να είναι εντελώς ξεχωριστά από οποιαδήποτε χρηματοδοτούσα επιχείρηση και να λειτουργούν βάσει της αρχής της κεφαλαιοποίησης²¹⁴. Η αρχή της κεφαλαιοποίησης και ο διαχωρισμός από την χρηματοδοτούσα επιχείρηση περιλαμβάνονται στον ίδιο τον ορισμό των συγκεκριμένων φορέων, σύμφωνα με την ως άνω Οδηγία, η οποία διατήρησε την ίδια διατύπωση με την προϊσχύσασα IORP I²¹⁵. Η ρητή μνεία του κεφαλαιοποιητικού συστήματος αποκλείει από το πεδίο εφαρμογής της IORP φορείς που λειτουργούν με το διανεμητικό σύστημα, και συνεπώς φορείς που δεν διαθέτουν συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία για να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους²¹⁶. Παράλληλα, με τον διαχωρισμό από τη χρηματοδοτούσα επιχείρηση διασφαλίζεται προστασία των μελών και των δικαιούχων από

²¹³ Σκέψη 32

²¹⁴ Για τον ορισμό των Ι.Ε.Σ.Π βλ. Σκέψη 18 και άρθρο 6 Οδηγίας

²¹⁵ Για λόγους σαφήνειας, άλλωστε, στο άρθρο 2 της Οδηγίας διευκρινίζεται ότι στο πεδίο εφαρμογής της δεν εντάσσονται ιδρύματα που λειτουργούν σε διανεμητική βάση

²¹⁶ Βλ. σχετικά και Γνωμοδότηση της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής για την «Πρόταση οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις δραστηριότητες ιδρυμάτων επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών» (2001/C 155/07) 52001AE0403, Επίσημη Εφημερίδα αριθ. C 155 της 29/05/2001 σ. 0026-0031, σημείο 3.4

ενδεχόμενη πτώχευση της χρηματοδοτούσας επιχείρησης, αφού οι πιστωτές δεν θα μπορούν να ικανοποιηθούν από τα περιουσιακά στοιχεία του επαγγελματικού συνταξιοδοτικού καθεστώτος.

Η διαφοροποίηση της οργάνωσης και του τρόπου λειτουργίας μεταξύ των Ι.Ε.Σ.Π στα κράτη μέλη τονίζεται ήδη από τις πρώτες σκέψεις του προοιμίου, προκειμένου να δικαιολογηθεί η αδυναμία αλλά και η μη σκοπιμότητα ενιαίας προσέγγισης για όλους τους φορείς άσκησης επαγγελματικής ασφάλισης Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα ρητώς διαλαμβανόμενα στη σκέψη 5 «*Τα Ι.Ε.Σ.Π οργανώνονται και ρυθμίζονται με εντελώς διαφορετικό τρόπο στα διάφορα κράτη μέλη. Τόσο τα Ι.Ε.Σ.Π όσο και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις του κλάδου ζωής διαχειρίζονται επαγγελματικά συνταξιοδοτικά καθεστώτα. Ως εκ τούτου, δεν κρίνεται σκόπιμο να εφαρμοστεί ενιαία προσέγγιση για τα Ι.Ε.Σ.Π*»²¹⁷.

Η Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων έχει συγκεντρώσει τις μορφές των Ι.Ε.Σ.Π στα κράτη μέλη σε σχετική λίστα, από την οποία προκύπτει εναργώς η ιδιαίτερη ποικιλομορφία που χαρακτηρίζει τους συγκεκριμένους φορείς²¹⁸. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στην Αυστρία, τη Βουλγαρία, τη Σλοβακία και την Ουγγαρία τα Ι.Ε.Σ.Π ιδρύονται αποκλειστικά ως κεφαλαιουχικές εταιρίες (joint stock companies), ενώ η μορφή αυτή είναι ιδιαίτερα διαδομένη και σε άλλα κράτη, όπως η Κροατία, το Λιχτενστάιν, η Γαλλία και η Γερμανία, στις οποίες όμως μπορούν να ιδρυθούν και υπό διαφορετικές μορφές. Στην Ιρλανδία και στο Ηνωμένο Βασίλειο, αντιθέτως, τα Ι.Ε.Σ.Π ιδρύονται ως καταπιστεύματα (trusts), ενώ σε χώρες όπως η Ελλάδα και η Κύπρος²¹⁹ τα Ι.Ε.Σ.Π αποτελούν διακριτούς φορείς, οι οποίοι έχουν προβλεφθεί αποκλειστικά για να εξυπηρετήσουν τους σκοπούς της επαγγελματικής ασφάλισης.

1.1.3.2 Ασφαλιστικές επιχειρήσεις

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, τα Ι.Ε.Σ.Π δεν αποτελούν το μοναδικό όχημα επαγγελματικής ασφάλισης. Εκτός από τα Ι.Ε.Σ.Π, στον πυλώνα των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών δραστηριοποιούνται σημαντικά οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις του κλάδου ζωής. Δεδομένου, όμως, ότι οι

²¹⁷ Στη Γνωμοδότηση της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής για το «Πράσινο Βιβλίο της Επιτροπής: Οι Επικουρικές Συντάξεις στην Ενιαία Αγορά» 98/C 73/28 παρ. 4.5 τονίζεται ότι «Υπάρχει κεφαλαιώδης διαφορά μεταξύ των επιχειρήσεων ασφάλισης ζωής και των συνταξιοδοτικών ταμείων η οποία έγκειται στο γεγονός ότι οι πρώτες πωλούν τις υπηρεσίες τους ενώ στα περισσότερα κράτη μέλη τα συνταξιοδοτικά ταμεία δεν πωλούν υπηρεσίες. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις ασφάλισης ζωής υπόκεινται σε κανόνες που ισχύουν για τις συνολικές δραστηριότητες κάθε εταιρείας οι οποίες περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα προστασίας και επενδυτικών προϊόντων»

²¹⁸ https://eiopa.europa.eu/Publications/Protocols/EIOPA-BoS-18-359_List_legal_form_of_IORP_by_Member_State_IORP_II_XB_collaboration.pdf

²¹⁹ Στην Κύπρο τα Ι.Ε.Σ.Π λαμβάνουν τη μορφή Ταμείων Επαγγελματικών Συνταξιοδοτικών Παροχών, τα οποία αποτελούν νομικά πρόσωπα ιδιωτικού δικαίου

ασφαλιστικές επιχειρήσεις αφενός δεν συγκεντρώνουν τα εννοιολογικά χαρακτηριστικά των Ι.Ε.Σ.Π, αφετέρου διέπονται από ειδικότερες ρυθμίσεις του ενωσιακού δικαίου, η ένταξή τους στο πεδίο εφαρμογής της IORP II αποτέλεσε αντικείμενο ευρέων συζητήσεων και προβληματισμών. Η λύση που επιλέχθηκε τελικώς αντανάκλα τη βούληση επίτευξης μιας συμβιβαστικής λύσης, δυνάμει της οποίας τα κράτη μέλη διαθέτουν την ευχέρεια να επιλέξουν την εφαρμογή ή μη της IORP II στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, όταν αυτές δραστηριοποιούνται στο πεδίο των επαγγελματικών συντάξεων.

Στο σημείο αυτό, πρέπει να τονιστεί ότι η δυνατότητα ή μη των ασφαλιστικών επιχειρήσεων να παρέχουν άμεσα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, καθώς και το εύρος δραστηριοποίησής τους στον δεύτερο πυλώνα προβλέπεται στην νομοθεσία που διέπει τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις και στην εκάστοτε εθνική νομοθεσία και δεν πηγάζει από την IORP II. Έτσι, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις μπορεί να αντιμετωπίζονται ως φορείς άσκησης επαγγελματικής ασφάλισης ή απλώς πάροχοι άλλων υπηρεσιών ανάλογα με την ασκούμενη δραστηριότητα ή εργασία και το εκάστοτε νομικό πλαίσιο. Αντίστοιχα, ο ρόλος των ασφαλιστικών επιχειρήσεων διαφοροποιείται ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εργασιών και τον αντισυμβαλλόμενο (εργοδότη/Ι.Ε.Σ.Π/επενδυτή). Η διαφοροποίηση, μάλιστα, αυτή συναντάται όχι μόνο σε ευρωπαϊκό επίπεδο, αλλά παγκοσμίως, αφού σε πολλές έννομες τάξεις οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις δύνανται να ασκήσουν τις ίδιες δραστηριότητες με τα Ι.Ε.Σ.Π, εξομοιούμενες ως εκ τούτου με φορείς επαγγελματικής ασφάλισης, ενώ σε άλλες μπορούν να διαχειριστούν Ι.Ε.Σ.Π, αποτελώντας φορέα διαχείρισης των αντίστοιχων επαγγελματικών ταμείων. Ιδιαίτερα συνήθης, σε διεθνές επίπεδο, είναι επίσης η παροχή άλλων –πιο περιορισμένων- υποστηρικτικών υπηρεσιών προς Ι.Ε.Σ.Π, όπως η διαχείριση των αποθεματικών τους.

Η διάκριση μεταξύ των δύο πρώτων δραστηριοτήτων, δηλαδή της άμεσης οργάνωσης επαγγελματικών προγραμμάτων, ως φορείς άσκησης επαγγελματικής ασφάλισης, και της διαχείρισης επαγγελματικών κεφαλαίων ή ταμείων (pension funds), κατά τα αναφερόμενα στο πρώτο μέρος της παρούσας, είναι, κατά πολλούς συγγραφείς, άνευ ουσιαστικής σημασίας όσον αφορά στα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας, καθότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων και οι δύο δραστηριότητες συνίστανται στις ίδιες ακριβώς λειτουργίες. Κατά την άποψη αυτή, πρακτική διαφοροποίηση υφίσταται όταν τηρούνται ξεχωριστοί λογαριασμοί για το ενεργητικό και παθητικό των επαγγελματικών προγραμμάτων, αφού στην περίπτωση αυτή οι υποχρεώσεις που απορρέουν από το σχετικό πρόγραμμα αντιστοιχίζονται με συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία και αντιμετωπίζονται με διακριτό τρόπο. Η τήρηση ξεχωριστών λογαριασμών απαντάται συνήθως, αλλά όχι αποκλειστικά, στη διαχείριση επαγγελματικών ταμείων από ασφαλιστικές εταιρίες και μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα τη μεταχείριση των οικείων τεχνικών προβλέψεων κατά τον ίδιο τρόπο όπως αν βρίσκονταν υπό τη διαχείριση του ίδιου του

επαγγελματικού ταμείου. Με άλλα λόγια, οι τεχνικές προβλέψεις των συγκεκριμένων προγραμμάτων αντιμετωπίζονται από νομικής και φορολογικής άποψης όπως και τα επαγγελματικά προγράμματα που αυτοδιαχειρίζονται τα Ι.Ε.Σ.Π²²⁰.

Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σε πολλά κράτη, όπως η Γαλλία, η Σλοβενία, η Σουηδία, προβλέπεται ρητά η παροχή υπηρεσιών επαγγελματικών συντάξεων από ασφαλιστικές επιχειρήσεις, δηλαδή η απευθείας οργάνωση επαγγελματικών προγραμμάτων από τις τελευταίες, οπότε και μπορούν να εμπίπτουν στους ίδιους κανόνες εποπτείας με τα Ι.Ε.Σ.Π όσον αφορά στη συγκεκριμένη δραστηριότητα. Αντιθέτως, σε άλλα κράτη, όπως η Ελλάδα, ο ρόλος των ασφαλιστικών επιχειρήσεων περιορίζεται στη δυνατότητα παροχής υποστηρικτικών υπηρεσιών προς τα Ι.Ε.Σ.Π, ιδίως αυτών που σχετίζονται με τη διαχείριση των περιουσιακών τους στοιχείων. Συχνά υποστηρίζεται ότι ο τρόπος δραστηριοποίησης των ασφαλιστικών επιχειρήσεων επιδρά και στο χαρακτήρα της επαγγελματικής ασφάλισης, αφού όσο πιο έντονος είναι αυτός, τόσο περισσότερο η επαγγελματική ασφάλιση προσιδιάζει με την ιδιωτική ασφάλιση του τρίτου πυλώνα²²¹. Αντιθέτως, ο αποκλεισμός των ασφαλιστικών επιχειρήσεων από τη δυνατότητα απευθείας παροχής επαγγελματικών συντάξεων σηματοδοτεί ενδεχομένως την πρόταξη του κοινωνικού χαρακτήρα της επαγγελματικής ασφάλισης και της αντίστοιχης οργάνωσης του οικείου εθνικού συνταξιοδοτικού συστήματος.

Ο σημαντικός ρόλος των ασφαλιστικών επιχειρήσεων για την παροχή επαγγελματικών συντάξεων, συνεκτιμήθηκε κατά τη διαδικασία θέσπισης της IORP II, η προαιρετική εφαρμογή της οποίας σε ασφαλιστικές επιχειρήσεις, συμπεριλήφθηκε τελικώς ως ρητή πρόβλεψη. Ειδικότερα, στο άρθρο 4 προβλέπεται ότι «Τα κράτη μέλη καταγωγής μπορούν να επιλέξουν να εφαρμόζουν τις διατάξεις των άρθρων 9 έως 14, των άρθρων 19 έως 22, του άρθρου 23 παράγραφοι 1 και 2, και των άρθρων 24 έως 58 της παρούσας οδηγίας στις δραστηριότητες παροχής επαγγελματικών συντάξεων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων του κλάδου ζωής σύμφωνα με το άρθρο 2 παράγραφος 3 στοιχείο α) σημεία i) έως iii) και το άρθρο 2 παράγραφος 3 στοιχείο β) σημεία ii) έως iv) της οδηγίας 2009/138/EK. Στην περίπτωση αυτή, ο διαχωρισμός, η διαχείριση και η οργάνωση όλων των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού που αντιστοιχούν στην παροχή επαγγελματικών συντάξεων πραγματοποιούνται χωριστά από τις υπόλοιπες δραστηριότητες των ασφαλιστικών επιχειρήσεων του κλάδου ζωής, χωρίς καμία δυνατότητα μεταφοράς».

²²⁰ J.-J. Gollier, Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies, Book 2, Part 2, OECD, 2000, σελ.12 επ

²²¹ Α. Στεργίου, Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης (Η κύρια οδός για τη συγκρότηση του δεύτερου πυλώνα του συνταξιοδοτικού μας συστήματος), ΕΕργΔ, τόμος 75^{ος}, 2016, σελ. 1171

Εκ του συνδυασμού των παραπάνω προκύπτει ότι εφόσον στην εθνική νομοθεσία προβλέπεται δραστηριοποίηση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων στην παροχή επαγγελματικών συντάξεων, μπορεί περαιτέρω να προβλεφθεί ότι οι εν λόγω επιχειρήσεις θα εφαρμόζουν την IORP II στις σχετικές δραστηριότητες. Οι δραστηριότητες των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, στις οποίες γίνεται παραπομπή στο ως άνω άρθρο, είναι οι δραστηριότητες ασφάλισης ζωής του κλάδου ζωής, που περιλαμβάνει την ασφάλιση επιβιώσεως, την ασφάλιση θανάτου, τη μεικτή ασφάλιση, την ασφάλιση ζωής με επιστροφή ασφαλίσεων, την ασφάλιση γάμου, την ασφάλιση γεννήσεως, οι δραστηριότητες της ασφάλισης προσόδου, οι δραστηριότητες των πρόσθετων ασφαλίσεων που συνάπτονται συμπληρωματικώς προς ασφαλίσεις ζωής, ιδίως των ασφαλίσεων σωματικών βλαβών, περιλαμβανομένης και της ανικανότητας για επαγγελματική εργασία, των ασφαλίσεων θανάτου συνεπεία ατυχήματος, των ασφαλίσεων αναπηρίας συνεπεία ατυχήματος ή ασθeneίας, υπό την προϋπόθεση ότι απορρέουν από σύμβαση, καθώς και, υπό την ίδια προϋπόθεση, οι εργασίες κεφαλαιοποιήσεως που βασίζονται στην τεχνική των αναλογιστικών υπολογισμών και περικλείουν, έναντι εφάπαξ ή περιοδικών εισφορών καθορισμένων εκ των προτέρων, την ανάληψη υποχρεώσεων για ορισμένο χρονικό διάστημα και για ορισμένο ποσό, οι εργασίες διαχειρίσεως συλλογικών κεφαλαίων συνταξιοδοτήσεως, που περιλαμβάνουν τη διαχείριση των τοποθετημένων κεφαλαίων, και ιδίως των στοιχείων του ενεργητικού που αντιπροσωπεύουν τα αποθεματικά οργανισμών, οι οποίοι καταβάλλουν παροχές σε περίπτωση θανάτου, σε περίπτωση επιβιώσεως ή σε περίπτωση διακοπής ή μειώσεως δραστηριοτήτων, συμπεριλαμβανομένων αυτών που συνοδεύονται από εγγύηση ασφαλίσεως που καλύπτει είτε τη διατήρηση του κεφαλαίου είτε την εξυπηρέτησή του με έναν ελάχιστο τόκο. Έτσι, στην περίπτωση που οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις ασκούν τις ως άνω δραστηριότητες στο πλαίσιο της επαγγελματικής ασφάλισης προβλέπεται η προαιρετική εφαρμογή συγκεκριμένων διατάξεων της IORP II, εφόσον όμως διασφαλιστεί ο διαχωρισμός των δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την παροχή επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών από τις υπόλοιπες δραστηριότητες των εν λόγω επιχειρήσεων.

Οι διατάξεις της IORP II που δύνανται, υπό τις ως άνω περιγραφόμενες προϋποθέσεις, να εφαρμοστούν και στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, είναι αυτές που αφορούν την καταχώριση, την έγκριση και τη λειτουργία των Ι.Ε.Σ.Π, τις διασυννοριακές δραστηριότητες και τις διασυννοριακές μεταφορές, τις τεχνικές προβλέψεις, τους επενδυτικούς κανόνες, το σύστημα διακυβέρνησης, την εξωτερική ανάθεση και τη διαχείριση των επενδύσεων, το θεματοφύλακα, τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται σε μέλη, υποψήφια μέλη και δικαιούχους και, τέλος, οι διατάξεις που αφορούν την προληπτική εποπτεία. Με άλλα λόγια, στην περίπτωση που επιλεγεί η εφαρμογή της IORP II στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, τα περιουσιακά στοιχεία που καλύπτουν τις

τεχνικές προβλέψεις και οι κεφαλαιακές απαιτήσεις που σχετίζονται με τις επαγγελματικές συντάξεις θα υπολογίζονται με βάση τη συγκεκριμένη Οδηγία και όχι το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζει τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, δηλαδή την Οδηγία Solvency II. Για λόγους ερμηνευτικής καθαρότητας, στην περίπτωση που γίνει χρήση του άρθρου 4 περί προαιρετικής εφαρμογής της IORP II, είναι απαραίτητη η αντιστοίχιση των διατάξεων των δύο Οδηγιών και ο καθορισμός του ακριβούς περιεχομένου των απαιτήσεων και του ελέγχου των ασφαλιστικών επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία της Ευρωπαϊκής Αρχής ασφαλίσεων και επαγγελματικών συντάξεων, στην ΕΕ λειτουργούν 15.156 Ι.Ε.Σ.Π και ασφαλιστικές επιχειρήσεις του κλάδου ζωής που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2016/2361²²². Σύμφωνα με την ίδια Αρχή, σε πέντε κράτη μέλη, και συγκεκριμένα στην Τσεχική Δημοκρατία, την Ισλανδία, την Εσθονία, τη Λιθουανία και τη Ρουμανία, δεν υφίσταται κανένα αδειοδοτημένο Ι.Ε.Σ.Π. Το στοιχείο αυτό δεν συνεπάγεται υποχρεωτικά την παντελή έλλειψη επαγγελματικής ασφάλισης, αλλά μπορεί να σημαίνει ότι τα συνταξιοδοτικά καθεστώτα του δεύτερου πυλώνα βρίσκονται υπό τη διαχείριση δημόσιων ή/και ιδιωτικών φορέων άλλης μορφής²²³.

Από όλα τα παραπάνω καθίσταται εμφανές ότι ο ενωσιακός νομοθέτης, χωρίς να εξομοιώνει τα Ι.Ε.Σ.Π με τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, επιχειρεί σύγκλιση των κανόνων που τους διέπουν κατά την άσκηση δραστηριοτήτων επαγγελματικής ασφάλισης, αναγνωρίζοντας την ανάγκη περιορισμού των διαφορετικών ρυθμίσεων που υποδαυλίζουν την επίτευξη ισότιμων όρων ανταγωνισμού (level playing field) και δημιουργούν εμπόδια στην ανάπτυξη του θεσμού.

1.1.3.3 Χρηματοπιστωτικοί φορείς

Η σχέση των χρηματοπιστωτικών φορέων, πλην των Ι.Ε.Σ.Π και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, με την IORP II, είναι άμεσα συνυφασμένη με το εύρος των δραστηριοτήτων που δύνανται αυτοί να αναλάβουν στο πλαίσιο των επαγγελματικών συντάξεων δυνάμει του εθνικού τους δικαίου. Η διαχείριση των Ι.Ε.Σ.Π από χρηματοπιστωτικούς φορείς μπορεί, έτσι, να οδηγήσει ακόμα

²²² Τα στοιχεία αυτά είναι διαθέσιμα στην ιστοσελίδα της EIOPA

<https://eiopa.europa.eu/publications/register-of-institutions-for-occupational-retirement-provision>

²²³ Για παράδειγμα στην Ελλάδα υποστηρίζεται ότι ειδικοί λογαριασμοί που λειτουργούν για την παροχή επικουρικών συντάξεων εντάσσονται επίσης στο δεύτερο πυλώνα, παρά το γεγονός ότι δεν έχουν ιδρυθεί υπό τη μορφή Ταμείων Επαγγελματικής Ασφάλισης. Αντίστοιχα, στη Λιθουανία ως δεύτερος πυλώνας ασφάλισης νοούνται συνταξιοδοτικά κεφάλαια που βρίσκονται υπό τη διαχείριση ιδιωτικών εταιριών και χρηματοδοτούνται από τους εργαζόμενους και το κράτος. European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion Social Protection Committee The 2018 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU Country profiles Volume II Joint Report prepared by the Social Protection Committee (SPC) and the European Commission (DG EMPL), 2018, σελ 144

και σε άμεση εφαρμογή της IORP II, διαπίστωση που διαλαμβάνεται και στο ίδιο το κείμενο της Οδηγίας. Πράγματι, παρά το γεγονός ότι οι λοιποί χρηματοπιστωτικοί φορείς δεν εντάσσονται, βάσει ειδικής διάταξης, στο πεδίο εφαρμογής της IORP II, ωστόσο η οδηγία δεν αποκλείει τη δυνατότητα των κρατών μελών να την εφαρμόσουν, σε προαιρετική βάση, αναγνωρίζοντας ότι η εποπτεία μπορεί να ασκείται όχι μόνο στα ίδια τα Ι.Ε.Σ.Π, αλλά και σε όσους εκ των φορέων αυτών τα διαχειρίζονται. Άλλωστε, όπως έχει τονιστεί σε πολλά σημεία της παρούσας, ακόμα και σε περιπτώσεις που οι χρηματοπιστωτικοί φορείς περιορίζονται σε υποστηρικτικούς ρόλους προς τα Ι.Ε.Σ.Π, οι υποστηρικτικοί ρόλοι σχετίζονται συχνά τόσο άμεσα με την εν γένει διαχείρισή τους που καθίσταται δυσχερής η αυτοτελής αντιμετώπισή τους ανεξάρτητα από τους φορείς τους οποίους υποστηρίζουν. Στις περιπτώσεις αυτές ο ρόλος των χρηματοπιστωτικών φορέων προσιδιάζει με αυτόν των ίδιων των Ι.Ε.Σ.Π, επιτάσσοντας έτσι την εξέτασή τους και υπό το πρίσμα της επαγγελματικής ασφάλισης.

Η στενή σχέση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών φορέων και των Ι.Ε.Σ.Π διαφαίνεται στη σκέψη 31 της Οδηγίας, σύμφωνα με την οποία *«Η λειτουργία και η εποπτεία των Ι.Ε.Σ.Π διαφέρουν αισθητά από ένα κράτος μέλος σε άλλο. Σε ορισμένα κράτη μέλη η εποπτεία μπορεί να ασκείται όχι μόνον στο ίδιο το Ι.Ε.Σ.Π, αλλά και στους φορείς ή τις οντότητες που είναι εξουσιοδοτημένες να διαχειρίζονται αυτά τα Ι.Ε.Σ.Π. Τα κράτη μέλη θα πρέπει να είναι σε θέση να λαμβάνουν υπόψη αυτή την ιδιαιτερότητα στο μέτρο που πληρούνται πραγματικά όλες οι απαιτήσεις που ορίζονται στην παρούσα οδηγία. Τα κράτη μέλη θα πρέπει να μπορούν επίσης να επιτρέπουν σε ασφαλιστικούς και άλλους χρηματοπιστωτικούς φορείς να διαχειρίζονται Ι.Ε.Σ.Π»*. Επίσης, σύμφωνα με το άρθρο 31 για την εξωτερική ανάθεση, *«Τα κράτη μέλη μπορούν να επιτρέψουν ή να απαιτήσουν από Ι.Ε.Σ.Π να αναθέσουν ορισμένες δραστηριότητες περιλαμβανομένων βασικών λειτουργιών και της διαχείρισής τους, εν όλω ή εν μέρει, σε παρόχους υπηρεσιών που ενεργούν για λογαριασμό των εν λόγω Ι.Ε.Σ.Π, διασφαλίζοντας όμως ότι τα Ι.Ε.Σ.Π παραμένουν πλήρως υπεύθυνα για τη συμμόρφωση προς τις υποχρεώσεις τους που απορρέουν από την υπό κρίση Οδηγία»*. Αν και η ως άνω πρόβλεψη έχει τεθεί στο άρθρο που τιτλοφορείται «Εξωτερική ανάθεση», ο τελολογικός σκοπός του οποίου είναι κυρίως η διασφάλιση της ευθύνης των Ι.Ε.Σ.Π σε περίπτωση εξωτερικής ανάθεσης, ωστόσο προκύπτει με σαφήνεια ότι είναι δυνατή μέχρι και η συνολική διαχείριση των Ι.Ε.Σ.Π από παρόχους υπηρεσιών, στους οποίους συμπεριλαμβάνονται οι χρηματοπιστωτικοί φορείς²²⁴.

Παρόμοια διατύπωση υπήρχε και στην προϊσχύσασα Οδηγία 2003/41/ΕΚ, στην οποία μάλιστα η δυνατότητα εξ ολοκλήρου ανάθεσης της διαχείρισης

²²⁴ Το ζήτημα αυτό ανακύπτει ιδίως σε έννομες τάξεις στις οποίες τα Ι.Ε.Σ.Π ιδρύονται ως λογαριασμοί χωρίς νομική προσωπικότητα και των οποίων η διαχείριση ανατίθεται σε χρηματοπιστωτικούς φορείς ή άλλες οντότητες

Ι.Ε.Σ.Π σε άλλες οντότητες προβλέπονταν αυτοτελώς και ανεξάρτητα από τη θεμελίωση ή μη ευθύνης στο πλαίσιο εξωτερικής ανάθεσης²²⁵. Η δυνατότητα προαιρετικής εφαρμογής της εν λόγω Οδηγίας στους χρηματοπιστωτικούς φορείς δεν περιοριζόταν, μάλιστα, στο προοίμιο αλλά είχε αποτυπωθεί σε ειδική διάταξη, και συγκεκριμένα στο άρθρο 2, στο οποίο οριζόταν ότι « (...) *Αν, βάσει της ισχύουσας εθνικής νομοθεσίας, τα ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών δεν διαθέτουν νομική προσωπικότητα, τα κράτη μέλη εφαρμόζουν την οδηγία είτε στα ιδρύματα αυτά είτε, με την επιφύλαξη της παραγράφου 2, στους εξουσιοδοτημένους φορείς που τα διαχειρίζονται και ενεργούν για λογαριασμό τους*». Η διάταξη αυτή περιείχε επιπλέον την απαίτηση οι χρηματοπιστωτικοί φορείς να ενεργούν για λογαριασμό των Ι.Ε.Σ.Π (acting on their behalf) και είχε προκαλέσει προβληματισμό σχετικά με το ποιοι συγκεκριμένοι φορείς μπορούν να ενταχθούν στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας²²⁶.

Είναι φανερό ότι η εφαρμογή των διατάξεων της Οδηγίας στους λοιπούς χρηματοπιστωτικούς φορείς δεν μπορεί να αποκλειστεί εξ ορισμού, αλλά εναπόκειται στα κράτη μέλη να ορίσουν ποιοι συγκεκριμένοι φορείς εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της, όταν διαχειρίζονται Ι.Ε.Σ.Π²²⁷. Ανεξάρτητα, όμως, από το ζήτημα ευθείας ή μη εφαρμογής της IORP II στους χρηματοπιστωτικούς φορείς, η τελευταία διαλαμβάνει ορισμένες σημαντικές σκέψεις σχετικά με τον τρόπο που αυτοί πρέπει να αντιμετωπιστούν από την πλευρά της επαγγελματικής ασφάλισης. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι συγκεκριμένοι φορείς εμπίπτουν κατ'αρχήν στο πεδίο εφαρμογής διαφορετικών κανονιστικών κειμένων, και καταλαμβάνονται συνεπώς από ανομοιογενείς μεταξύ τους ρυθμίσεις, ανάλογα με τα σχετικώς προβλεπόμενα για κάθε μία κατηγορία εξ αυτών. Ωστόσο, ο ενωσιακός νομοθέτης, αναγνωρίζοντας ότι η καίρια εμπλοκή των χρηματοπιστωτικών φορέων στο δεύτερο πυλώνα μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα στρεβλώσεις στην αγορά των επαγγελματικών συντάξεων, αντιμετωπίζει τους τελευταίους κυρίως υπό το πρίσμα του ελεύθερου ανταγωνισμού. Το συμπέρασμα αυτό προκύπτει άμεσα και από τη σκέψη 24, σύμφωνα με την οποία «*Τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που καλύπτονται ήδη*

²²⁵ Σύμφωνα με την παρ. 5 του άρθρου 9 « *Κάθε κράτος μέλος μπορεί να επιτρέψει ή να απαιτήσει από ιδρύματα εγκατεστημένα στην επικράτειά του να αναθέσουν τη διαχείρισή τους, εν όλω ή εν μέρει, σε άλλες οντότητες ενεργούσες για λογαριασμό τους*».

²²⁶ S.Arnot, European Federation for Retirement Provision, Directive 2003/41/EC on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision, A legal Commentary, October 2004, σελ. 7

²²⁷ Σχετικά με το ζήτημα αυτό, βλ. Σπ.Μούζουλα Ζητήματα Ερμηνείας της Οδηγίας 2003/41 για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα συνταξιοδοτικής απασχόλησης, Ε.Δ.Κ.Α, τεύχος 3/602, 2009, σελ. 128, όπου ο συγγραφέας, στο πλαίσιο ανάλυσης της προϊσχύσασας οδηγίας, αναφέρει ότι «*ενδέχεται να υπάρξει αμφισβήτηση εάν, σε συγκεκριμένο κράτος-μέλος, ένας φορέας εμπίπτει ή όχι στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας. Αυτό θα αποτελεί ζήτημα για το συγκεκριμένο κράτος να αποφασίσει, υπό το πρίσμα της ερμηνείας της οδηγίας, η δε απόφαση του κράτους θα υπόκειται στον έλεγχο του Δικαστηρίου των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων*», ενώ παράλληλα παραπέμπει στην προβληματική που είχε δημιουργηθεί στο Ηνωμένο Βασίλειο σχετικά με την εφαρμογή της οδηγίας στους trustees που διαχειρίζονται Ι.Ε.Σ.Π.

από ενωσιακό νομοθετικό πλαίσιο θα πρέπει γενικά να εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της παρούσας οδηγίας. Δεδομένου όμως ότι τα ιδρύματα αυτά μπορούν επίσης να παρέχουν σε ορισμένες περιπτώσεις υπηρεσίες επαγγελματικής συνταξιοδότησης, είναι σημαντικό να εξασφαλιστεί ότι η παρούσα οδηγία δεν οδηγεί σε στρεβλώσεις του ανταγωνισμού. Τέτοιες στρεβλώσεις μπορούν να αποφευχθούν με την εφαρμογή των απαιτήσεων εποπτείας της παρούσας οδηγίας στις υπηρεσίες επαγγελματικής συνταξιοδότησης που παρέχουν οι επιχειρήσεις ασφάλισης ζωής σύμφωνα με το άρθρο 2 παράγραφος 3 στοιχείο α) σημεία i) έως iii) και το άρθρο 2 παράγραφος 3 στοιχείο β) σημεία ii) έως iv) της οδηγίας 2009/138/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου. Η Επιτροπή θα πρέπει να ελέγχει επίσης προσεκτικά την κατάσταση στις αγορές επαγγελματικών συντάξεων και να αξιολογεί τη δυνατότητα επέκτασης της προαιρετικής εφαρμογής της παρούσας οδηγίας σε άλλα ρυθμιζόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα».

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι ο ενωσιακός νομοθέτης έχει ήδη εντοπίσει πιθανές δυσλειτουργίες λόγω των διαφορετικών κανόνων που διέπουν τα Ι.Ε.Σ.Π που τελούν υπό καθεστώς αυτοδιαχείρισης και των Ι.Ε.Σ.Π που βρίσκονται υπό τη διαχείριση άλλων χρηματοπιστωτικών φορέων, διαβλέποντας ενδεχόμενη μελλοντική παρέμβαση στους εν λόγω χρηματοπιστωτικούς φορείς. Η υποχρέωση τήρησης περισσότερο ή λιγότερο αυστηρών διατάξεων ανάλογα με τη μορφή του φορέα διαχείρισης δημιουργεί πράγματι άνισες καταστάσεις στην αγορά των επαγγελματικών συντάξεων, οι οποίες δεν μπορούν να παραβλεφθούν από τον ενωσιακό νομοθέτη.

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί ότι παρόλο που ο ενωσιακός νομοθέτης περιορίζει την ανάγκη μελλοντικής παρέμβασής του στους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς σε λόγους που ανάγονται στην αποφυγή στρεβλώσεων του ανταγωνισμού, αυτή μπορεί να επισυμβεί και για άλλους λόγους, και κυρίως αυτούς που σχετίζονται με τη διάδοση πιθανών αδυναμιών από τον έναν τομέα στον άλλο (financial contagion), αφού οι αγορές των επαγγελματικών συντάξεων και οι λοιπές χρηματοπιστωτικές αγορές είναι τόσο στενά συνδεδεμένες μεταξύ τους που οι ελλείψεις ή τα κενά οποιουδήποτε σχετικού θεσμικού πλαισίου ευνοήτως μπορεί να έχει και άλλες αλυσιδωτές επιπτώσεις και να επιφέρει δυσμενή αποτελέσματα στο σύνολο της αγοράς²²⁸.

²²⁸ Για το φαινόμενο της μετάδοσης της χρηματοπιστωτικής κρίσης από τους λοιπούς χρηματοπιστωτικούς φορείς στον τομέα στα επαγγελματικά ταμεία και της ασφαλιστικές επιχειρήσεις βλ. G. Impavido and I. Tower, How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter, IMF Working Paper WP/09/151, Monetary and Capital Markets Department, 2009

1.1.3.4. Παρατηρήσεις ως προς το πεδίο εφαρμογής της IORP II

Ανακεφαλαιώνοντας ως προς το πεδίο εφαρμογής της IORP II, σε αυτό εντάσσονται κατ'αρχήν τα Ι.Ε.Σ.Π, ενώ όσον αφορά στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις και τους λοιπούς χρηματοπιστωτικούς φορείς το νομοθετικό πλαίσιο ορίζεται κατά περίπτωση. Ειδικά όσον αφορά τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις του κλάδου ζωής, προβλέπεται η δυνατότητα προαιρετικής εφαρμογής συγκεκριμένων διατάξεων της Οδηγίας όταν αυτές διαχειρίζονται επαγγελματικά συνταξιοδοτικά καθεστώτα ή προσφέρουν σχετικές υπηρεσίες. Επίσης, λαμβάνοντας υπόψη την ως άνω ασαφή κατάσταση στην αγορά των υπηρεσιών παροχής συνταξιοδοτικών υπηρεσιών και προκειμένου να αποφευχθούν ενδεχόμενες στρεβλώσεις ανταγωνισμού, προβλέπεται ρητώς η δυνατότητα της Επιτροπής να ελέγχει την κατάσταση στις αγορές επαγγελματικών συντάξεων και να αξιολογεί τη δυνατότητα επέκτασης της προαιρετικής εφαρμογής της Οδηγίας και σε άλλα ρυθμιζόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα²²⁹.

Για λόγους πληρέστερης κατανόησης, πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα ότι η δυνατότητα προαιρετικής εφαρμογής της IORP σε άλλους χρηματοπιστωτικούς φορείς, πλην των Ι.Ε.Σ.Π, αφορά αποκλειστικά σε περιπτώσεις φορέων που διαχειρίζονται οι ίδιοι Ι.Ε.Σ.Π ή προσφέρουν σχετικές υπηρεσίες, και δεν πρέπει να συγχέεται με τις περιπτώσεις ίδρυσης Ι.Ε.Σ.Π από αυτούς, ως θυγατρικών τους επιχειρήσεων. Πράγματι, λόγω του περιοριστικού αντικειμένου των δραστηριοτήτων που μπορεί να αναλάβει κάθε χρηματοπιστωτικός οργανισμός, ανάλογα με τη νομική μορφή υπό την οποία δραστηριοποιείται, συχνά παρατηρείται το φαινόμενο ίδρυσης από χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς άλλων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, ως θυγατρικών τους επιχειρήσεων, οι οποίοι τους επιτρέπουν να δραστηριοποιηθούν και σε διαφορετικούς τομείς²³⁰. Με τον τρόπο αυτό, εφόσον ένας χρηματοπιστωτικός οργανισμός ιδρύσει Ι.Ε.Σ.Π ή ασφαλιστική επιχείρηση μπορεί να προσφέρει ασφαλιστικά προϊόντα. Ωστόσο, και στην περίπτωση αυτή το συνταξιοδοτικό προϊόν παρέχεται από το θυγατρικό Ι.Ε.Σ.Π ή η θυγατρική ασφαλιστική επιχείρηση, και ως εκ τούτου η μητρική επιχείρηση του χρηματοπιστωτικού οργανισμού δεν μπορεί να εξεταστεί ως φορέας άσκησης επαγγελματικής ασφάλισης. Αξίζει να σημειωθεί, βέβαια, ότι στο παρελθόν έχουν διενεργηθεί ζυμώσεις σχετικά με τη δυνατότητα των χρηματοπιστωτικών φορέων να παρέχουν άμεσα ασφαλιστικά προϊόντα, δηλαδή να οργανώνουν και να προσφέρουν οι ίδιοι οι χρηματοπιστωτικοί φορείς ασφαλιστικά προγράμματα, χωρίς να απαιτείται η ίδρυση θυγατρικών επιχειρήσεων. Οι σχετικές προτάσεις δεν ευοδώθηκαν για το δεύτερο πυλώνα, έγιναν όμως πραγματικότητα στο πλαίσιο του τρίτου πυλώνα, μέσω του προσφάτως θεσπισθέντος πανευρωπαϊκού ατομικού συνταξιοδοτικού

²²⁹ Σκέψη 24

²³⁰ Τέτοια είναι για παράδειγμα η περίπτωση τραπεζών που ιδρύουν ασφαλιστικές επιχειρήσεις ή ασφαλιστικών επιχειρήσεων που ιδρύουν επιχειρήσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου

προϊόντος (PEPP)²³¹. Το τελευταίο εντάσσεται στις ιδιωτικές συντάξεις του τρίτου πυλώνα και μπορεί να παρέχεται, εκτός από Ι.Ε.Σ.Π και ασφαλιστικές επιχειρήσεις, και από διαχειριστές επενδύσεων, τραπεζικά ιδρύματα κ.ά.

Τέλος, πρέπει να τονιστεί ότι οι κανόνες για τη διαχείριση των επενδύσεων των Ι.Ε.Σ.Π, καταλαμβάνουν κάθε φορέα που διαχειρίζεται τις σχετικές επενδύσεις. Οι σχετικές ρυθμίσεις εφαρμόζονται, έτσι, τόσο από τα ίδια τα Ι.Ε.Σ.Π, όσο και από τους εξωτερικούς παρόχους στους οποίους τυχόν ανατίθενται οι σχετικές λειτουργίες, ιδίως δε τους διαχειριστές επενδύσεων και τους θεματοφύλακες, οι οποίοι οφείλουν να μεταχειρίζονται τα περιουσιακά στοιχεία επαγγελματικών συνταξιοδοτικών ιδρυμάτων σύμφωνα με τις ιδιαίτερες ανάγκες και απαιτήσεις που έχουν ληφθεί υπόψη κατά τη θέσπιση των οικείων διατάξεων. Τούτου δοθέντος, κάθε φορέας που διαχειρίζεται τα αποθεματικά των Ι.Ε.Σ.Π υπόκειται στο κανονιστικό πλέγμα της IORP II ως προς τις επενδύσεις. Από όλα τα παραπάνω προκύπτει ότι είτε οι δραστηριότητες των χρηματοπιστωτικών φορέων εξομοιούνται εν τοις πράγμασι με τις δραστηριότητες των επαγγελματικών ταμείων, είτε αυτές περιορίζονται σε υποστηρικτικούς ρόλους προς τα τελευταία, η λειτουργία του δεύτερου πυλώνα εξαρτάται σημαντικά από το κανονιστικό πλαίσιο που διέπει τους συγκεκριμένους φορείς²³².

1.2 Solvency II και MiFID II

1.2.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις στη Solvency II

Το βασικό ενωσιακό κείμενο που διέπει την λειτουργία των ασφαλιστικών επιχειρήσεων είναι η Οδηγία 2009/138/EK σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριοτήτων ασφάλισης και αντασφάλισης (Solvency II - Φερεγγυότητα II), όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει με την Οδηγία 2014/51/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (Omnibus 2 directive). Η Solvency II, σε αντίθεση με την IORP, είναι Οδηγία πλήρους εναρμόνισης²³³, και είναι το αποτέλεσμα ουσιαστικής και εκ βάθρων αναθεώρησης των δεκατεσσάρων προηγούμενων Οδηγιών στους τομείς των ασφαλίσεων ζωής, των ζημιών, των αντασφαλίσεων, των ασφαλιστικών ομίλων και της εκκαθάρισης, οι οποίες ενοποιήθηκαν πλέον σε ένα ενιαίο

²³¹ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τους λόγους και τις διαδικασίες που οδήγησαν στη θέσπιση του pepp βλ. το ενημερωτικό σημείωμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/608740/EPRS_BRI%282017%29608740_EN.pdf

²³² Ενδεικτικό της στενής αυτής σύνδεσης είναι ότι σε επίπεδο ΕΕ είχαν υπάρξει πρωτοβουλίες για την ίδρυση επαγγελματικού ταμείου υπό τη μορφή οργανισμού συλλογικών επενδύσεων, βλ. Σπ. Μούζουλα, Οι οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, 2000, σελ. 170

²³³ Στις Οδηγίες πλήρους εναρμόνισης, τα κράτη-μέλη δεν δύνανται να διατηρήσουν ή να υιοθετήσουν διατάξεις με διαφορετικές ή αυστηρότερες απαιτήσεις εκείνων της Οδηγίας παρά μόνο στην περίπτωση που τούτο επιτρέπεται ρητά

κείμενο²³⁴. Ως βασικές στοχεύσεις της Solvency II αναφέρονται η περιχαράκωση της φερεγγυότητας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, η ενίσχυση της προστασίας των αντισυμβαλλομένων, ο εκσυγχρονισμός της ασκούμενης εποπτείας και τελικά η ενδυνάμωση της ανταγωνιστικότητας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων²³⁵.

Σε αντίθεση με την αγορά των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, η αγορά της ιδιωτικής ασφάλισης ήταν ήδη σημαντικά εναρμονισμένη, αφού οι πρώτες οδηγίες με αντικείμενο ζητήματα την ενίσχυση της ελευθερίας εγκατάστασης των ασφαλιστικών επιχειρήσεων και τη σύγκλιση των εθνικών νομοθεσιών ως προς τις προϋποθέσεις αδειοδότησης τοποθετούνται στη δεκαετία του 1970²³⁶. Τα χρόνια που ακολούθησαν, και οι στο μεταξύ τροποποιήσεις του ενωσιακού ρυθμιστικού πλαισίου, είχαν ως αποτέλεσμα την περαιτέρω απελευθέρωση της ασφαλιστικής αγοράς και την καθιέρωση της ενιαίας ασφαλιστικής αγοράς. Το ενδιαφέρον μετατοπίστηκε, έτσι, στην ανάγκη για μεγαλύτερο έλεγχο της φερεγγυότητας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, προκειμένου να λαμβάνονται υπόψη οι ιδιαίτεροι κίνδυνοι της ασφαλιστικής αγοράς και να αποφευχθούν φαινόμενα, όπως αυτά που παρατηρήθηκαν κατά τη χρηματοπιστωτική κρίση, τα οποία είχαν ως αποτέλεσμα την κατάρρευση ασφαλιστικών επιχειρήσεων και την εντεύθεν απώλεια κεφαλαίων και εμπιστοσύνης.

Μεταξύ των σημαντικότερων τροποποιήσεων που επιφέρει η Solvency II σε σχέση με το προγενέστερο θεσμικό πλαίσιο είναι ο επαναπροσδιορισμός του καθεστώτος φερεγγυότητας των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, ώστε αυτό να είναι περισσότερο προσανατολισμένο στον κίνδυνο. Με άλλα λόγια, με τη νέα ασφαλιστική οδηγία επιχειρείται να διασφαλιστεί ότι οι επιχειρήσεις του κλάδου λαμβάνουν υπόψη όλους τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται, προσαρμόζοντας αντίστοιχα και τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους. Στο πλαίσιο του νέου μοντέλου εκτίμησης των κεφαλαιακών απαιτήσεων προβλέπονται, αφενός, σημαντικοί ποσοτικοί περιορισμοί, οι οποίοι εξειδικεύονται σε κεφαλαιακές απαιτήσεις, αφετέρου άλλα ποιοτικής φύσης εργαλεία.

Ειδικότερα, πλέον προβλέπονται δύο κατηγορίες κεφαλαιακών απαιτήσεων, η μία οριζόμενη ως απαίτηση ευαισθησίας κινδύνου, η οποία βασίζεται σε μελλοντικό υπολογισμό, προκειμένου να εξασφαλίζεται η ακριβής και έγκαιρη

²³⁴ Οι προϊσχύσασες Οδηγίες, οι οποίες αναφέρονται συλλογικά ως «Φερεγγυότητα Ι» είναι οι Οδηγίες 64/225/ΕΟΚ, 73/239/ΕΟΚ, 73/240/ΕΟΚ, 76/580/ΕΟΚ, 78/473/ΕΟΚ, 84/641/ΕΟΚ, 87/344/ΕΟΚ, 88/357/ΕΟΚ, 92/49/ΕΟΚ, 98/78/ΕΚ, 2001/17/ΕΚ, 2002/83/ΕΚ, 2005/68/ΕΚ και η Οδηγία 2007/44/ΕΚ. Για περισσότερες πληροφορίες, βλ. Α. Σινανιώτη-Μαρούδη, Η Οδηγία 2009/138/ΕΚ για τη φερεγγυότητα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων (Solvency II), σε Νομική Σχολή Πανεπιστημίου Αθηνών, Τιμητικός Τόμος Νικολάου Κ. Κλαμαρή, τόμ. 1, 2016, σελ. 1039 επ.

²³⁵ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_07_1060

²³⁶ Σχετική είναι και η Οδηγία 64/225/ΕΟΚ, η οποία ωστόσο αφορούσε μόνο τις υπηρεσίες στον τομέα της αντασφάλισης και της αντεκχώρησης και ως εκ τούτου είχε πολύ περιορισμένο πεδίο εφαρμογής.

παρέμβαση των αρμόδιων αρχών (απαίτηση κεφαλαίου φερεγγυότητας) και η άλλη συνιστάμενη σε ένα ελάχιστο επίπεδο ασφάλειας κάτω από το οποίο δεν θα πρέπει να μειώνονται οι χρηματοπιστωτικοί πόροι (ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση)²³⁷. Το κεφάλαιο φερεγγυότητας είναι αυτό το οποίο εξειδικεύει την κινδυνοκεντρική προσέγγιση, αφού υπολογίζεται βάσει του πραγματικού προφίλ κινδύνου των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών επιχειρήσεων, ενώ ως τέτοιο ορίζεται το οικονομικό κεφάλαιο το οποίο πρέπει να διαθέτουν οι υπόψη επιχειρήσεις ώστε να εξασφαλισθεί ότι η πτώχευση θα επέρχεται το πολύ μια φορά στις 200 περιπτώσεις ή, εναλλακτικά, ότι οι επιχειρήσεις αυτές θα εξακολουθήσουν να είναι σε θέση, με πιθανότητα τουλάχιστον 99,5 %, να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους προς τους αντισυμβαλλομένους και τους δικαιούχους για τους επόμενους 12 μήνες (σκέψη 64). Οι Ελάχιστες Κεφαλαιακές Απαιτήσεις, από την άλλη, αντιστοιχούν σε ένα ποσό επιλέξιμων βασικών ιδίων κεφαλαίων κάτω από το οποίο οι αντισυμβαλλόμενοι και οι δικαιούχοι εκτίθενται σε μη αποδεκτό επίπεδο κινδύνου εάν η ασφαλιστική επιχείρηση συνεχίσει την δραστηριότητα της. Το απόλυτο κατώτατο όριο των Ελάχιστων Κεφαλαιακών Απαιτήσεων σύμφωνα με το άρθρο 129 παρ(δ), όπως αυτό έχει τροποποιηθεί και ισχύει, ορίζεται σε 2.500.000 ευρώ για ασφαλιστικές επιχειρήσεις ζημιών, 3.700.000 ευρώ για ασφαλιστικές επιχειρήσεις Ζωής, 3.600.000 ευρώ για αντασφαλιστικές επιχειρήσεις.

Η πρόβλεψη των ανωτέρω ομολογουμένως αυστηρών κεφαλαιακών απαιτήσεων αποτελεί σαφώς απότοκο της χρηματοπιστωτικής κρίσης, και μία προσπάθεια του ενωσιακού νομοθέτη να περιχαρακώσει όσο το δυνατόν περισσότερο τη φερεγγυότητα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, ώστε να περιοριστεί στο ελάχιστο η πιθανότητα πτώχευσης και να διασφαλίζεται ότι αυτές είναι σε θέση να ανταποκρίνονται στις υποχρεώσεις τους προς τους αντισυμβαλλομένους και τους δικαιούχους για περίοδο ενός έτους²³⁸. Τον ίδιο σκοπό εξυπηρετούν και οι ποιοτικές φύσης απαιτήσεις ως προς το σύστημα διαχείρισης κινδύνου που οφείλουν να έχουν οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις, καθώς οι απαιτήσεις που σχετίζονται με τη διακυβέρνηση των εν λόγω επιχειρήσεων, κατά τα σχετικώς αναφερθέντα και στο πλαίσιο της IORP II. Σημαντική καινοτομία της Solvency II είναι, τέλος, η επέκταση της ασκούμενης εποπτείας από το επίπεδο της μεμονωμένης επιχείρησης σε επίπεδο ομίλου (άρθρα 210 επ). Με τον τρόπο αυτό ενισχύεται η αποτελεσματικότητα του εποπτικού μηχανισμού, ο κατακερματισμός του

²³⁷ Σκέψη 60

²³⁸ Κεφαλαιακές απαιτήσεις δεν προβλέπονται, αντιθέτως, στην IORP II, καθότι κρίθηκε ότι κάτι τέτοιο θα επηρέαζε αρνητικά την προθυμία των εργοδοτών να παρέχουν επαγγελματικά συνταξιοδοτικά καθεστώτα (σκέψη 77 IORP II).

οποίου, είχε κατηγορηθεί σε μεγάλο βαθμό για το πλήγμα του ασφαλιστικού συστήματος²³⁹.

1.2.2 Πεδίο εφαρμογής Solvency II

Σε αντίθεση με την IORP II, η οποία αντιστοιχίζεται ευθέως με πυλώνα ασφάλισης, ρυθμίζει δηλαδή την παροχή συντάξεων του δεύτερου πυλώνα, η Solvency II ρυθμίζει συνολικά τις δραστηριότητες των φορέων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της, οι οποίες όμως, δεν εξαντλούνται στο πεδίο των συνταξιοδοτικών παροχών, και δη των επαγγελματικών, αλλά περικλείουν και μία σειρά από άλλες ασφαλίσεις, όπως όλοι οι κλάδοι των ασφαλίσεων κατά ζημιών²⁴⁰ και πολλές από τις ασφαλίσεις του κλάδου ζωής.

Στην παρ. 1 του άρθρου 2 προβλέπονται οι φορείς στους οποίους εφαρμόζεται η Solvency II, ήτοι οι επιχειρήσεις πρωτασφάλισης ζωής και ζημιών, που είναι εγκατεστημένες στο έδαφος κράτους μέλους ή που επιθυμούν να εγκατασταθούν σ' αυτό, και σε επιχειρήσεις αντασφάλισης που ασκούν μόνον αντασφαλιστικές δραστηριότητες και που είναι εγκατεστημένες στο έδαφος κράτους μέλους ή που επιθυμούν να εγκατασταθούν σ' αυτό, ενώ στην παρ. 2 παρατίθενται οι συγκεκριμένες δραστηριότητες ασφάλισης ζημιών και ζωής, οι οποίες καταλαμβάνονται από τη συγκεκριμένη Οδηγία. Οι συνταξιοδοτικές παροχές εντάσσονται, σε συγκεκριμένες δραστηριότητες του κλάδου ζωής, ορισμένες εκ των οποίων δεν είναι αμιγώς ασφαλιστικές, αλλά θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν και ως επενδυτικές²⁴¹. Πιο συγκεκριμένα, μεταξύ των δραστηριοτήτων ασφάλισης ζωής που ασκούν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις είναι η ασφάλιση προσόδων, οι εργασίες κεφαλαιοποίησης που βασίζονται στην τεχνική των αναλογιστικών υπολογισμών και περικλείουν, έναντι εφάπαξ ή περιοδικών εισφορών καθορισμένων εκ των προτέρων, την ανάληψη υποχρεώσεων για ορισμένο χρονικό διάστημα και για ορισμένο ποσό, οι εργασίες διαχείρισης συλλογικών κεφαλαίων συνταξιοδότησεως, που περιλαμβάνουν τη διαχείριση των τοποθετημένων κεφαλαίων, και ιδίως των στοιχείων του ενεργητικού που αντιπροσωπεύουν τα αποθεματικά οργανισμών, οι οποίοι καταβάλλουν παροχές σε περίπτωση θανάτου, σε περίπτωση επιβιώσεως ή σε περίπτωση διακοπής ή μειώσεως

²³⁹ M. Lechkar, H. Van Meerten and O. Nijenhuis, The Solvency II Directive: An Innovative New Regime, 2009, σελ.11, διαθέσιμο στον ιστότοπο https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1511582

²⁴⁰ Σύμφωνα με το Παράρτημα 1 της Solvency II, στις ασφαλίσεις του κλάδου ζημιών περιλαμβάνονται, μεταξύ άλλων, οι κίνδυνοι των ατυχημάτων και των ασθενειών, οι ζημιές που υφίστανται χερσαία οχήματα, σιδηροδρομικά οχήματα, αεροσκάφη, πλοία, μεταφερόμενα εμπορεύματα κ.ά

²⁴¹ Σύμφωνα με τον Ι.Ρόκα, Ασφαλιστικό Δίκαιο, Εισηγήσεις, ό.α, σελ. 176, οι τοντίνες, η κεφαλαιοποίηση, η διαχείριση συλλογικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, τα ομαδικά προγράμματα πρόνοιας και οι παρόμοιες εργασίες με την κοινωνική ασφάλιση αποτελούν κλάδους, η συμβατική βάση των οποίων δεν επιτρέπει την άμεση εφαρμογή της ασφαλιστικής νομοθεσίας, κυρίως γιατί δεν περιέχουν (ή περιέχουν ελάχιστο) κίνδυνο και στους οποίους προέχει η αποταμιευτική δραστηριότητα

δραστηριοτήτων²⁴², εργασίες που εξαρτώνται από τη διάρκεια της ανθρώπινης ζωής, και καθορίζονται ή προβλέπονται από τη νομοθεσία των κοινωνικών ασφαλίσεων, εφόσον ασκούνται ή διευθύνονται, σύμφωνα με τη νομοθεσία ενός κράτους μέλους, από επιχειρήσεις ασφάλισης ζωής με δικό τους κίνδυνο.

Ως δραστηριότητες παροχής επαγγελματικών συντάξεων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων του κλάδου ζωής, νοούνται μια σειρά από υπηρεσίες, οι οποίες μπορεί να εντάσσονται σε περισσότερες από τις ως άνω κατηγορίες, ανάλογα με τα ειδικώς προβλεπόμενα στην εθνική νομοθεσία των κρατών μελών, αφού οι ως άνω δραστηριότητες, αφορούν συλλήβδην την παροχή συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, χωρίς να γίνεται διάκριση σε επαγγελματική ή άλλου είδους ασφάλιση. Τέτοια διάκριση γίνεται, αντιθέτως, στο πλαίσιο του άρθρου 9 της Solvency II, το οποίο ορίζει το πεδίο εφαρμογής της συγκεκριμένης Οδηγίας με βάση τους φορείς άσκησης ασφάλισης. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 9, η Solvency II *«δεν εφαρμόζεται στις εργασίες που διενεργούνται από άλλους οργανισμούς, εκτός των επιχειρήσεων που προβλέπονται στο άρθρο 2 (ασφαλιστικών επιχειρήσεων), σκοπός των οποίων είναι η καταβολή παροχών σε εργαζομένους, μισθωτούς ή μη, που ανήκουν σε μια επιχείρηση ή σε ένα όμιλο επιχειρήσεων ή σε ένα επάγγελμα ή σε ομάδα επαγγελματιών, σε περίπτωση θανάτου, σε περίπτωση επιβιώσεως ή σε περίπτωση διακοπής ή μειώσεως των δραστηριοτήτων, είτε οι υποχρεώσεις που απορρέουν από τις εργασίες αυτές καλύπτονται εξ ολοκλήρου και ανά πάσα στιγμή από τις μαθηματικές προβλέψεις είτε όχι»*. Από τη διάταξη αυτή, η οποία παραπέμπει στο θεσμό της επαγγελματικής ασφάλισης, προκύπτει, εξ αντιδιαστολής, ότι η Solvency II εφαρμόζεται μόνο στην περίπτωση που οι σχετικές εργασίες διενεργούνται από ασφαλιστικές επιχειρήσεις, ενώ όταν αυτές διενεργούνται από άλλους οργανισμούς (κυρίως Ι.Ε.Σ.Π), τότε εφαρμόζονται οι κανόνες που διέπουν τη λειτουργία των τελευταίων οργανισμών.

Συνοψίζοντας, εκ του συνδυασμού των ανωτέρω, συνάγονται τα εξής: ενώ στο πεδίο εφαρμογής της IORP II, μπορούν να ενταχθούν, εκτός από τα Ι.Ε.Σ.Π, και οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, η Solvency II εφαρμόζεται αποκλειστικά σε ασφαλιστικές επιχειρήσεις, χωρίς να υφίσταται αντίστοιχη πρόβλεψη περί δυνατότητας προαιρετικής εφαρμογής της και στα Ι.Ε.Σ.Π. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί, δηλαδή, ότι το πεδίο εφαρμογής της IORP II είναι κατά ένα μέρος ευρύτερο και κατά ένα μέρος στενότερο σε σχέση με αυτό της Solvency II. Ευρύτερο όσον αφορά στους φορείς τους οποίους καταλαμβάνει, αφού αυτή μπορεί να εφαρμοστεί δυνητικά σε όλους τους φορείς που προσφέρουν επαγγελματικές συντάξεις, δηλαδή σε αμφότερα τα Ι.Ε.Σ.Π και τις ασφαλιστικές

²⁴² Βλ. σχετικά Ι.Ρόκα, Solvency II, Εποπτεία των (Αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων, Κριτικές παρατηρήσεις/σχόλια κατ'άρθρο στο ν.4364/05.02.2016, σελ. 57 επ, όπου αναφέρεται ότι στις ασφαλίσσεις προσόδων εντάσσονται οι ασφαλίσεις χορήγησης χρηματικών ποσών σε περιοδικές δόσεις και ιδιαίτερα συντάξεων, ενώ ο κλάδος διαχείρισης συλλογικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων αφορά τα λεγόμενα Group Pension Funds και δεν περιέχει μεταφορά ασφαλιστικού κινδύνου, αφού αποτελεί απλώς διαχείριση αποταμιευμένων κεφαλαίων

επιχειρήσεις, στενότερο όμως διότι η εφαρμογή της στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις περιορίζεται σε ένα μόνο μέρος των δραστηριοτήτων που ασκούν. Η Solvency II, από την άλλη, αν και ρυθμίζει αποκλειστικά τη λειτουργία των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, καταλαμβάνει όλο το εύρος των ασκούμενων από αυτές δραστηριοτήτων, είτε αυτές σχετίζονται με την επαγγελματική ή/και ιδιωτική ασφάλιση, είτε συνίστανται σε άλλους είδους ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές εργασίες. Με άλλα λόγια κρίσιμο στοιχείο για την υπαγωγή ενός φορέα στο πεδίο εφαρμογής της IORP II είναι η ασκούμενη δραστηριότητα, που συνίσταται στην παροχή επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών, ενώ αντιθέτως η εφαρμογή της Solvency II εξαρτάται πρωτίστως από τη φύση του φορέα ως ασφαλιστικής επιχείρησης και δευτερευόντως από την ασκούμενη δραστηριότητα.

1.2.3 Εισαγωγικές παρατηρήσεις στη MiFID II

Η MiFID II αποτελεί το βασικό ρυθμιστικό πλαίσιο των επενδυτικών επιχειρήσεων και του τρόπου που παρέχονται οι σχετικές υπηρεσίες και έχει ως στόχο αφενός την προστασία των επενδυτών, αφετέρου την χορήγηση ευρωπαϊκού διαβατηρίου για την παροχή των υπηρεσιών που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της²⁴³. Η εναρμόνιση των όρων χορήγησης άδειας και τη λειτουργία των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, περιλαμβανομένων των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς, όπως και η εναρμόνιση ορισμένων όρων λειτουργίας των ρυθμιζόμενων αγορών είχε ήδη αποτελέσει αντικείμενο του προϊσχύσαντος θεσμικού πλαισίου, και ιδίως των Οδηγιών 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου²⁴⁴ και 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (MiFID I)²⁴⁵, δυνάμει των οποίων είχε ενισχυθεί σημαντικά η εσωτερική αγορά στους συγκεκριμένους τομείς²⁴⁶. Οι βασικές τροποποιήσεις που επιφέρει η MiFID II, θα μπορούσαν να συνοψιστούν στη διεύρυνση των ρυθμιζόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων, στην αναβάθμιση του πλαισίου δομών των αγορών, στην ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών, στην αύξηση των απαιτήσεων διακυβέρνησης, στην ενίσχυση και την εναρμόνιση της εποπτείας στα κράτη-μέλη, αλλά κυρίως

²⁴³ Δ.Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, ό.α, σελ 61

²⁴⁴ Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου, της 10ης Μαΐου 1993, σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών

²⁴⁵ Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου

²⁴⁶ Σύμφωνα με ορισμένους συγγραφείς το αρχικό αυτό εγχείρημα εναρμόνισης δεν είχε την αναμενόμενη αποτελεσματικότητα, αφού τα κράτη μέλη, κάνοντας χρήση των εκεί προβλεπόμενων εξαιρέσεων δύναντο να απαιτούν πρόσθετες προϋποθέσεις πρόσβασης των επενδυτικών επιχειρήσεων στο έδαφός τους. Για το ζήτημα αυτό, βλ. ενδεικτικά R. D. Kelemen, *Eurolegalism: The Transformation of Law and Regulation in the European Union*, Harvard University Press, 2011, σελ.

στη σημαντική βελτιστοποίηση του θεσμικού πλαισίου σχετικά με την προστασία του επενδυτή²⁴⁷.

Ειδικότερα, σύμφωνα με τη σκέψη 3 τα Οδηγίας, μεταξύ των κυριότερων αιτίων που οδήγησαν στην αναμόρφωση του προϋφιστάμενου θεσμικού πλαισίου είναι η αύξηση του αριθμού των επενδυτών που συμμετέχουν ενεργά στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η διεύρυνση του φάσματος των υπηρεσιών και των μέσων που τους προσφέρονται, τα οποία έγιναν ταυτόχρονα πιο πολύπλοκα. Η προστασία του επενδυτή, και πρωτίστως του ευρέως επενδυτικού κοινού (retail investors), αποτελεί, έτσι, βασικό στόχο της MiFID II, η οποία εισάγει αναλυτικές διατάξεις για την αποκατάσταση της πληροφοριακής ασυμμετρίας μεταξύ παρόχων επενδυτικών υπηρεσιών και επενδυτών, αλλά και των κανόνων που οφείλουν να τηρούν οι εν λόγω πάροχοι προκειμένου να διασφαλιστεί ότι τα προτεινόμενα επενδυτικά προϊόντα ανταποκρίνονται στις ανάγκες και το προφίλ του κάθε συγκεκριμένου πελάτη²⁴⁸. Ακόμα, όμως και προβλέψεις που ήδη περιλαμβάνονταν στη MIFID I, όπως οι σχετικές με τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς και την υποχρέωση των παρόχων να δρουν με γνώμονα το συμφέρον των πελατών τους, αναβαθμίζονται και εμπλουτίζονται στο πλαίσιο της MIFID II, ώστε όλες οι κατηγορίες επενδυτών, να τυγχάνουν αυξημένης προστασίας²⁴⁹.

Για τις ανάγκες της συγκεκριμένης οδηγίας οι πελάτες των επενδυτικών επιχειρήσεων διακρίνονται σε «ιδιώτες πελάτες», «επαγγελματίες πελάτες» και/ή «επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους», ανάλογα δε με την κατηγορία στην οποία εντάσσεται ο κάθε πελάτες προβλέπονται διαφορετικοί κανόνες προστασίας. Τούτο διότι, όπως προκύπτει ήδη, από το προοίμιο της οδηγίας (σκέψη 86), εκτός των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων που πρέπει να ισχύουν για όλους τους πελάτες, όπως η υποχρέωση να ενεργούν με έντιμο, δίκαιο και επαγγελματικό τρόπο, καθώς και η υποχρέωση να είναι δίκαιες, σαφείς και μη παραπλανητικές, η επίτευξη της μέγιστης δυνατής προστασίας των επενδυτών προϋποθέτει, περαιτέρω, την προσαρμογή των προβλεπόμενων μέτρων στις επενδυτικές γνώσεις και την εμπειρία καθεμιάς

²⁴⁷ Για την εξέλιξη της ενωσιακής νομοθεσίας στο πεδίο των επενδυτικών δραστηριοτήτων, βλ. F. Annunziata, *Investment Services and Investment Funds. "Research Handbook on European Economic Law"* Eds. M. Ventoruzzo – F. Fabbrini, E. Elgar, 2019; Bocconi Legal Studies Research Paper No. 3345943

²⁴⁸ Ανάλυση των αλλαγών που επέφερε η MiFID II ως προς την προστασία του ευρέως επενδυτικού κοινού περιέχονται σε σχετικό ενημερωτικό δελτίο της ESMA, *Enhanced protection for retail investors: MiFID II and MiFIR*, 2014, διαθέσιμο στον ιστότοπο https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-726_enhanced_protection_for_retail_investors_-_mifid_ii_and_mifir.pdf

²⁴⁹ Αμφισβητούμενο είναι, ωστόσο, το δικαίωμα των μεμονωμένων επενδυτών να διεκδικήσουν οποιουδήποτε τύπου αποζημίωση με βάση το ιδιωτικό δίκαιο, σε περίπτωση παραβίασης των εν λόγω υποχρεώσεων. Για το ζήτημα αυτό, βλ. ιδίως M. Wallinga, *Why MiFID & MiFID II Do (not) Matter to Private Law: Liability to Compensate for Investment Losses for Breach of Conduct of Business Rules*, *European Review of Private Law*, Volume 27, Issue 3, 2019, σελ 515 – 556

από τις διάφορες κατηγορίες επενδυτών (ιδιώτες, επαγγελματίες και επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι)²⁵⁰.

1.2.4 Πεδίο εφαρμογής MiFID II

Η ποικιλομορφία των φορέων που καταλαμβάνονται από τις διατάξεις της MiFID II καθίσταται εμφανής ήδη από το πρώτο άρθρο της συγκεκριμένης Οδηγίας, σύμφωνα με το οποίο στο πεδίο εφαρμογής της υπάγονται οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι διαχειριστές αγοράς, οι πάροχοι υπηρεσιών αναφοράς δεδομένων και οι επιχειρήσεις τρίτων χωρών που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες μέσω της εγκατάστασης υποκαταστήματος εντός της Ένωσης. Η MiFID II καταλαμβάνει δηλαδή τις επιχειρήσεις των οποίων η συνήθης επιχειρηματική δραστηριότητα είναι η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και/ή η άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση, καλύπτοντας όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων που απευθύνονται στους επενδυτές, μεταξύ των οποίων βέβαια και ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών. Επίσης, σημαντικό μέρος των διατάξεων της Οδηγίας εφαρμόζονται και στα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες. Ως επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες αναφέρονται, μεταξύ άλλων, η λήψη και διαβίβαση εντολών σχετικών με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, η διαχείριση χαρτοφυλακίου²⁵¹, οι επενδυτικές συμβουλές, η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων και/ή τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με ή χωρίς δέσμευση ανάληψης κ.ά. Ρητά δε ορίζεται ότι με την Οδηγία θεσπίζονται απαιτήσεις σχετικά με την εποπτεία, τη συνεργασία και την εφαρμογή από τις αρμόδιες αρχές.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία, κατά ρητή διάταξη, δεν καταλαμβάνονται άμεσα από το πεδίο εφαρμογής της MiFID II, ακόμα και όταν αυτά διαχειρίζονται τα ίδια τις επενδύσεις τους²⁵². Ο δικαιολογητικός λόγος για την εξαίρεση των συνταξιοδοτικών ταμείων από το πεδίο εφαρμογής της συγκεκριμένης Οδηγίας αναφέρεται με ενάργεια στο προοίμιο και συνίσταται στο ότι αυτά υπόκεινται

²⁵⁰ Για μία ενδελεχή ανάπτυξη των διατάξεων προστασίας των επενδυτών υπό το καθεστώς της MiFID II, βλ. μεταξύ πολλών, Ch. Gortsos, *Stricto Sensu Investor Protection Under the 'MiFID II': A Systematic Overview of Articles 24-30* (January 10, 2018), διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.ssrn.com/index.cfm/en/>

²⁵¹ Ως διαχείριση χαρτοφυλακίου ορίζεται η διαχείριση, με εντολή του πελάτη και υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας για κάθε πελάτη, χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα (άρθρο 4 παρ.2 σημείο 8 MiFID II)

²⁵² Αξιοσημείωτο είναι ότι από το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας εξαιρούνται και τα προσωπικά και επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προϊόντα που έχουν ως πρωταρχικό σκοπό την παροχή εισοδήματος στον επενδυτή κατά τη συνταξιοδότησή του, καθότι αυτά θεωρούνται ότι έχουν διαφορετικά γνωρίσματα και στόχους από τα υπόλοιπα χρηματοπιστωτικά προϊόντα (σκέψη 89).

σε ειδικούς κανόνες άμεσα προσαρμοσμένους στις δραστηριότητές τους²⁵³. Σύμφωνα με την περ. δ του άρθρου 2 η Οδηγία δεν εφαρμόζεται «στα πρόσωπα που διενεργούν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία δεν είναι παράγωγα επί εμπορευμάτων ή δικαιώματα εκπομπής ή παράγωγα επί των δικαιωμάτων αυτών και δεν παρέχουν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν άλλες επενδυτικές δραστηριότητες σε άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα πλην των παραγώγων επί εμπορευμάτων ή των δικαιωμάτων εκπομπής ή των παραγώγων επί των δικαιωμάτων αυτών, εκτός εάν τα πρόσωπα αυτά: i) είναι ειδικοί διαπραγματευτές (market makers), ii) είναι μέλη ή συμμετέχουν σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ΠΜΔ ή έχουν άμεση ηλεκτρονική πρόσβαση σε τόπο διαπραγμάτευσης, iii) εφαρμόζουν αλγοριθμική συναλλακτική τεχνική υψηλής συχνότητας ή iv) διενεργούν συναλλαγές για ίδιο λογαριασμό όταν εκτελούν εντολές πελατών. Τα πρόσωπα που εξαιρούνται βάσει των στοιχείων α), θ) ή ι) δεν είναι υποχρεωμένα να συμμορφώνονται προς τους όρους του παρόντος στοιχείου για να ισχύει η εξαίρεσή τους». Άλλωστε, στα πρόσωπα που εξαιρούνται με βάση το στοιχείο θ περιλαμβάνονται και τα ταμεία συντάξεων.

Όπως και σε άλλα ενωσιακά κείμενα, έτσι και στη MiFID, γίνεται δεκτό ότι, σε αντίθεση με τη διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων όπως αυτή προσδιορίζεται στο άρθρο 4(1)(8), η διαχείριση συλλογικών επενδυτικών κεφαλαίων, όπως είναι τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, από εταιρία διαχείρισης δεν συνιστά επενδυτική υπηρεσία και, επομένως, δεν καλύπτεται από αυτή την οδηγία. Η κατά τα ανωτέρω εξαίρεση των επαγγελματικών φορέων συνταξιοδότησης (συνταξιοδοτικών ταμείων, κατά την ορολογία της MiFID) από το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, δεν πρέπει να οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι οι διατάξεις της δεν επηρεάζουν τη λειτουργία του δεύτερου πυλώνα. Η διάκριση του νομικού χαρακτηρισμού της διαχείρισης με βάση το υποκείμενο διαχείρισης έχει απασχολήσει πολλούς συγγραφείς, διότι επισύρει σε πολλές περιπτώσεις την εφαρμογή διαφορετικών θεσμικών κειμένων. Με αυτό το δεδομένο, έχει εύστοχα σημειωθεί ότι οι επενδυτικές επιχειρήσεις, όπως και τα συλλογικά επενδυτικά κεφάλαια, εξαιρούνται μεν από το πεδίο εφαρμογής της MiFID, στο μέτρο που αφορούν τις δραστηριότητες της συλλογικής διαχείρισης, αυτό όμως ισχύει μόνο στην περίπτωση όπου η εταιρία διαχείρισης-επενδυτική επιχείρηση ενεργεί ως αντιπροσωπεύουσα το επενδυτικό (και αντίστοιχα το συνταξιοδοτικό) κεφάλαιο, οπότε θα πρόκειται για πρωτογενή διαχείριση, και

²⁵³ Σύμφωνα με τα αναφερόμενα στη σκέψη 34 «Είναι αναγκαίο να εξαιρεθούν από το πεδίο εφαρμογής της παρούσας οδηγίας οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ανεξαρτήτως του αν συντονίζονται σε επίπεδο Ένωσης, καθώς και οι θεματοφύλακες και οι διαχειριστές αυτών των επιχειρήσεων, εφόσον υπόκεινται σε ειδικούς κανόνες άμεσα προσαρμοσμένους στις δραστηριότητές τους»

όχι ως εταιρία διαχείρισης που έχει αναλάβει από την εταιρία διαχείρισης του κεφαλαίου την ενάσκηση καθηκόντων διαχείρισης²⁵⁴.

Συνεπώς, και με την επιφύλαξη των ανωτέρω, στο πλαίσιο της MiFID II, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισής τους δεν αντιμετωπίζονται ως ρυθμιζόμενοι φορείς, αποτελούν, όμως, πελάτες των ρυθμιζόμενων φορέων (επενδυτικών επιχειρήσεων), οι οποίοι προσφέρουν στα ταμεία πολυάριθμες και σημαντικές υπηρεσίες. Σύμφωνα δε με τα προβλεπόμενα στην υπό κρίση οδηγία, τα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι επαγγελματίες και επιλέξιμοι πελάτες. Ειδικότερα, στο παράρτημα II της οδηγίας, τα συνταξιοδοτικά ταμεία περιλαμβάνονται στη λίστα των *per se* επαγγελματιών πελατών, ενώ στην παρ. 2 του άρθρου 30 προβλέπεται ότι *«Τα κράτη μέλη αναγνωρίζουν ως επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους για τους σκοπούς του παρόντος άρθρου τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τα πιστωτικά ιδρύματα, τις ασφαλιστικές εταιρείες, τους ΟΣΕΚΑ και τις εταιρείες διαχείρισής τους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και τις εταιρείες διαχείρισής τους, τους άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που έχουν άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις του δικαίου της Ένωσης ή εθνικού δικαίου κράτους μέλους, τις εθνικές κυβερνήσεις και τα αντίστοιχα γραφεία τους, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος σε εθνικό επίπεδο, τις κεντρικές τράπεζες και τους υπερεθνικούς οργανισμούς»*. Σκοπός της σχετικής ρύθμισης είναι να εξαιρεθούν οι επενδυτικές επιχειρήσεις από μια σειρά αυστηρότερων υποχρεώσεων που υπέχουν προς τους υπόλοιπους, μη επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους πελάτες τους, ακριβώς διότι θεωρείται ότι οι επιλέξιμοι φορείς διαθέτουν κατά τεκμήριο πιο εξειδικευμένες γνώσεις. Η διαπίστωση αυτή επαναλαμβάνεται και στο παράρτημα 2 της οδηγίας, σύμφωνα με το οποίο τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισής τους εντάσσονται στην κατηγορία των επαγγελματιών πελατών, δηλαδή των πελατών που διαθέτουν την εμπειρία, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να λαμβάνουν τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμούν δεόντως τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

Η προσφορά των υπηρεσιών που προβλέπονται στη MiFID II προς τα συνταξιοδοτικά ταμεία, δεν επισύρει την αντίστοιχη εξαίρεση των παρόχων (επενδυτικών επιχειρήσεων) από το κανονιστικό πλαίσιο της οδηγίας συνολικά, αλλά μόνο την απαλλαγή τους από το πλέγμα ορισμένων αυστηρών υποχρεώσεων, και συγκεκριμένα των απαιτήσεων που προβλέπονται στο άρθρο 24, εξαιρουμένων των παραγράφων 4 και 5, στο άρθρο 25 εξαιρουμένης της παραγράφου 6, στο άρθρο 27 και στο άρθρου 28 παράγραφος 1 όσον αφορά τις συναλλαγές αυτές ή οποιαδήποτε παρεπόμενη υπηρεσία άμεσα σχετιζόμενη με αυτές τις συναλλαγές. Ούτε όμως, η απαλλαγή αυτή είναι απόλυτη, αφού τα συνταξιοδοτικά ταμεία, δύνανται, όπως και κάθε

²⁵⁴ Σπ. Μούζουλας, Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, 2015, σελ 93

πελάτης που έχει χαρακτηριστεί ως «επαγγελματίας», κατά την έννοια των διατάξεων της οδηγίας, να ζητήσει τη μεταχείρισή του ως ιδιώτης, ωφελούμενος έτσι των αυξημένων απαιτήσεων προστασίας.

Με βάση τα ανωτέρω, η άσκηση της εποπτείας επί των χρηματοπιστωτικών φορέων που καταλαμβάνονται από το πεδίο εφαρμογής της MiFID II, αλλά και οι απαιτήσεις που οφείλουν να πληρούν κατά τη διαχείριση των εμπιστευμένων σε αυτούς κεφαλαίων, διέπονται από τη συγκεκριμένη Οδηγία, ανεξαρτήτως του προσώπου (φυσικού ή νομικού) προς το οποίο προσφέρονται οι σχετικές υπηρεσίες²⁵⁵. Συνακόλουθα, στην περίπτωση που οι εν λόγω φορείς προσφέρουν τις υπηρεσίες τους προς φορείς επαγγελματικής ασφάλισης, τότε η MiFID II ρυθμίζει σημαντικό μέρος δραστηριοτήτων που αναπτύσσονται στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, ενώ οποιαδήποτε αστοχία σε σχέση με την τήρηση των προβλεπόμενων σε αυτή απαιτήσεων μπορεί να αποβεί σε σημαντικές απώλειες των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων επαγγελματικής ασφάλισης.

1.3. Συμπεράσματα

Ανακεφαλαιώνοντας, θα μπορούσε να λεχθεί ότι κύριος φορέας άσκησης επαγγελματικής ασφάλισης είναι τα Ι.Ε.Σ.Π, στα οποία εφαρμόζεται υποχρεωτικά η Οδηγία IORP II. Σημαντικό μέρος της αγοράς των επαγγελματικών συντάξεων βρίσκεται επίσης υπό τη διαχείριση ασφαλιστικών επιχειρήσεων ζωής, οι οποίες διέπονται από την Solvency II. Ωστόσο ειδικά για τις δραστηριότητες παροχής επαγγελματικών συντάξεων των συγκεκριμένων επιχειρήσεων προβλέπεται προαιρετική εφαρμογή συγκεκριμένων διατάξεων της IORP II, ώστε να επιτευχθεί η όσο το δυνατόν ομογενοποίηση των κανόνων που αφορούν τις επαγγελματικές συντάξεις. Οι εν λόγω διατάξεις αφορούν κυρίως ζητήματα καταχώρισης και έγκρισης, λειτουργίας, διασυννοριακών δραστηριοτήτων και μεταφορών, τεχνικών αποθεματικών, επενδυτικών κανόνων, διακυβέρνησης και πληροφόρησης²⁵⁶. Στην περίπτωση που επιλεγεί από τα κράτη-μέλη η εφαρμογή των οικείων διατάξεων της IORP II και στις εν λόγω επιχειρήσεις, ο διαχωρισμός, η διαχείριση και η οργάνωση όλων των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού που αντιστοιχούν στην παροχή επαγγελματικών συντάξεων πραγματοποιούνται χωριστά από τις υπόλοιπες

²⁵⁵ Για τη διαφοροποίηση της πληροφόρησης που λαμβάνει ο επενδυτής, ανάλογα με την κατηγορία στην οποία ανήκει (ιδιώτης ή επαγγελματίας πελάτης), βλ σχετικές οδηγίες της ESMA, Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements, διαθέσιμες στον ιστότοπο της αρχής

²⁵⁶ Σύμφωνα με το πρώτο εδάφιο της παρ. 1 του άρθρου 4 «Τα κράτη μέλη καταγωγής μπορούν να επιλέξουν να εφαρμόζουν τις διατάξεις των άρθρων 9 έως 14, των άρθρων 19 έως 22, του άρθρου 23 παράγραφοι 1 και 2, και των άρθρων 24 έως 58 της παρούσας οδηγίας στις δραστηριότητες παροχής επαγγελματικών συντάξεων των ασφαλιστικών επιχειρήσεων του κλάδου ζωής σύμφωνα με το άρθρο 2 παράγραφος 3 στοιχείο α) σημεία i) έως iii) και το άρθρο 2 παράγραφος 3 στοιχείο β) σημεία ii) έως iv) της οδηγίας 2009/138/EK».

δραστηριότητές τους, χωρίς καμία δυνατότητα μεταφοράς. Τέλος, υπηρεσίες που σχετίζονται με τη διαχείριση επαγγελματικών συντάξεων δύνανται να προσφέρουν και άλλοι χρηματοοικονομικοί φορείς, όπως επενδυτικές επιχειρήσεις και οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων, οι οποίοι μπορούν να διαχειρίζονται τα οικεία συνταξιοδοτικά κεφάλαια, όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο. Για τους εν λόγω χρηματοπιστωτικούς φορείς ισχύουν οι διατάξεις που ρυθμίζουν αντίστοιχα κάθε συγκεκριμένο φορέα, όπως είναι και η Οδηγία MiFID II, στο πεδίο εφαρμογής της οποίας εντάσσονται οι επενδυτικές επιχειρήσεις. Αξιοσημείωτο είναι ότι για τους χρηματοπιστωτικούς φορείς δεν προβλέπεται μεν ρητώς η προαιρετική εφαρμογή της IORP II, αφού οι συγκεκριμένες δραστηριότητες εντάσσονται στις λοιπές δραστηριότητες που ασκούνται από τους τελευταίους, ωστόσο η οδηγία δεν φαίνεται να αποκλείει τη δυνατότητα των κρατών μελών να την εφαρμόσουν, σε προαιρετική βάση, αν η εποπτεία ασκείται ευθέως σε φορείς που διαχειρίζονται Ι.Ε.Σ.Π, και ταυτόχρονα υπάρχει σαφής μνεία περί ενδεχόμενης μελλοντικής επέκτασης της προαιρετικής εφαρμογής της εν λόγω οδηγίας σε άλλα ρυθμιζόμενα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, εφόσον αυτό υπαγορευθεί από την κατάσταση στις αγορές επαγγελματικών συντάξεων.

Ενότητα 2. Ειδικό πλαίσιο: Οι Κανόνες για τη Διακυβέρνηση και τις Επενδύσεις με βάση τις Οδηγίες

2.1. Η Διακυβέρνηση του δεύτερου πυλώνα με βάση τις Οδηγίες

Όπως συχνά παρατηρείται, από τις σημαντικότερες αλλαγές που επέφερε η IORP II σε σχέση με την IORP I, είναι αυτές που αφορούν στο σύστημα διακυβέρνησης των Ι.Ε.Σ.Π. Ο ενωσιακός νομοθέτης, αναγνωρίζοντας την καθοριστική σημασία του αποτελεσματικού συστήματος διακυβέρνησης για την κατάλληλη διαχείριση των κινδύνων και την προστασία των μελών και δικαιούχων, προέβη σε αναμόρφωση του σχετικού θεσμικού πλαισίου, περιλαμβάνοντας ρυθμίσεις στα πρότυπα της λειτουργίας των λοιπών χρηματοπιστωτικών φορέων, όπως αυτές που περιέχονται στη Solvency II και στη MIFID II.

Με δεδομένο ότι οι στρατηγικές αποφάσεις για την διαχείριση της περιουσίας των επαγγελματικών ταμείων λαμβάνονται, όπως αναλύθηκε προηγουμένως, από το διοικητικό όργανο των εν λόγω φορέων, οι απαιτήσεις διακυβέρνησης εξετάζονται κυρίως υπό το πρίσμα των προσώπων που συμμετέχουν στη διοίκηση αυτών, αλλά και των κανόνων που οφείλουν να ακολουθούν κατά τη λήψη των σχετικών αποφάσεων. Αρχικά, εξετάζονται από κοινού οι απαιτήσεις διακυβέρνησης της IORP II και της Solvency II, οι οποίες παρουσιάζουν

μεγάλες ομοιότητες, έως και απόλυτη ταύτιση, και στη συνέχεια οι αντίστοιχες ρυθμίσεις της MIFID II.

2.1.1 Οι απαιτήσεις διακυβέρνησης σε IORP II και Solvency II

Οι κρίσιμες διατάξεις σχετικά με τα αρμόδια για την εν γένει διαχείριση της περιουσίας πρόσωπα στην IORP II, περιέχονται στο πρώτο τμήμα του Κεφαλαίου Α'. Ειδικότερα, σύμφωνα με το άρθρο 20 της Οδηγίας, τα Ι.Ε.Σ.Π οφείλουν να έχουν ένα διαχειριστικό ή εποπτικό όργανο το οποίο έχει την τελική ευθύνη για τη συμμόρφωση του Ι.Ε.Σ.Π προς τις νομοθετικές, κανονιστικές και διοικητικές διατάξεις που θεσπίζονται δυνάμει της συγκεκριμένης οδηγίας, ενώ ρητώς προβλέπεται ότι η απαίτηση αυτή δεν θίγει τον ρόλο των κοινωνικών εταίρων στη διαχείριση των Ι.Ε.Σ.Π. Επίσης, σύμφωνα με την παρ. 6 του άρθρου 21, η διοίκηση των Ι.Ε.Σ.Π ασκείται από τουλάχιστον δύο πρόσωπα. Μόνο κατ'εξάιρεση μπορεί να επιτραπεί η άσκηση της διοίκησης από ένα μόνο πρόσωπο, υπό την προϋπόθεση προηγούμενης αξιολόγησης από τις αρμόδιες αρχές, η οποία λαμβάνει υπόψη τον ρόλο των κοινωνικών εταίρων στη γενικότερη διαχείριση του Ι.Ε.Σ.Π, καθώς επίσης το μέγεθος, τη φύση, την κλίμακα και την πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων του Ι.Ε.Σ.Π. Αντίστοιχα, στο άρθρο 40 της Solvency II προβλέπεται ότι το διοικητικό, διαχειριστικό ή εποπτικό όργανο της ασφαλιστικής ή αντασφαλιστικής επιχείρησης έχει την τελική ευθύνη για τη συμμόρφωση, της σχετικής επιχείρησης, με τις νομοθετικές, κανονιστικές και διοικητικές διατάξεις της εν λόγω οδηγίας. Αν και στο κείμενο της ασφαλιστικής οδηγίας δεν προβλέπεται ρητώς η λήψη κρίσιμων αποφάσεων από τουλάχιστον δύο πρόσωπα, η απαίτηση αυτή προβλέπεται στις σχετικές για τη διακυβέρνηση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων οδηγίες της ΕΙΟΡΑ²⁵⁷. Η συμμετοχή τουλάχιστον δύο προσώπων κατά τη λήψη κρίσιμων αποφάσεων αποσκοπεί στη διασφάλιση ενός ελάχιστου επιπέδου ελέγχου, και αποτελεί ένα σημαντικό εχέγγυο για την περιχαράκωση των συμφερόντων των ασφαλισμένων.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι οι Οδηγίες δεν ρυθμίζουν άμεσα τη σύνθεση και τις αρμοδιότητες του διαχειριστικού οργάνου των Ι.Ε.Σ.Π και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, αλλά αρκούνται στη πρόβλεψη γενικότερων διατάξεων που αντανakλούν περισσότερο την ανάγκη θέσπισης ενός οργάνου που είναι υπεύθυνο έναντι των εποπτικών αρχών. Ωστόσο, από τη συνολική επισκόπηση των διατάξεων που αφορούν τη διακυβέρνηση των φορέων συνταξιοδότησης του δεύτερου πυλώνα προκύπτει ότι το διαχειριστικό όργανο είναι αυτό που έχει τις αποφασιστικές αρμοδιότητες για τη λήψη των

²⁵⁷ ΕΙΟΡΑ, Guidelines on System of Governance, 2014, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.eiopa.europa.eu/content/guidelines-system-governance>. Σχετικά με την πρόβλεψη αυτή και τους προβληματισμούς που έχουν διατυπωθεί βλ. και M. Siri, Corporate Governance of Insurance Firms after Solvency II in "Insurance Regulation in the European Union: Solvency II and Beyond", edited by P. Marano – M. Siri, Palgrave Macmillan, London, 2017; Goethe University - International Center for Insurance Regulation - Working Paper Series No. 27/2017, σελ.13

στρατηγικών αποφάσεων που αφορούν την επενδυτική πολιτική. Πράγματι, το όργανο που λαμβάνει τις στρατηγικές αποφάσεις είναι υπεύθυνο για τα αποτελέσματα των εν λόγω αποφάσεων, τόσο ενώπιον των ασφαλισμένων όσο και ενώπιον των εποπτικών αρχών. Ιδιαίτερα αξίζει να σημειωθεί η ξεχωριστή μνεία για το ρόλο των κοινωνικών εταίρων στην IORP II, στοιχείο που εύλογα απουσιάζει από την Solvency II.

Σε αντίθεση με τη σύνθεση και τις αρμοδιότητες των διοικητικών οργάνων, πιο αναλυτικές διατάξεις περιλαμβάνονται σχετικά με τις απαιτήσεις καταλληλότητας και ήθους των προσώπων που εμπλέκονται στη διοίκηση και την εν γένει διαχείριση των Ι.Ε.Σ.Π και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι απαιτήσεις καταλληλότητας και ήθους δεν καταλαμβάνουν μόνο τα μέλη του διοικητικού οργάνου, αλλά κάθε πρόσωπο που διοικεί πραγματικά τον φορέα ή του έχει ανατεθεί κάποια βασική λειτουργία, ενώ ειδικά ως προς το διοικητικό όργανο προβληματισμοί έχουν διατυπωθεί σχετικά με το κατά πόσο οι σχετικές απαιτήσεις πρέπει να καταλαμβάνουν όλα τα πρόσωπα, επομένως και τα μη εκτελεστικά, ή μόνο αυτά που ασκούν εκτελεστικές αρμοδιότητες. Το τελευταίο ζήτημα έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τα Ι.Ε.Σ.Π, διότι επιδρά άμεσα και τον ρόλο των κοινωνικών εταίρων, αφού συχνά τα μέλη που συμμετέχουν υπό την ιδιότητα των εκπροσώπων των εργοδοτών και των εργαζομένων δεν διαθέτουν τα απαραίτητα επαγγελματικά προσόντα για τη διοίκηση ενός χρηματοπιστωτικού φορέα, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δεν συμβάλουν στην αντιμετώπιση ζητημάτων που άπτονται της γενικότερων σκοπών των Ι.Ε.Σ.Π²⁵⁸.

Και οι δυο υπό εξέταση Οδηγίες έχουν υιοθετήσει σχεδόν ταυτόσημο λεκτικό ως προς τις απαιτήσεις ικανοτήτων και ήθους. Ειδικότερα, στο άρθρο 22 της IORP II, προβλέπεται ότι τα πρόσωπα που ασκούν πραγματικά τη διοίκηση του Ι.Ε.Σ.Π, τα πρόσωπα που ασκούν βασικές λειτουργίες²⁵⁹ και, κατά περίπτωση, τα πρόσωπα ή οι οντότητες στα οποία έχει ανατεθεί εξωτερικά μια βασική λειτουργία πρέπει να χαρακτηρίζονται από ικανότητες και ήθος. Σύμφωνα με την παράγραφο 1 του ως άνω άρθρου, οι απαιτήσεις ικανότητας πληρούνται όταν ένα πρόσωπο διαθέτει επάρκεια προσόντων, γνώσεων και εμπειρίας, ενώ οι απαιτήσεις για ήθος όταν αυτό χαίρει υπόληψης και ακεραιότητας. Αντίστοιχα, σύμφωνα με την παρ.1 του άρθρου 42 της Solvency II «Οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις μεριμνούν ώστε όλα τα πρόσωπα τα οποία διοικούν ουσιαστικά την επιχείρηση ή ασκούν άλλου είδους βασικά καθήκοντα να πληρούν ανά πάσα στιγμή τις ακόλουθες απαιτήσεις: α) τα επαγγελματικά τους προσόντα, οι γνώσεις και η πείρα τους τούς επιτρέπουν να ασκούν υγιή και συνεπή διαχείριση (ικανότητα)· και β) είναι επαρκή από πλευράς υπόληψης και ακεραιότητας (ήθος)».

²⁵⁸ ΕΙΟΡΑ (2013), OPSG Discussion Paper on Occupational Pension Scheme Governance, σελ.3

²⁵⁹ Σύμφωνα με τη σκέψη 54, «Ως βασική λειτουργία νοείται η ικανότητα ανάληψης συγκεκριμένων καθηκόντων διακυβέρνησης»

Είναι εμφανές ότι οι έννοιες της καταλληλότητας και του ήθους είναι διατυπωμένες με αρκετά ευρύ τρόπο, αποτελώντας χαρακτηριστικό παράδειγμα πρόσφορου πεδίου εξειδίκευσης από τον εφαρμοστή τους. Δεδομένου δε ότι η πλήρωση των σχετικών προϋποθέσεων συναρτάται άμεσα με την επέλευση ορισμένων συνεπειών, οι έννοιες της καταλληλότητας και ήθους θα μπορούσαν να παραλληλιστούν με τις αόριστες νομικές έννοιες του δικαίου. Πράγματι, ο ενωσιακός νομοθέτης αρκείται στην αναφορά των γενικών προϋποθέσεων, χωρίς να εξειδικεύει τον τρόπο με τον οποίο αποδεικνύεται η πλήρωσή τους. Το τελευταίο εναπόκειται στον εθνικό νομοθέτη, ο οποίος στο πλαίσιο της ενσωμάτωσης καλείται να διασφαλίσει με κατάλληλα μέτρα ότι όλα τα οριζόμενα πρόσωπα πληρούν τα απαραίτητα εχέγγυα καταλληλότητας και ήθους, αλλά και στους ίδιους τους φορείς, οι οποίοι οφείλουν να διαθέτουν συγκεκριμένες διαδικασίες/πολιτικές προς τον σκοπό αυτό. Και ενώ από το περιεχόμενο της διάταξης δεν προκύπτει, τουλάχιστον άμεσα, η επέλευση συγκεκριμένων έννομων συνεπειών, ωστόσο η μη πλήρωση των προϋποθέσεων καταλληλότητας και ήθους συνεπάγεται αφενός την υποχρέωση αντικατάστασής τους, αφετέρου τη στοιχειοθέτηση αστικής ή/και ποινικής ευθύνης των υπαίτιων προσώπων, ανάλογα με τα σχετικώς ισχύοντα στην εθνική νομοθεσία.

Μία γενική κατεύθυνση ως προς το περιεχόμενο των απαιτήσεων ικανοτήτων και ήθους μπορούμε να αντλήσουμε από τις Οδηγίες της EIOPA, σε σχέση με τις αντίστοιχες διατάξεις της Solvency II²⁶⁰. Στο πλαίσιο αυτό, η EIOPA έχει διατυπώσει την άποψη ότι ικανό να διοικήσει μία ασφαλιστική οντότητα θεωρείται το πρόσωπο που διαθέτει εξειδικευμένες γνώσεις της ασφαλιστικής και της χρηματοπιστωτικής αγοράς, της επιχειρηματικής στρατηγικής, των συστημάτων διακυβέρνησης, της οικονομικής και αναλογιστικής ανάλυσης, καθώς και του σχετικού κανονιστικού πλαισίου, ενώ ως προς τις απαιτήσεις ήθους αναφέρει την τήρηση των οικονομικών του υποχρεώσεων του, την επαγγελματική του συμπεριφορά κ.α. Οι απαιτήσεις καταλληλότητας υπόκεινται στην αρχή της αναλογικότητας, υπό την έννοια ότι όσο πιο αυξημένες είναι ανάγκες ενός φορέα, σε σχέση με το μέγεθος και την πολυπλοκότητα των εργασιών του, τόσο πιο ικανά και εξειδικευμένα στελέχη χρειάζεται. Αντιθέτως, οι απαιτήσεις ήθους ελέγχονται κατά τον ίδιο τρόπο για όλους τους φορείς, αφού αυτές δεν μπορεί να εξαρτώνται από τη φύση, το μέγεθος, και την πολυπλοκότητα των εργασιών του φορέα. Η θέση αυτή αποτυπώθηκε ήδη από το 2009 σε σύσταση της CEIOPS²⁶¹.

Τέλος, ούτε στις Οδηγίες της EIOPA αναφέρονται συγκεκριμένα στοιχεία που θα ήταν πρόσφορα για την απόδειξη των προβλεπόμενων απαιτήσεων ικανότητας και ήθους, οι οποίες, ως έννοιες παραμένουν ευρείες και χρήζουν

²⁶⁰ https://eiopa.europa.eu/GuidelinesSII/EIOPA_Guidelines_on_System_of_Governance_EN.pdf

²⁶¹ CEIOPS, Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: System of Governance, October 2009, σελ. 12

εξειδίκευσης από τους εφαρμοστές του δικαίου. Εδώ τον ρόλο αυτό, ο οποίος είναι μάλιστα πολύ σημαντικός, καλούνται να επιτελέσουν τα ίδια τα Ι.Ε.Σ.Π (και αντίστοιχα οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις), ως φορείς ιδιωτικού δικαίου, καθώς και οι εποπτικές αρχές²⁶².

2.1.2 Οι απαιτήσεις διακυβέρνησης στη MiFID II

Παρόμοιες απαιτήσεις διακυβέρνησης περιλαμβάνονται και στη MiFIDII, η ψήφιση της οποίας προηγήθηκε, άλλωστε, των ως άνω Οδηγιών. Οι προηγούμενες αδυναμίες διακυβέρνησης χαρακτηρίζονται, και στο πλαίσιο της MiFID II, ως υπαίτιες της χρηματοπιστωτικής κρίσης, γεγονός που αιτιολογεί, κατά τις σκέψεις της Οδηγίας, τη θέσπιση αυστηρότερων διατάξεων και τη συμπλήρωσή τους με λεπτομερέστερες αρχές και ελάχιστα πρότυπα²⁶³.

Όπως και στις ανωτέρω υπό εξέταση Οδηγίες, έτσι και στη MiFIDII δεν ρυθμίζονται ζητήματα σύνθεσης του διαχειριστικού/διοικητικού οργάνου. Πιο ενδελεχείς είναι, αντιθέτως, οι διατάξεις που περιγράφουν τις αρμοδιότητες του οργάνου, κατά τρόπο ώστε να καθίσταται σαφές ότι αυτό προσδιορίζει, επιβλέπει και έχει την ευθύνη όσον αφορά την εφαρμογή των ρυθμίσεων διακυβέρνησης που διασφαλίζουν την αποτελεσματική και συνετή διαχείριση της επιχείρησης επενδύσεων, περιλαμβανομένων του διαχωρισμού των καθηκόντων στο πλαίσιο της επιχείρησης επενδύσεων και της πρόληψης συγκρούσεων συμφερόντων, με τρόπο που προωθεί την ακεραιότητα της αγοράς και το συμφέρον των πελατών της²⁶⁴. Στο πλαίσιο αυτό, συγκεκριμενοποιούνται περαιτέρω οι εν λόγω αρμοδιότητες, ενώ για τα ζητήματα που εξετάζονται με την παρούσα, ιδιαίτερη σημασία έχει η πρόβλεψη ότι το διοικητικό όργανο οφείλει να διασφαλίζει την εφαρμογή κατάλληλης πολιτικής σύμφωνα με την οποία οι υπηρεσίες, οι δραστηριότητες, τα προϊόντα και οι λειτουργίες που προσφέρονται ή παρέχονται συνάδουν με το ανεκτό για την επιχείρηση επίπεδο κινδύνου και τα χαρακτηριστικά και τις ανάγκες των

²⁶² Οι απαιτήσεις καταλληλότητας και ήθους αναδιαμορφώθηκαν σε πολλές χώρες και πριν τη θέσπιση των σχετικών ενωσιακών κανόνων, λόγω των ελλειμμάτων στα συστήματα διακυβέρνησης των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών καθεστώτων που είχαν γίνει η αιτία για την απώλεια σημαντικών κεφαλαίων ασφαλισμένων. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα του Ηνωμένου Βασιλείου, το οποίο σε συνέχεια της υπόθεσης του «Robert Maxwell», προχώρησε σε αναμόρφωση του σχετικού κανονιστικού πλαισίου, απαιτώντας αυξημένα εχέγγυα καταλληλότητας των trustees. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την υπόθεση «Robert Maxwell» και του τρόπου με τον οποίο επηρέασε την εξέλιξη του θεσμικού πλαισίου για τα επαγγελματικά συστήματα συνταξιοδότησης βλ. National Audit Office, The Pensions Regulator: progress in establishing its new regulatory approach, 2007

²⁶³ Πρβλ. σκέψη 5. Για τη διακυβέρνηση με βάση τη MiFID II βλ. ενδεικτικά M. Comana, D. Previtali, L. Bellardini The MiFID II Framework: How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry, Springer, 2019, σελ 69 επ, A. Monk, D. Rook, N. Scarth, Transparent Alignment in Investment Research: From Unbundling to Relational Contracting, 2018, σελ. 11 επ, διαθέσιμο σε <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3209952>

²⁶⁴ Βλ. ιδίως Άρθρο 9 Οδηγίας

πελατών της επιχείρησης προς τους οποίους θα προσφέρονται ή θα παρέχονται.

Υποστηρίζεται ότι η γενική αναφορά στο διοικητικό όργανο, χωρίς να προσδιορίζονται περαιτέρω συγκεκριμένες δομές ή πρόσωπα, σημαίνει ότι οι αυστηρότερες προϋποθέσεις διακυβέρνησης που θεσπίστηκαν με βάση τη MiFID II έχουν κατ'αποτέλεσμα ευρύτερη εφαρμογή, αφού στις μεν μονιστικές δομές διακυβέρνησης καταλαμβάνουν συλλήβδην τα εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη, ενώ στις δυαδικές μορφές διακυβέρνησης καταλαμβάνουν αμφότερα το διοικητικό και εποπτικό όργανο²⁶⁵.

Ειδικότερα, με τις διατάξεις της MiFID II, προκειμένου να χορηγηθεί άδεια λειτουργίας σε επενδυτικές επιχειρήσεις πρέπει να εξασφαλίζεται ότι αυτές και τα διοικητικά όργανά τους συμμορφώνονται προς τα άρθρα 88 και 91 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ για τα πιστωτικά ιδρύματα²⁶⁶, γεγονός που συνεπάγεται ευθύνη και αυξημένες υποχρεώσεις λογοδοσίας του διοικητικού οργάνου, ως προς τη συνολική στρατηγική της επιχείρησης, την εσωτερική δομή διακυβέρνησης της επιχείρησης, την έγκριση της εσωτερικής της οργάνωσης και όλες εν γένει τις θεμελιώδεις λειτουργίες της επιχείρησης²⁶⁷. Αντίστοιχα προβλέπονται και οι απαιτήσεις καταλληλότητας των μελών του διοικητικού οργάνου, τα οποία οφείλουν να έχουν πάντοτε καλή φήμη και να διαθέτουν επαρκείς γνώσεις, δεξιότητες και εμπειρία κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους²⁶⁸, ενώ όπως και στις δύο άλλες υπό εξέταση Οδηγίες, έτσι και στη MiFID προβλέπεται η υποχρέωση των επιχειρήσεων να ορίζουν δύο τουλάχιστον πρόσωπα που πληρούν τις παραπάνω απαιτήσεις και διευθύνουν πραγματικά την επιχειρηματική δραστηριότητα (άρθρο 9 παρ.6).

Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι στο άρθρο 91 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ, στο οποίο παραπέμπει ως προς τις απαιτήσεις καταλληλότητας των μελών του διοικητικού οργάνου η MiFID II, προβλέπονται περισσότερες απαιτήσεις σε σχέση με την IORP και τη Solvency, καθότι, όπως είναι γνωστό, τα πιστωτικά ιδρύματα, όπως και οι επενδυτικές επιχειρήσεις, κατηγορήθηκαν όσο κανένας άλλος χρηματοπιστωτικός οργανισμός για το ξέσπασμα της

²⁶⁵ D. Busch, Corporate Governance of Financial Institutions According to CRD IV & MiFID II: Preliminary Draft, 2016, Διαθέσιμο στον ιστότοπο SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3061735>

²⁶⁶ Η Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 26ης Ιουνίου 2013 σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ, περιλάμβανε στο πεδίο εφαρμογής της και κατηγορίες επιχειρήσεων που καταλαμβάνονται από τη MiFID II, οι οποίες είχαν υιοθετήσει, επομένως, κάποια από τα πρότυπα διακυβέρνησης ήδη και πριν την ψήφιση της MiFID II. 2

²⁶⁷ N. Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, Oxford University Press, 2014, σελ. 357 επ., Α. Σινανιώτη-Μαρούδη, Το νέο Ενωσιακό νομικό πλαίσιο των Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και των ρυθμιζόμενων αγορών, Τιμητικός Τόμος για τον Καθηγητή Παναγιώτη Ι. Κανελλόπουλο, Πανεπιστήμιο Πειραιώς 2015, σελ. 795 επ

²⁶⁸ Άρθρο 9 παρ. 1 MiFIDII, σε συνδυασμό με άρθρο 90 Οδηγίας 2013/36/ΕΕ

οικονομικής κρίσης²⁶⁹. Υπό αυτό το πρίσμα, το κανονιστικό πλαίσιο που ακολούθησε, είναι εν πολλοίς αποτέλεσμα της βούλησης να περιχαρακωθεί η διακυβέρνηση των εν λόγω φορέων με όσο το δυνατόν περισσότερα εχέγγυα καταλληλότητας και αποτελεσματικότητας, με έμφαση στη λειτουργική και προσωπική ανεξαρτησία της διοίκησης μελών και στην πρόληψη καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων²⁷⁰. Έτσι, σύμφωνα με τα αντιστοίχως προβλεπόμενα στην Οδηγία 2013/36/ΕΕ, τα μέλη του διοικητικού οργάνου επενδυτικών επιχειρήσεων «πρέπει να αφιερώνουν αρκετό χρόνο στην εκτέλεση των καθηκόντων τους στο ίδρυμα», ενώ περαιτέρω υπόκεινται σε σημαντικούς περιορισμούς ως προς την ανάληψη περισσότερων θέσεων εκτελεστικού μέλους σε άλλες επιχειρήσεις. Όλες οι παραπάνω απαιτήσεις εξειδικεύονται στις κατευθυντήριες οδηγίες σχετικά με την αξιολόγηση της καταλληλότητας των μελών του διοικητικού οργάνου και των προσώπων που κατέχουν καίριες θέσεις, οι οποίες εκδόθηκαν από την ESMA και την EBA από κοινού, και αφορούν συλλήβδην τις επενδυτικές και τραπεζικές επιχειρήσεις, καταδεικνύοντας την ενιαία αντιμετώπιση που επιφυλάσσει ο ενωσιακός νομοθέτης, όσον αφορά τα ζητήματα διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών εν γένει²⁷¹. Αξίζει να σημειωθεί, τέλος, ότι τα εν λόγω ζητήματα, αντιμετωπίζονται με ενιαίο τρόπο και από σημαντικούς διακυβερνητικούς οργανισμούς, όπως το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (“Financial Stability Board” – FSB)²⁷², το οποίο εξαρτά τη δυνατότητα του διοικητικού οργάνου να είναι αποτελεσματικό από «αντικειμενικά» στοιχεία, όπως είναι η καταλληλότητα, η σύνθεση, η κατανομή αρμοδιοτήτων, και σε «συμπεριφορικά» στοιχεία, όπως η λειτουργική και διοικητική του ανεξαρτησία, η ικανότητα να γίνεται κομιστής αλλαγών κλπ.

²⁶⁹ Για το ζήτημα αυτό, βλ. ενδεικτικά A. Felton, C. M. Reinhart, *The First Global Financial Crisis of the 21st Century*, Centre For Economic Policy Research (CEPR), 2008, Ch.Dinesen, *Absent Management in Banking: How Banks Fail and Cause Financial Crisis*, 2020

²⁷⁰ Για το συνολικό πλαίσιο αναθεώρησης των κανόνων που αφορούν στη διακυβέρνηση των τραπεζών σε διεθνές επίπεδο, βλ. K. J. Hopt, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, σε E. Wymeersch, K. J. Hopt, G. Ferrarini, eds., *Financial Regulation and Supervision, A post-crisis analysis*, Oxford University Press 2012, σελ. 337-367, ECGI - Law Working Paper No. 181/2011

²⁷¹ Joint ESMA and EBA Guidelines on the assessment of suitability of members of the management body and key function holders (EBA-GL-2017-12), 2017. Οι κατευθυντήριες αυτές οδηγίες τελούν υπό αναθεώρηση ως προς τα ζητήματα καταλληλότητας του διοικητικού οργάνου, με έμφαση μεταξύ άλλων, και στην επαρκή εκπροσώπηση των δύο φύλων, καθώς και στην ανάγκη εξειδικευμένων γνώσεων από τα μέλη, ώστε να αποφεύγεται η μέσω των υπαγόμενων φορέων έμμεση χρηματοδότηση της τρομοκρατίας και η νομιμοποίηση εσόδων από παράνομες δραστηριότητες <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/eba-and-esma-launch-consultation-revised-joint-guidelines-assessing-suitability>

²⁷² Το Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας είναι ένας διακυβερνητικός οργανισμός που δημιουργήθηκε το 2009 ως διάδοχος του Φόρουμ Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Financial Stability Forum -FSF) από την ομάδα των είκοσι (G20), και έχει σκοπό την βελτίωση των ρυθμίσεων και της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με Συμβούλιο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας, είναι διαθέσιμες στον ιστότοπο του οργανισμού <https://www.fsb.org/history-of-the-fsb/>

2.2 Επενδυτικοί κανόνες με βάση τις Οδηγίες

Όπως εκτέθηκε στο πρώτο μέρος, οι επενδυτικοί κανόνες διακρίνονται σε ποιοτικής και ποσοτικής φύσης. Η πρόταξη ποιοτικών απαιτήσεων είναι ευκρινής σε όλες τις αναθεωρημένες οδηγίες, γεγονός που επιφέρει σημαντικές αλλαγές ως προς τον τρόπο που οι φορείς διαχειρίζονται τα εμπιστευμένα σε αυτούς κεφάλαια, αλλά και ως προς τον τρόπο άσκησης εποπτείας. Παρατηρείται έτσι, μία μετατόπιση από τις παραδοσιακές μορφές άσκησης εποπτείας, οι οποίες βασίζονται στην αυστηρή τήρηση νομικών υποχρεώσεων και στον έλεγχο ποσοτικών κριτηρίων, σε μία πιο στοχευμένη άσκηση των εποπτικών αρμοδιοτήτων, στη βάση ποιοτικών κυρίως δεικτών. Αυτό δεν συνεπάγεται ωστόσο, τον πλήρη παραμερισμό ποσοτικών απαιτήσεων, οι οποίες λειτουργούν ως δίκτυ ασφαλείας τόσο για τις εποπτικές αρχές όσο και για τους ίδιους τους δικαιούχους. Στη συνέχεια εκτίθενται οι σχετικές διατάξεις των οδηγιών, με ιδιαίτερη επισήμανση στα σημεία που επιβάλλουν διαφορετική αντιμετώπιση.

2.2.1 Οι επενδυτικοί κανόνες της IORP II

2.2.1.1 Ποιοτικής φύσης απαιτήσεις

Όπως εκτέθηκε παραπάνω, η αρχή της συνετής διαχείρισης αφετηριάζεται από διαφορετικά σημεία, αναλόγως με το αν ζητούμενο είναι η ακολουθούμενη διαδικασία λήψης των επενδυτικών αποφάσεων προς όφελος των ασφαλισμένων ή το αποτέλεσμα, δηλαδή η επιλογή συνετών επενδυτικών μέσων. Τα ανωτέρω αποτυπώνονται συλλήβδην στην IORP II, στην οποία αναφέρεται ότι «η τήρηση του κανόνα της συνετής διαχείρισης, επιβάλλει μια επενδυτική πολιτική που να ανταποκρίνεται στη δομή της συμμετοχής στην ασφάλιση των ασφαλισμένων του εκάστοτε Ι.Ε.Σ.Π»²⁷³, και ταυτόχρονα ότι «τα Ι.Ε.Σ.Π είναι σε θέση να επενδύουν σε μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού, όπως οι μετοχές, και σε άλλα μέσα με μακροπρόθεσμα οικονομικά χαρακτηριστικά τα οποία δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενες αγορές, πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ) ή μηχανισμούς οργανωμένης διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ), εντός συνετών ορίων. Οι επενδύσεις σε μετοχές, σε νομίσματα διαφορετικά από αυτά των στοιχείων του παθητικού τους και σε άλλα μέσα με μακροπρόθεσμα οικονομικά χαρακτηριστικά τα οποία δεν αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενες αγορές, ΠΜΔ ή ΜΟΔ, δεν θα πρέπει συνεπώς να περιορίζονται, σύμφωνα με τον κανόνα της «συνετής διαχείρισης», προκειμένου να

²⁷³ Σκέψη 45

προστατευθούν τα συμφέροντα των μελών και των δικαιούχων, εκτός εάν συντρέχουν λόγοι εποπτείας»²⁷⁴.

Ο κανόνας της συνετής διαχείρισης επαναλαμβάνεται πολλές φορές στην IORP II, αποτελώντας τη δικαιολογητική βάση τόσο για τη θέσπιση ποσοτικών περιορισμών, όσο και για την παροχή μεγαλύτερης ευελιξίας στα κράτη μέλη. Λειτουργεί, δηλαδή, η αρχή αυτή αμφίδρομα, επιτρέποντας αυστηρότερες ή πιο χαλαρές ρυθμίσεις, υπό την προϋπόθεση ότι κάθε ρύθμιση θεσπίζεται εντός των ορίων που τίθενται από την συγκεκριμένη αρχή. Έτσι, τα Ι.Ε.Σ.Π δύνανται να επενδύουν και σε μέσα που παραδοσιακά θεωρούνται λιγότερο ασφαλή ή και να θέτουν αυστηρότερα όρια, αρκεί αυτό να δικαιολογείται από τον κανόνα της συνετής διαχείρισης. Ταυτόχρονα, η θέσπιση ποσοτικών περιορισμών αποτελεί, σύμφωνα με τα διαλαμβανόμενα στην οδηγία και τις σχετικές συστάσεις της ΕΙΟΡΑ, αναγκαία συνθήκη για την αποτελεσματική εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης.

Η ποικιλομορφία με την οποία τα κράτη μέλη εφαρμόζουν τις σχετικές διατάξεις της IORP, καταγράφεται σε πρόσφατη έκθεση της ΕΙΟΡΑ, η οποία, κατόπιν αξιολόγησης ομοτίμων (peer review), συγκέντρωσε τις πρακτικές που ακολουθούνται, σε εποπτικό επίπεδο, για τον έλεγχο των απαιτήσεων που συναρτώνται με την αρχή της συνετής διαχείρισης²⁷⁵. Όπως τονίζεται στο υπό κρίση έγγραφο, ο τρόπος με τον οποίο τα κράτη έχουν ενσωματώσει στο εσωτερικό τους δίκαιο την αρχή της συνετής διαχείρισης επηρεάζει άμεσα την εποπτική προσέγγιση που ακολουθείται στα σχετικά ζητήματα. Έτσι, σε κράτη με λιγότερο ανεπτυγμένα επαγγελματικά συστήματα οι συνετές επενδύσεις αξιολογούνται υπό το πρίσμα ποσοτικών κριτηρίων, και αντίστοιχα η εποπτεία διενεργείται στο πλαίσιο της συμμόρφωσης (compliance-based), δηλαδή κυρίως κατασταλτικά. Αντιθέτως, κράτη με ώριμα συστήματα έχουν υιοθετήσει κυρίως ποιοτικές απαιτήσεις, και ως εκ τούτου η ασκούμενη εποπτεία είναι κατά βάση κινδυνοκεντρική και με μακροπρόθεσμο ορίζοντα²⁷⁶. Με βάση τα παραπάνω, η αρχή της συνετής διαχείρισης εκδηλώνεται στα κράτη μέλη, εναλλακτικά ή και σωρευτικά, μέσω των απαιτήσεων καταλληλότητας των προσώπων που είναι αρμόδια για τις επενδύσεις των Ι.Ε.Σ.Π, μέσω των επενδυτικών ορίων που τα ίδια τα Ι.Ε.Σ.Π θέτουν στη δήλωση αρχών επενδυτικής πολιτικής, των εσωτερικών διαδικασιών σχετικά με τις επενδύσεις και τη διαχείριση κινδύνων, της αντιστοίχισης περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων για τα συστήματα προκαθορισμένων παροχών, της

²⁷⁴ Σκέψη 48

²⁷⁵ ΕΙΟΡΑ, Results of the peer review on supervisory practices with respect to the application of the prudent person rule for IORPs, Report, 2019

²⁷⁶ Ως παραδείγματα κρατών της πρώτης κατηγορίας αναφέρονται η Κροατία, η Μάλτα, η Πολωνία, η Σλοβακία και η Σλοβενία, ενώ στη δεύτερη κατηγορία ανήκουν κράτη όπως το ΗΒ και η Ολλανδία, Ibid, σελ.6

δυνατότητας ρευστοποίησης των επενδύσεων και άλλων πρακτικών, ανάλογα με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά κάθε συστήματος²⁷⁷.

Αξιοσημείωτο είναι ότι υπό την IORP II, ως έκφανση του κανόνα της συνετής διαχείρισης, αντιμετωπίζονται και οι παράγοντες που σχετίζονται με το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση. Συγκεκριμένα, στο άρθρο 19 παρ.1β ορίζεται ότι «στο πλαίσιο του κανόνα της «συνετής διαχείρισης» τα κράτη μέλη επιτρέπουν στα Ι.Ε.Σ.Π να λαμβάνουν υπόψη τον δυνητικό μακροπρόθεσμο αντίκτυπο των επενδυτικών αποφάσεων σε παράγοντες σχετικούς με το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση»²⁷⁸. Η πρόβλεψη αυτή της IORP II αποτελεί μία νεότευκτη ρύθμιση, η οποία, είναι ακόμα αρκετά ατελής, λειτουργώντας περισσότερο ως προτροπή παρά ως κανόνας με συγκεκριμένο περιεχόμενο.

2.2.1.2 Ποσοτικοί περιορισμοί

Αν και η IORP II έχει εισάγει σημαντικές ποιοτικές απαιτήσεις σε σχέση με τη διαχείριση της περιουσίας των επαγγελματικών ταμείων, ωστόσο διατήρησε και αρκετούς από τους ποσοτικούς περιορισμούς που προβλέπονταν στην προϊσχύον νομοθετικό πλαίσιο, διαμορφώνοντάς τους στο σύγχρονο περιβάλλον επενδύσεων. Παρά τη ρητή απαγόρευση της δυνατότητας των κρατών-μελών να απαιτούν από τα Ι.Ε.Σ.Π που έχουν καταχωριστεί ή εγκριθεί στην επικράτειά τους να επενδύουν σε ιδιαίτερες κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού, και να υποβάλουν τις επενδυτικές αποφάσεις των Ι.Ε.Σ.Π οποιαδήποτε απαίτηση για προηγούμενη έγκριση ή συστηματική ενημέρωση, η IORP δεν υιοθετεί καθεστώς πλήρους επενδυτικής ελευθερίας των ρυθμιζόμενων σε αυτή φορέων.

Οι ποσοτικοί περιορισμοί της IORP II τίθενται υπό την ομπρέλα της συνετής διαχείρισης, η οποία, όπως αναλύθηκε παραπάνω, αποτελεί την κατευθυντήρια αρχή διαχείρισης της περιουσίας των Ι.Ε.Σ.Π, και παρατίθενται στο άρθρο 19, σχετικά με τους επενδυτικούς κανόνες που διέπουν τα Ι.Ε.Σ.Π. Αρχικά, συγκεκριμένοι ποσοτικοί περιορισμοί είναι αυτοί που προσβλέπουν στην αποφυγή εξάρτησης από συγκεκριμένο εκδότη, και ιδίως όταν αυτός είναι η χρηματοδοτούσα επιχείρηση (παρ. 1 στοιχεία στ και ζ), με τα σχετικά όρια να καθορίζονται στο 5 % του συνόλου του χαρτοφυλακίου, για τη μεμονωμένη χρηματοδοτούσα επιχείρηση, και στο 10 % του χαρτοφυλακίου για επενδύσεις στον όμιλο που ανήκει αυτή. Είναι σαφές ότι ο ενωσιακός νομοθέτης, αναγνωρίζει τους κινδύνους από την επιρροή της χρηματοδοτούσας

²⁷⁷ Ibid, σελ.7

²⁷⁸ Σύμφωνα με τη σκέψη 58 της Οδηγίας, οι σχετικοί με το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση παράγοντες είναι αυτοί που αναφέρονται στις αρχές για υπεύθυνες επενδύσεις που υποστηρίζονται από τον Οργανισμό Ηνωμένων Εθνών, και τα κράτη μέλη θα πρέπει να απαιτούν από τα Ι.Ε.Σ.Π να γνωστοποιούν ρητά τον βαθμό στον οποίο λαμβάνονται υπόψη τέτοιοι παράγοντες στις επενδυτικές αποφάσεις.

επιχείρησης κατά τη διαμόρφωση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου των Ι.Ε.Σ.Π, και θέτει με τον τρόπο αυτό ένα μέγιστο αποδεκτό επίπεδο έκθεσης στους κινδύνους αυτούς.

Επιπρόσθετοι ποσοτικοί περιορισμοί δύνανται να προβλεφθούν και από τους εθνικούς νομοθέτες, αφού η δυνατότητα αυτή δεν αποκλείεται από την ΙΟΡΡ²⁷⁹. Προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος καταστρατήγησης και η θέσπιση υπέρμετρων ποσοτικών περιορισμών προβλέπονται παράλληλα και συγκεκριμένα όρια, τα οποία λειτουργούν ως ασπίδα προστασίας για την επενδυτική ελευθερία των Ι.Ε.Σ.Π. Ειδικότερα, στην παράγραφο 6 του άρθρου 19, προβλέπεται ότι «τα κράτη μέλη δεν εμποδίζουν τα Ι.Ε.Σ.Π: α) να επενδύουν μέχρι 70 % του ενεργητικού που καλύπτει τα τεχνικά αποθεματικά ή του συνολικού χαρτοφυλακίου για καθεστώςτα στα οποία τα μέλη φέρουν τον κίνδυνο επενδύσεων σε μετοχές, διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα εξομοιούμενα προς μετοχές και σε εταιρικά ομόλογα εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενες αγορές, ή μέσω ΠΜΔ ή ΜΟΔ, καθώς και να αποφασίζουν για το μερίδιο των εν λόγω χρεογράφων στο επενδυτικό τους χαρτοφυλάκιο. Αν, ωστόσο, αυτό δικαιολογείται από πλευράς συνετής διαχείρισης, τα κράτη μέλη μπορούν να επιβάλλουν χαμηλότερο όριο, όχι χαμηλότερο του 35 %, στα Ι.Ε.Σ.Π που διαχειρίζονται συνταξιοδοτικά καθεστώςτα με μακροπρόθεσμη εγγύηση επιτοκίου, φέρουν τον επενδυτικό κίνδυνο και παρέχουν τα ίδια την εγγύηση· β) να επενδύουν μέχρι 30 % του ενεργητικού που καλύπτει τα τεχνικά αποθεματικά σε στοιχεία ενεργητικού εκτεφρασμένα σε νομίσματα διαφορετικά από εκείνα στα οποία είναι εκτεφρασμένες οι υποχρεώσεις τους».

Τα ως άνω επενδυτικά όρια απευθύνονται στο σύνολο των Ι.Ε.Σ.Π, χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους, τα οποία, όπως έχει εκτεθεί παραπάνω, καθορίζουν επίσης σημαντικά την κατανομή των περιουσιακών τους στοιχείων. Για τον λόγο αυτό, στην Οδηγία προβλέπεται ρητά ότι τα κράτη μέλη δύνανται να ορίσουν και αυστηρότερους ποσοτικούς περιορισμούς, υπό την προϋπόθεση όμως ότι αυτό δικαιολογείται από πλευράς συνετής διαχείρισης, και ιδίως ενόψει των συγκεκριμένων υποχρεώσεων τις οποίες έχει αναλάβει το Ι.Ε.Σ.Π (άρθρο 19 παρ.7).

2.2.2 Οι επενδυτικοί κανόνες σε Solvency II και MiFID II

Η από κοινού εξέταση της Solvency II και της MiFID II ως προς τους προβλεπόμενους σε αυτές επενδυτικούς κανόνες προκρίνεται λόγω της

²⁷⁹ Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε συγκεντρώσει το 2016 τους υφιστάμενους επενδυτικούς περιορισμούς των κρατών μελών σε σχετικό σημείωμα της προς την Ομάδα Εμπειρογνομώνων για τα εμπόδια στην ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων. Το σημείωμα της Επιτροπής είναι διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://ec.europa.eu/transparency/regexpert/index.cfm?do=groupDetail.groupDetailDoc&id=28754&no=5>

έλλειψης ποσοτικών περιορισμών, η οποία αποτελεί κοινό τόπο των δύο Οδηγιών. Η έλλειψη αυτή δημιουργεί αναπόφευκτα την εντύπωση διαφορετικής αντιμετώπισης των σχετικών ζητημάτων στο πλαίσιο των ανωτέρω Οδηγιών, ωστόσο το κατά πόσον η διαφορετική αντιμετώπιση οδηγεί πράγματι σε διαφορετικά αποτελέσματα αποτελεί αντικείμενο προσεκτικότερης ανάλυσης.

Όσον αφορά στη Solvency II, αξίζει να αναφερθεί ότι σε αντίθεση με τις προϊσχύσασες ασφαλιστικές Οδηγίες, σε αυτή δεν περιλαμβάνονται ποσοτικοί περιορισμοί ως προς τις επενδύσεις, τουλάχιστον όχι υπό την έννοια των ορίων που προβλέπονται στην IORP II. Ειδικότερα, στο άρθρο 133 καθιερώνεται η πλήρης επενδυτική ελευθερία των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, η οποία εκδηλώνεται μέσω της απαγόρευσης στα κράτη μέλη να απαιτούν από τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις να επενδύουν σε συγκεκριμένες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, ή να εξαρτούν τις επενδυτικές τους αποφάσεις από οιοσδήποτε απαιτήσεις σχετικά με οποιουδήποτε είδους προηγούμενη έγκριση ή με συστημική κοινοποίηση. Σημειώνεται ότι αν και οι δύο τελευταίες προβλέψεις περιέχονται κατά ταυτόσημο τρόπο και στην IORP II, στην ασφαλιστική οδηγία δεν συνοδεύονται από τους περιορισμούς που αναφέρθηκαν για τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά καθεστώτα.

Βέβαια, και στο πλαίσιο της Solvency υφίστανται προβλέψεις που θέτουν ενδεχομένως έμμεσες κατευθύνσεις ποσοτικής φύσης, ωστόσο αυτές δεν έχουν τα χαρακτηριστικά και τον προστατευτικό σκοπό των άμεσων ποσοτικών περιορισμών και ως εκ τούτου δεν κρίνεται σκόπιμη η συμπερίληψή τους σε αυτή την κατηγορία. Τέτοιες είναι για παράδειγμα η ελάχιστη κεφαλαιακή απαίτηση και η κεφαλαιακή απαίτηση φερεγγυότητας, οι οποίες επηρεάζουν έμμεσα τον τρόπο με τον οποίο επενδύουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, αφού τα περιουσιακά στοιχεία που καλύπτουν τις εν λόγω κεφαλαιακές απαιτήσεις, πρέπει να επενδύονται με τρόπο ώστε να διασφαλίζεται διαρκώς η διαθεσιμότητά τους, αλλά και η διατήρηση των ποσοτικών απαιτήσεων των κρατών μελών για τις περιπτώσεις που τον επενδυτικό κίνδυνο φέρουν αντισυμβαλλόμενοι που είναι φυσικά πρόσωπα (άρθρο 133 παρ.3)²⁸⁰.

2.2.2.1 Ποιοτικής φύσης απαιτήσεις στη Solvency II

Τον κανόνα της συνετής διαχείρισης ακολουθεί και η Solvency II. Οι επενδύσεις στις οποίες προβαίνουν οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, πρέπει να πληρούν την αρχή του «συνετού επενδυτή», ώστε να διασφαλιστεί η μέσω αυτών εκπλήρωση πάσης φύσης υποχρεώσεών τους. Η αρχή της συνετής

²⁸⁰ Σύμφωνα με τον M. Dreher, σε Treatises on Solvency II, Springer, 2015, σελ.49, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις διασφαλίζουν την αναγκαία ισορροπία μεταξύ της πλήρους επενδυτικής ελευθερίας που προβλέπεται στο άρθρο 133 παρ. 1 και την αρχή της συνετής διαχείρισης που προβλέπεται στο άρθρο 132 παρ. 1

διαχείρισης της Solvency II αντικατέστησε σε μεγάλο μέρος τις διατάξεις των προϋφιστάμενων ασφαλιστικών οδηγιών, με βάση τις οποίες οι επενδύσεις των ασφαλιστικών επιχειρήσεων υπόκειντο σε σημαντικούς ποσοτικούς περιορισμούς και σηματοδοτεί τη στροφή του ενωσιακού νομοθέτη προς ποιοτικής φύσης απαιτήσεις²⁸¹.

Σύμφωνα με το άρθρο 132 της Solvency II, που φέρει τον τίτλο «Η αρχή του συνετού επενδυτή», η εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης, συνεπάγεται ότι οι ασφαλιστικές και αντασφαλιστικές επιχειρήσεις επενδύουν, ως προς το σύνολο του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών τους στοιχείων, *«μόνο σε στοιχεία και μέσα οι κίνδυνοι των οποίων είναι δυνατόν να τυγχάνουν δεόντως κατάλληλης αναγνώρισης, μέτρησης, παρακολούθησης, διαχείρισης, ελέγχου και αναφοράς, και να λαμβάνονται κατάλληλα υπόψη στην αξιολόγηση των συνολικών αναγκών φερεγγυότητάς τους»*. Και στην ασφαλιστική οδηγία η αρχή της συνετής διαχείρισης εκφράζεται μέσω της επαρκούς διασποράς χαρτοφυλακίου, της αποφυγής της έκθεσης σε μη ρυθμιζόμενες αγορές και στην υπερβολική συγκέντρωση κινδύνου, αλλά και σε τεχνικές όπως το ALM κ.ά. Στο πλαίσιο αυτό προβλέπεται, μεταξύ άλλων, ότι όλα τα περιουσιακά στοιχεία, και ιδίως εκείνα που καλύπτουν την Ελάχιστη Κεφαλαιακή Απαίτηση και την Κεφαλαιακή Απαίτηση Φερεγγυότητας, επενδύονται με τρόπο που να εγγυάται την ασφάλεια, την ποιότητα, την ρευστότητα και την κερδοφορία χαρτοφυλακίου ως συνόλου, ενώ για τα περιουσιακά στοιχεία που προορίζονται για την κάλυψη των τεχνικών προβλέψεων, ορίζεται ότι αυτά επενδύονται, επιπλέον των ανωτέρω αρχών, και με τρόπο κατάλληλο προς τη φύση και την οικονομική μέση διάρκεια (duration) των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών υποχρεώσεων. Πρέπει, δηλαδή, τα επενδυτικά μέσα, να ανταποκρίνονται στους κινδύνους που εκτίθενται οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, το οποίο συνεπάγεται με τη σειρά του ότι οι κίνδυνοι έχουν εντοπιστεί και αξιολογηθεί ορθά και ότι τυγχάνουν συνεπούς παρακολούθησης, διαχείρισης, ελέγχου και αναφοράς²⁸².

Τέλος, η αρχή του συνετού επενδυτή επισύρει την εφαρμογή πιο αυστηρών κανόνων για τις επενδύσεις περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται για αντίκρισμα ασφαλιστικών συμβάσεων ζωής, όπου ο κίνδυνος αναλαμβάνεται από τους αντισυμβαλλομένους, όπως η παροχή συντάξεων σε προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών. Στην περίπτωση αυτή, η ασφαλιστική οδηγία προβλέπει ειδικότερες διατάξεις, ώστε να διασφαλίζεται η καταλληλότητα των

²⁸¹Για τις διαφορές μεταξύ των αρχών που διέπουν τις επενδύσεις στις δύο Οδηγίες, βλ. K. Loguinova A Critical Legal Study of the Ideology Behind Solvency II, Springer, 2019, σελ.327 επ.Για την πρόβλεψη της αρχής του συνετού επενδυτή στη Solvency II και στον τρόπο που αυτή εξειδικεύεται, βλ. Bank of England, Prudential Regulation Authority, Solvency II: Prudent Person Principle, September 2019, διαθέσιμο στον ιστότοπο <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/prudential-regulation/consultation-paper/2019/cp2219>

²⁸² πρβλ Ι. Φαρσαρώτα/Σ. Κλήμη, Εξελίξεις στο θεσμικό και λειτουργικό πλαίσιο εποπτείας των φορέων ιδιωτικής ασφάλισης φερεγγυότητα II (Solvency II), ΕΨΙΛΟΝ 7, 2013, σελ. 1258-1259

περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται για την κάλυψη των αντίστοιχων τεχνικών προβλέψεων²⁸³. Κατά τα λοιπά, ισχύουν όσα αναφέρθηκαν και για την IORP.

2.2.2.2 Ποιοτικής φύσης απαιτήσεις στη MiFID II

Η αρχή της συνετής διαχείρισης δεν περιλαμβάνεται στη MiFID, όπως και σε καμία άλλη οδηγία για τη ρύθμιση των ευρωπαϊκών αγορών κινητών αξιών ²⁸⁴. Τούτο διότι οι επιχειρήσεις που υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής της ασκούν ως βασική την επενδυτική δραστηριότητα, και ως εκ τούτου δεν απαιτείται ειδική ρύθμιση για τον τρόπο που επενδύουν, αλλά για τον τρόπο που γενικώς προσφέρουν τις υπηρεσίες τους. Με άλλα λόγια, με δεδομένο ότι το αντικείμενο διαχείρισης εκ μέρους των επενδυτικών επιχειρήσεων είναι πολύ πιο ευρύ σε σχέση με αυτό των Ι.Ε.Σ.Π, που περιορίζεται στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια, αλλά και των ασφαλιστικών επιχειρήσεων, η πρόβλεψη συγκεκριμένων κανόνων επενδύσεων θα ήταν μάλλον προβληματική στην περίπτωση των επενδυτικών επιχειρήσεων, αφού αυτοί αυτονόητα δεν δύνανται να ταιριάζουν στα σημαντικά ετερογενή κεφάλαια υπό διαχείριση. Για τον λόγο αυτό, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι αντίστοιχου περιεχομένου ρυθμίσεις περιέχονται στα άρθρα 24 επ σχετικά με την προστασία των επενδυτών.

Αρχικά, κάθε επιχείρηση που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της MiFID, οφείλει να ενεργεί με εντιμότητα, δικαιοσύνη και επαγγελματισμό κατά την παροχή επενδυτικών ή, κατά περίπτωση, παρεπόμενων υπηρεσιών σε πελάτες, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών της (άρθρο 24 παρ.1). Η απαίτηση αυτή ισχύει για όλους τους πελάτες των επενδυτικών επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως της κατηγορίας στην οποία έχουν ενταχθεί (ιδιώτες, επαγγελματίες, επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι), και ως εκ τούτου καταλαμβάνει τα συνταξιοδοτικά ταμεία, όταν αυτά λαμβάνουν τις οικείες υπηρεσίες. Παρά τη γενική της διατύπωση, η πρόταση των συμφερόντων των πελατών αποτελεί κεφαλαιώδους σημασίας απαίτηση, καθώς σε αυτήν βασίζονται μία σειρά από άλλες απαιτήσεις της οδηγίας, ενώ επιπρόσθετα χρησιμεύει ως ερμηνευτικό εργαλείο όλων των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς των καταλαμβανόμενων επιχειρήσεων²⁸⁵. Υπό αυτά τα δεδομένα, οι επενδυτικές επιχειρήσεις οφείλουν να δρουν προς το καλύτερο συμφέρον των πελατών τους, όταν διαχειρίζονται το χαρτοφυλάκιο επενδύσεών τους²⁸⁶.

²⁸³ Άρθρο 132 παρ. 2 και 3

²⁸⁴ V. Colaert, D. Busch, Th. Incalza, *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Bloomsbury Publishing, 2019, σελ.326

²⁸⁵ L. Enriques and M. Gargantini, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, *The Italian Law Journal*, December 15, 2017 σελ.2

²⁸⁶ Ch. Gortsos, *Stricto Sensu Investor Protection Under the 'MiFID II': A Systematic Overview of Articles 24-30*, σελ.77, , M. Brenncke, *Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II*, 2017, αμφότερα διαθέσιμα στον ιστότοπο <https://www.ssrn.com>

Η υποχρέωση των επενδυτικών επιχειρήσεων να δρουν προς το βέλτιστο συμφέρον των πελατών τους καταλαμβάνει ιδιαίτερη θέση στη MiFID II και επαναλαμβάνεται πολλές φορές στο άρθρο 24, ευθυγραμμιζόμενη με κάθε διαφορετικό επενδυτικό προϊόν, κατά τρόπο ώστε να διασφαλίζεται ότι αυτό διατίθεται στην κατάλληλη ομάδα-στόχο (target group) και ότι εξυπηρετεί τις ιδιαίτερες ανάγκες της²⁸⁷. Είναι δε, αυτονόητο, ότι η πλήρωση της ανωτέρω απαίτησης, προϋποθέτει υποχρεωτικά, τη λειτουργία των επενδυτικών επιχειρήσεων στο πλαίσιο του συνετού επενδυτή όταν διαχειρίζονται τα κεφάλαια των συνταξιοδοτικών ταμείων, καθότι μόνο με τον τρόπο αυτό μπορεί να γίνει δεκτό ότι εξυπηρετούνται με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των εν λόγω ταμείων²⁸⁸. Όπως ήδη αναφέρθηκε παραπάνω, άλλωστε, η αρχή της συνετής διαχείρισης εκκινά πολλές φορές από την ίδια τη διαδικασία βάσει της οποίας λαμβάνονται οι επενδυτικές αποφάσεις, η οποία πρέπει να στοχεύει πρωτίστως στη διασφάλιση των συμφερόντων των προσώπων για λογαριασμό των οποίων λαμβάνονται. Προς επίρρωση της σκέψης αυτής πρέπει να σημειωθεί ότι η πρόταξη του συμφέροντος των ασφαλισμένων και δικαιούχων διέπει επίσης την IORP II και την Solvency II, ωστόσο ειδικά όσον αφορά στις επενδύσεις των οικείων φορέων, το βέλτιστο συμφέρον των ασφαλισμένων και δικαιούχων τίθεται υπό τη σκέπη της αρχής της συνετής διαχείρισης (άρθρα 19 και 132 των δύο Οδηγιών αντίστοιχα).

Στη συνέχεια, στο άρθρο 24 της MiFID II περιλαμβάνονται και άλλες-πιο εξειδικευμένες-απαιτήσεις, η εφαρμογή των οποίων ως προς τα συνταξιοδοτικά ταμεία υπόκειται, ωστόσο, στον πρόσθετο όρο ότι το ενδιαφερόμενο συνταξιοδοτικό ταμείο έχει ζητήσει την αντιμετώπισή του ως ιδιώτη πελάτη. Στο πλαίσιο των συγκεκριμένων απαιτήσεων, οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να αξιολογούν τη συμβατότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων που συνιστούν ή προσφέρουν με τις ανάγκες των πελατών στους οποίους παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες. Με αυτό το δεδομένο πρέπει να διασφαλίζεται ότι τα σχεδιαζόμενα ή προσφερόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα ανταποκρίνονται στις ανάγκες μιας προσδιορισμένης αγοράς-στόχου τελικών πελατών, εντός της αντίστοιχης κατηγορίας πελατών, ότι η στρατηγική για τη διανομή των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι κατάλληλη για την προσδιορισμένη αγορά-στόχο και ότι η επιχείρηση επενδύσεων ενεργεί τα ευλόγως πρακτέα για να εξασφαλίσει ότι το χρηματοπιστωτικό μέσο διανέμεται στην προσδιορισμένη αγορά-στόχο (άρθρο 24 παρ. 2).

²⁸⁷ Περισσότερα για την υποχρέωση των επενδυτικών επιχειρήσεων να δρουν προς το βέλτιστο συμφέρον των πελατών τους σε L. Enriques M. Gargantini M, *The overarching duty to act in the best interest of the client in MiFID II*, in D. Busch D, G. Ferrarini G (eds), *Regulation of EU financial markets: MiFID II*, Oxford University Press, 2017

²⁸⁸ Και στο πλαίσιο της IORP, άλλωστε, κάθε επένδυση πρέπει να γίνεται αποκλειστικά προς το συμφέρον των μελών και των δικαιούχων, ως έκφανση της αρχής της συνετής διαχείρισης (άρθρο 19, παρ. 1, στοιχείο α)

Όπως στο πλαίσιο της συνετής διαχείρισης, έτσι και με τις ανωτέρω διατάξεις της MiFID επιδιώκεται η διασφάλιση της καταλληλότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων, στα οποία κατευθύνονται τα κεφάλαια των προσώπων που εμπίπτουν στο προστατευτικό πεδίο κάθε οδηγίας, ώστε αυτά να ανταποκρίνονται στις ανάγκες των συγκεκριμένων προσώπων και να αποφέρουν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα.

2.3. Συμπεράσματα

Από την ανάλυση που προηγήθηκε είναι εμφανές ότι και στις τρεις υπό εξέταση οδηγίες, το διοικητικό όργανο τίθεται στο επίκεντρο του συστήματος διακυβέρνησης και γίνεται αντικείμενο εκτεταμένων ρυθμίσεων. Οι ρυθμίσεις αυτές έχουν εξειδικευθεί στις κατευθυντήριες οδηγίες των αρμοδίων αρχών, οι οποίες παρουσιάζουν μεγάλες ομοιότητες ως προς τις απαιτήσεις ήθους και καταλληλότητας των διοικούντων, όπως άλλωστε και οι ίδιες οι διατάξεις των τριών Οδηγιών. Αξιοσημείωτο είναι επίσης, ότι σε όλα τα σχετικά κείμενα, η έννοια του διοικητικού οργάνου είναι αρκετά ευρεία, έτσι ώστε σε αυτήν να μπορεί να ενταχθεί κάθε μορφή εταιρικής διακυβέρνησης, είτε σε αυτή περιλαμβάνεται ένα είτε περισσότερα διοικητικά όργανα²⁸⁹.

Οι διατάξεις που ορίζουν τα κριτήρια ήθους και καταλληλότητας στις τρεις Οδηγίες παραμένουν ανομοιογενείς, ωστόσο μεταξύ τους εντοπίζονται σημαντικές ομοιότητες, ιδίως όσον αφορά στην IORP II και τη Solvency II. Η MiFID II, από την άλλη, φαίνεται να περιλαμβάνει πιο εκτενείς και αυστηρές διατάξεις, γεγονός που οφείλεται στη μεγαλύτερη εμπλοκή των επενδυτικών επιχειρήσεων στην πρόσφατη οικονομική κρίση, και στην εντεύθεν βούληση

²⁸⁹ Όταν στην εθνική νομοθεσία κράτους μέλους προβλέπεται δυαδικό σύστημα διακυβέρνησης, δηλαδή εποπτικό και διοικητικό συμβούλιο, αμφότερα εντάσσονται στην έννοια του διοικητικού οργάνου. Πρβλ σκέψη 56 της οδηγίας 2013/36/ΕΕ, σύμφωνα με την οποία «Το διοικητικό όργανο θα πρέπει να νοείται ότι έχει εκτελεστικά και εποπτικά καθήκοντα. Η αρμοδιότητα και η δομή των διοικητικών οργάνων διαφέρουν μεταξύ κρατών μελών. Στα κράτη μέλη στα οποία τα διοικητικά όργανα έχουν δομή μιας βαθμίδας, ένα ενιαίο συμβούλιο συνήθως ασκεί καθήκοντα διαχείρισης και εποπτείας. Στα κράτη μέλη με σύστημα δύο βαθμίδων, τα εποπτικά καθήκοντα ασκούνται από χωριστό εποπτικό συμβούλιο το οποίο δεν έχει εκτελεστικά καθήκοντα και τα εκτελεστικά καθήκοντα ασκούνται από χωριστό διοικητικό συμβούλιο, το οποίο είναι υπεύθυνο και λογοδοτεί για την καθημερινή διαχείριση της επιχείρησης. Συνεπώς, στις διαφορετικές οντότητες εντός του διοικητικού οργάνου ανατίθενται χωριστά καθήκοντα». Αντίστοιχα, στη σκέψη 55 της MiFID ορίζεται ότι «Στα κράτη μέλη χρησιμοποιούνται διάφορες δομές διακυβέρνησης. Τις περισσότερες φορές χρησιμοποιείται μονιστική ή δυαδική δομή συμβουλίου. Οι ορισμοί της παρούσας οδηγίας αποσκοπούν να καλύψουν όλες τις υφιστάμενες δομές χωρίς να κλίνουν προς κάποια συγκεκριμένη δομή. Είναι καθαρά λειτουργικοί και έχουν ως στόχο τη διατύπωση κανόνων που αποσκοπούν σε συγκεκριμένο αποτέλεσμα ανεξαρτήτως του εθνικού εταιρικού δικαίου που εφαρμόζεται στις επιχειρήσεις εκάστου κράτους μέλους. Ως εκ τούτου οι ορισμοί δεν θα πρέπει να θίγουν τη γενική κατανομή αρμοδιοτήτων σύμφωνα με το εθνικό εταιρικό δίκαιο»

του ενωσιακού νομοθέτη να περιχαρακώσει τη χρηστή διοίκηση των επιχειρήσεων αυτών, από κοινού με τον τραπεζικό τομέα²⁹⁰.

Όσον αφορά στους επενδυτικούς κανόνες, από τις τρεις Οδηγίες, μόνο η IORP II περιλαμβάνει ποσοτικούς περιορισμούς. Οι ποσοτικοί περιορισμοί αυτοί, όμως, τίθενται υπό το πρίσμα της ποιοτικής φύσης απαίτησης της συνετής διαχείρισης, η οποία διέπει και τη Solvency II. Η αρχή της συνετής διαχείρισης πρωτοστατεί στην τελευταία Οδηγία, στην οποία δεν περιλαμβάνονται πλέον ποσοτικοί περιορισμοί ως προς τις επενδύσεις, έχουν, όμως, προβλεφθεί σημαντικές κεφαλαιακές απαιτήσεις. Στη MiFID II, από την άλλη, δεν γίνεται αναφορά σε συγκεκριμένους επενδυτικούς κανόνες, αφού οι επενδύσεις είναι το κύριο αντικείμενο των καταλαμβανόμενων φορέων, αλλά ρυθμίζεται ο τρόπος με τον οποίο οι τελευταίοι ασκούν τη συγκεκριμένη βασική τους δραστηριότητα. Όπως και στη Solvency II, έτσι και στη MiFID II, κυριαρχούν ποιοτικής φύσης απαιτήσεις, αφού οποιεσδήποτε επενδυτικές αποφάσεις πρέπει να λαμβάνονται υπό το πρίσμα του βέλτιστου συμφέροντος των επενδυτών.

Αξίζει να σημειωθεί, τέλος, η αναφορά στην IORP II σε παράγοντες σχετικά με το περιβάλλον, την κοινωνία και τη διακυβέρνηση κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, πρόβλεψη που δεν έχει συμπεριληφθεί στις λοιπές υπό εξέταση οδηγίες. Η ανάδειξη των παραγόντων ESG ως ειδική συνιστώσα κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων των Ι.Ε.Σ.Π. αντανάκλα την συνεχώς αυξανόμενη σημασία της Ένωσης για συνεκτίμηση τέτοιων παραγόντων στην επενδυτική πολιτική θεσμικών επενδυτών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, υιοθέτησε, μάλιστα, το 2018 μία δέσμη μέτρων για τη βιώσιμη χρηματοδότηση, στα οποία περιλαμβάνεται η θέσπιση κοινής ταξινόμησης των βιώσιμων επενδύσεων και ταυτόχρονα η βελτίωση του πλαισίου δημοσιοποίησης τέτοιων πληροφοριών από τους θεσμικούς επενδυτές²⁹¹. Στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή ζήτησε από την EIOPA και ESMA τεχνική συνδρομή προκειμένου να διερευνηθεί η σκοπιμότητα αναθεώρησης των Οδηγιών 2009/65/EK (UCITS), 2009/138/EK (Solvency II), 2011/61/EE (AIFM), 2014/65/EE (MiFID II) και 2016/97/EU (IDD) ή αντίστοιχα της θέσπισης εκτελεστικών μέτρων, αναφορικά με την ενσωμάτωση κριτηρίων βιωσιμότητας²⁹², ενώ έχει ήδη εκπονήσει σχετικές

²⁹⁰ <https://ebi-europa.eu/wp-content/uploads/2018/07/Iris-Palm-Steyerberg-Danny-Busch-Fit-and-proper-requirements-in-the-EU-Financial-Sector.pdf>

²⁹¹ Commission action plan on financing sustainable growth, διαθέσιμο στον ιστότοπο https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_el

²⁹² EC Formal request to EIOPA and ESMA for technical advices on potential amendments to, or introduction of, delegated acts under Directive 2009/65/EC, Directive 2009/138/EC, Directive 2011/61/EU, Directive 2014/65/EU and Directive 2016/97/EU with regard to the integration of sustainability risks and sustainability factors, διαθέσιμο στον ιστότοπο https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/letter-eiopa-esma-24072018_en.pdf

προτάσεις²⁹³. Από τα ως άνω προκύπτει, ότι η συνεκτίμηση των συγκεκριμένων παραγόντων κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων είναι μετά βεβαιότητας μία πρόβλεψη που θα επεκταθεί γενικώς σε ενωσιακά κείμενα, αλλά χρήζει ακόμα πρακτικής εξειδίκευσης, η δε μη συμπερίληψή τους στη Solvency II και στη MiFID II είναι μάλλον ζήτημα χρονικής συγκυρίας και όχι ηθελημένη παράλειψη του ενωσιακού νομοθέτη.

Ανακεφαλαιώνοντας, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι παρά τις ως άνω επιμέρους μικρές διαφοροποιήσεις ως προς τον τρόπο διαχείρισης των κεφαλαίων στις τρεις Οδηγίες, οι απαιτήσεις στις οποίες υπόκεινται τα πρόσωπα που λαμβάνουν τις σχετικές αποφάσεις και τα πλαίσια εντός των οποίων οφείλουν να δρουν κατά τη λήψη αυτών παρουσιάζουν σημαντικές ομοιότητες. Όπως έχει δε παρατηρηθεί, είτε επιλέγεται η εφαρμογή ποσοτικών απαιτήσεων είτε ποιοτικών κριτηρίων (συνετή διαχείριση), είτε ακόμα και ο συνδυασμός των δύο, οι επιπτώσεις στην οικονομική ευρωστία (financial soundness) από την επιλογή του ενός ή του άλλου μοντέλου δεν φαίνονται να διαφοροποιούνται²⁹⁴.

²⁹³ βλ. για παράδειγμα Έγγραφο Ares(2018)2681527, Commission Delegated Regulation (EU) .../... amending Delegated Regulation (EU) 2017/2359 with regard to environmental, social and governance preferences in the distribution of insurance-based investment products, 2018

²⁹⁴ Για το ζήτημα αυτό βλ. C. Gaganis, F. Pasiouras, Regulations and Soundness of Insurance Firms: International Evidence, CAREFIN Research Paper No. 18/09, 2009, διαθέσιμο σε <https://ssrn.com/abstract=1600197>, όπου οι συγγραφείς, καταλήγουν στο εδώ διατυπούμενο συμπέρασμα, μετά από έρευνα μεταξύ 1700 ασφαλιστικών επιχειρήσεων που εφαρμόζουν εναλλακτικά ή σωρευτικά ποσοτικούς περιορισμούς και ποιοτικής φύσης απαιτήσεις.

Κεφάλαιο 2: Η διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων και το διεθνές δίκαιο για τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια

Ενότητα 1. Πρώτος πυλώνας

Τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα είναι αυτά που αντανakλούν περισσότερο τις ιδιαιτερότητες κάθε χώρας, αναδεικνύοντας κοινωνικά, οικονομικά αλλά και πολιτικά χαρακτηριστικά των διαφορετικών εννόμων τάξεων. Τούτο διότι η κοινωνική ασφάλιση εντάσσεται στη γενικότερη έννοια του «κράτους πρόνοιας», η οποία εκδηλώνεται με πολύ διαφορετικούς τρόπους, ανάλογα με τη συγκεκριμένη εθνική ταυτότητα κάθε κράτους²⁹⁵. Στο πλαίσιο αυτό, τα κράτη σχεδιάζουν το εθνικό σύστημα συνταξιοδότησης βάσει των αναγκών και του χαρακτήρα που θέλουν να του προσδώσουν, επιλέγοντας, μεταξύ άλλων, τον αντίστοιχο τρόπο χρηματοδότησης (διανεμητικό, κεφαλαιοποιητικό- ημικεφαλαιοποιητικό σύστημα) και τα κριτήρια με βάση τα οποία χορηγούνται οι οικείες παροχές (ηλικιακά, εισοδηματικά κ.ά), αλλά και τη σχέση μεταξύ του πρώτου και των υπόλοιπων πυλώνων ασφάλισης²⁹⁶. Αντίστοιχα, ο εκάστοτε εθνικός νομοθέτης θεσπίζει κανόνες που ανταποκρίνονται στους σκοπούς που καλείται να επιτελέσει το δημόσιο συνταξιοδοτικό σύστημα.

Η ανάγκη ενίσχυσης του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης έχει οδηγήσει σε μία τάση αποθεματοποίησης περιουσιακών στοιχείων, η παραγωγική εκμετάλλευση των οποίων μπορεί να αποφέρει πρόσθετους πόρους για την εξυπηρέτηση συνταξιοδοτικών αναγκών, παράλληλα με τις τρέχουσες εισφορές και την κρατική χρηματοδότηση²⁹⁷. Το φαινόμενο της αναμόρφωσης των δημόσιων συστημάτων συνταξιοδότησης προς την κατεύθυνση της κεφαλαιοποίησης, οφείλεται εν πολλοίς σε όμοιους λόγους για τους οποίους αναπτύσσονται και τα επαγγελματικά συστήματα. Τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα προσφέρουν το πλεονέκτημα της συγκέντρωσης μεγάλων κεφαλαίων προς αξιοποίηση, και επιτρέπουν συνακόλουθα την επίτευξη σημαντικών αποδόσεων, οι οποίες μπορεί να χρησιμοποιηθούν ως πρόσθετο

²⁹⁵ Μ. Χρυσομάλλης, Η αρχή της αλληλεγγύης στην έννομη τάξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2017, σελ 78

²⁹⁶ πρβλ. σκέψη 19 Οδηγίας 2016/2341 όπου αναφέρεται ότι «Σύμφωνα με την αρχή της επικουρικότητας, τα κράτη μέλη θα πρέπει να παραμένουν πλήρως υπεύθυνα για την οργάνωση των ιδίων συστημάτων συνταξιοδότησης καθώς και για τη λήψη απόφασης σχετικά με το ρόλο εκάστου των τριών «πυλώνων» του συνταξιοδοτικού συστήματος στα επιμέρους κράτη μέλη».

²⁹⁷ Για παράδειγμα, στο άρθρο 56 του ν. 4387/2016 ορίζεται ότι πόροι του Ενιαίου Φορέα Κοινωνικής Ασφάλισης (Ε.Φ.Κ.Α) αποτελούν: α. Τα έσοδα από τις ασφαλιστικές εισφορές των ασφαλισμένων και εργοδοτών, οι πρόσδοδοι περιουσίας, η απόδοση των κεφαλαίων και των αποθεματικών, καθώς και κάθε άλλο έσοδο και πόρος που θεσμοθετείται υπέρ αυτού

στήριγμα του συστήματος κοινωνικής ασφάλισης²⁹⁸. Με βάση τα παραπάνω, πολλές χώρες έχουν εισάγει τα τελευταία χρόνια κεφαλαιοποιητικά ή ημικεφαλαιοποιητικά συστήματα, σχηματίζοντας ειδικά αποθεματικά, δηλαδή κεφάλαια ειδικού σκοπού (public reserve funds ή sovereign wealth funds), τα οποία, στην πλειονότητα των περιπτώσεων λειτουργούν παράλληλα με το εθνικά διανεμητικά συστήματα²⁹⁹. Τα ειδικά αυτά κεφάλαια λειτουργούν με σαφώς διαφοροποιημένη επενδυτική πολιτική και προορίζονται είτε αποκλειστικά για στήριξη του δημόσιου συνταξιοδοτικού συστήματος³⁰⁰ είτε για την ενίσχυση και άλλων δημόσιων, κυρίως μακροοικονομικών, σκοπών³⁰¹. Παρά το γεγονός ότι τα συγκεκριμένα ειδικά αποθεματικά μπορεί να μην προορίζονται αποκλειστικά για την καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών, συνιστούν ένα παράλληλο μέσο χρηματοδότησης του δημόσιου συστήματος κοινωνικής ασφάλισης, εντασσόμενα στην έννοια των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, για τις ανάγκες της παρούσας αντιμετώπιζονται ως μέρος του πρώτου πυλώνα.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω δεν προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι μεταξύ των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων υφίστανται ουσιαστικές διαφορές, οι οποίες καθιστούν δυσχερή την ενιαία αντιμετώπιση των δημόσιων ασφαλιστικών φορέων. Πράγματι, η όποια εναρμόνιση έχει επιτευχθεί μέχρι σήμερα μεταξύ των κρατών, αφορά κυρίως την κατοχύρωση ελάχιστου επιπέδου ασφαλιστικής προστασίας και τη διασφάλιση των δικαιωμάτων του καλυπτόμενου πληθυσμού, ενώ, αντιθέτως, τα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των δημόσιων ασφαλιστικών φορέων ουδέποτε έχουν αποτελέσει αντικείμενο ρύθμισης ενωσιακών ή διεθνών πηγών δικαίου, παρά μόνο κατά τρόπο αποσπασματικό. Υπό αυτά τα δεδομένα, δύσκολα θα μπορούσε να επιχειρηθεί ενιαία προσέγγιση του πρώτου πυλώνα με τους ίδιους όρους που

²⁹⁸ D. Vittas, Gr. Impavido, R. O'Connor, Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds, World Bank, 2008, σελ. 9

²⁹⁹ Βλ. σχετικά International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles", όπου ως sovereign wealth fund ορίζεται το κεφάλαιο ειδικού σκοπού που ανήκει στη Γενική Κυβέρνηση

³⁰⁰ Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιου κεφαλαίου είναι το γαλλικό Fonds de réserve pour les retraites (FRR) (Retirement Reserve Fund), το οποίο δημιουργήθηκε το 1999 με σκοπό τον μετριασμό των δυσμενών δημογραφικών εξελίξεων για το συνταξιοδοτικό σύστημα. Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το FRR, βλ. S. Barbier, The French Reserve Fund for the Pension System, *Revue d'économie financière*, 2009

³⁰¹ Σε σχετική μελέτη του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, τα συγκεκριμένα κεφάλαια διακρίνονται σύμφωνα με το σκοπό τους σε κεφάλαια που προορίζονται για τη σταθερότητα της οικονομίας (stabilization funds), σε αποταμιευτικά κεφάλαια για τις μελλοντικές γενεές (savings funds), σε κεφάλαια που εξυπηρετούν επενδυτικούς σκοπούς (reserve investment corporations), σε αναπτυξιακά κεφάλαια (development funds) και σε κεφάλαια που προορίζονται για την κάλυψη ενδεχόμενων ελλειμμάτων του δημόσιου συνταξιοδοτικού συστήματος (contingent pension reserve funds) <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>. Η διαφοροποιημένη επενδυτική πολιτική των συγκεκριμένων κεφαλαίων εξυπηρετεί την επαρκή διασπορά των κινδύνων και την αναζήτηση εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης ώστε να αντισταθμισθούν οι λοιποί κίνδυνοι του συνταξιοδοτικού συστήματος, πρβλ IMF Working Paper 9/179, Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations

επιχειρήθηκε για τον δεύτερο πυλώνα ασφάλισης. Για το λόγο αυτό, στο παρόν κεφάλαιο, προκρίνεται κατ'αρχάς η αναφορά στο γενικότερο θεσμικό πλαίσιο του πρώτου πυλώνα, τόσο του ευρωπαϊκού όσο και του διεθνούς, ώστε στη συνέχεια να εκτεθούν τα ειδικά ζητήματα διαχείρισης περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων. Η ανάλυση των σχετικών ζητημάτων βασίζεται υποχρεωτικά σε συγκεκριμένα παραδείγματα χωρών, και στη μέσω αυτών απόπειρα διατύπωσης γενικότερων συμπερασμάτων.

1.1 Θεσμικό πλαίσιο πρώτου πυλώνα

1.1.1 Ενωσιακό Δίκαιο

Η ευθύνη για την κοινωνική ασφάλιση εναπόκειται πρωτίστως στις κυβερνήσεις των επιμέρους κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Ειδικότερα, από τη συνδυασμένη ερμηνεία των ενωσιακών θεσμικών κειμένων συνάγεται ότι τα κράτη μέλη παραμένουν αρμόδια για τη ρύθμιση του τομέα της κοινωνικής ασφάλισης, και επομένως και για διαμόρφωση των οικείων συστημάτων συνταξιοδότησης³⁰². Η υπαγωγή της κοινωνικής ασφάλισης στην αποκλειστική ρυθμιστική εξουσία των κρατών δεν σημαίνει, ωστόσο, ότι τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα μένουν ανεπηρέαστα από το πλέγμα των ενωσιακών ρυθμίσεων. Η επιρροή του ενωσιακού δικαίου σημειώνεται κατά κύριο λόγο με έμμεσο τρόπο, υπό το πρίσμα της διασφάλισης άλλων δικαιωμάτων και υποχρεώσεων που προβλέπονται στην ευρωπαϊκή έννομη τάξη, καθόσον τα κράτη μέλη είναι μεν ελεύθερα να σχεδιάζουν κατά βούληση τα συνταξιοδοτικά τους συστήματα, υπό τον όρο, όμως, ότι δεν παραβαίνουν βασικές ενωσιακές αρχές, όπως για παράδειγμα την αρχή της ελεύθερης μετακίνησης των εργαζομένων, στην οποία περιλαμβάνεται και η αρχή της ίσης μεταχείρισης (άρθρα 20-26 ΣΛΕΕ), ή την υποχρέωσή τους να αποφεύγουν τα υπερβολικά δημοσιονομικά ελλείμματα (άρθρο 126 ΣΛΕΕ)³⁰³. Η τήρηση των παραπάνω υποχρεώσεων προϋποθέτει συχνά και άμεσες παρεμβάσεις στα

³⁰² Ήδη στην απόφαση 7ης Φεβρουαρίου 1984, 238/82, Duphar (Συλλογή 1984, σ. 523, σκέψη 16), το Δικαστήριο των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων έκρινε ότι το κοινοτικό δίκαιο δεν θίγει την εξουσία των κρατών μελών να ρυθμίζουν τα συστήματα της κοινωνικής τους ασφάλισης. Η κρίση αυτή επαναλήφθηκε έκτοτε και σε άλλες αποφάσεις του Δικαστηρίου, βλ. ενδεικτικά, απόφαση του Δικαστηρίου της 17ης Φεβρουαρίου 1993 Christian Poucet κατά Assurances générales de France και Caisse mutuelle régionale du Languedoc-Roussillon

³⁰³ Σύμφωνα με το άρθρο 126 ΣΛΕΕ ο έλεγχος των δημόσιων ελλειμμάτων των κρατών μελών διενεργείται με βάση ορισμένες τιμές αναφοράς, οι οποίες έχουν ήδη οριστεί στο πρωτόκολλο 12 σχετικά με τη διαδικασία του υπερβολικού ελλείμματος. Στο συγκεκριμένο πρωτόκολλο προβλέπεται ρητά ότι οι όροι δημόσιος και δημοσιονομικός νοούνται με ευρεία έννοια, και καλύπτουν την κεντρική κυβέρνηση, την περιφερειακή ή τοπική διοίκηση και τα ταμεία κοινωνικής ασφάλισης. Περισσότερες πληροφορίες σχετικά με την χρήση των ανωτέρω εννοιών αλλά και τη σκοπιμότητα συμπερίληψης του ευρύτερου δημόσιου τομέα στην υποχρέωση αποφυγής ελλειμμάτων, βλ. Σ. Μαυρίδης, Τα κριτήρια δημοσιονομικής πειθαρχίας στην οικοδόμηση της Ευροζώνης, 2011, σελ.26 επ

δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα των κρατών μελών, τα οποία καλούνται να εναρμονίσουν κατάλληλα την εσωτερική τους νομοθεσία.

Οι παρεμβάσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης εντοπίζονται κυρίως σε δύο επίπεδα: στο πρώτο εντάσσονται οι κανόνες δεσμευτικού δικαίου που αποσκοπούν στον συντονισμό των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης³⁰⁴ και στο δεύτερο η ανάπτυξη εναλλακτικών εργαλείων, όπως πολιτικών και κατευθυντήριων οδηγιών μη δεσμευτικού χαρακτήρα, που έχει ως στόχο τη διασφάλιση εναρμονισμένων κοινωνικών πολιτικών³⁰⁵. Διά μέσου του συντονισμού καθιερώνονται νομικοί, τεχνικοί και διοικητικοί δεσμοί μεταξύ των συστημάτων κοινωνικής ασφάλειας ώστε να είναι δυνατή η εξισωμένη προστασία για διακινούμενους αλλοδαπούς και μετανάστες χωρίς να τροποποιούνται τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των ποικίλων εθνικών συστημάτων. Σκοπός της εναρμόνισης, από την άλλη, είναι η προσέγγιση των νομοθεσιών των διαφόρων κρατών³⁰⁶. Το αντικείμενο ρυθμιστικής παρέμβασης μέσω του συντονισμού διαφέρει σημαντικά από την αντίστοιχη παρέμβαση μέσω των κανόνων προληπτικής εποπτείας, όπως αυτοί που αναφέρθηκαν για το δεύτερο πυλώνα, ενώ όσον αφορά τα εναλλακτικά εργαλεία, αυτά χρησιμοποιούνται εξίσου στα συστήματα του πρώτου και του δεύτερου πυλώνα.

Σύμφωνα με το άρθρο 42 ΕΚ (ήδη άρθρο 48 ΣΛΕΕ), η ΕΕ δύναται να λαμβάνει στον τομέα της κοινωνικής ασφάλισης τα αναγκαία μέτρα για την εγκαθίδρυση της ελεύθερης κυκλοφορίας των εργαζομένων, ιδίως με τη θέσπιση ενός συστήματος που να εξασφαλίζει στους διακινούμενους εργαζομένους και στους εξ αυτών έλκοντες δικαιώματα το συνυπολογισμό όλων των περιόδων που λαμβάνονται υπόψη από τις διάφορες εθνικές νομοθεσίες, για την κτήση και τη διατήρηση του δικαιώματος προς λήψη παροχής όπως και για τον υπολογισμό του ύψους αυτής. Δυνάμει του ανωτέρω άρθρου, θεσπίστηκε ο Κανονισμός 883/2004 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 29ης Απριλίου 2004 για το συντονισμό των συστημάτων κοινωνικής

³⁰⁴ Η σημασία του συντονισμού των συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης είχε αναδειχθεί ήδη από την αρχή της ίδρυσης της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στο άρθρο 51 της Συνθήκης της Ρώμης προβλεπόταν η υιοθέτηση μέτρων στον τομέα της κοινωνικής ασφάλισης προκειμένου να μπορούν οι εργαζόμενοι και οι οικογένειές τους να επωφελούνται πλήρως του δικαιώματος ελεύθερης κυκλοφορίας και αναζήτησης απασχόλησης σε ολόκληρη την κοινή αγορά. Τα μέτρα αυτά συνίστανται ιδίως στην αρχή του συνυπολογισμού των χρονικών περιόδων ασφάλισης και την καταβολή παροχών ανεξαρτήτως κράτους διαμονής. Το πιο σημαντικό θεσμικό κείμενο προς την κατεύθυνση αυτή είναι ο Κανονισμός 883/2004 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 29ης Απριλίου 2004 για το συντονισμό των συστημάτων κοινωνικής ασφάλειας.

³⁰⁵ Η ένταξη της κοινωνικής ασφάλισης στην ευρύτερη έννοια της κοινωνικής προστασίας, έχει ως αποτέλεσμα την ανάληψη συγκεκριμένων δράσεων από την ΕΕ, η οποία, μετά την υιοθέτηση της Συνθήκης για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης, έχει αποκτήσει πλέον ρητά συντρέχουσες αρμοδιότητες στον τομέα της κοινωνικής πολιτικής, βλ. και Α. Στεργίου, Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, 2017, σελ. 335 επ

³⁰⁶ Κ. Κρεμαλής, Διεθνές και Ευρωπαϊκό δίκαιο κοινωνικής ασφάλειας- Μέρος Α' Διεθνές Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλειας και Συλλογή Βασικών Διεθνών Κειμένων, Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, 1996, σελ. 15-17, 23-24

ασφάλειας, και ο εκτελεστικός αυτού Κανονισμός 987/2009, οι οποίοι αποτελούν μέχρι σήμερα από τα πιο σημαντικά θεσμικά ευρωπαϊκά κείμενα για την κατοχύρωση ελάχιστου επιπέδου ασφαλιστικής προστασίας³⁰⁷. Στο πεδίο εφαρμογής του ως άνω κανονιστικού πλαισίου εμπίπτουν τα υποχρεωτικά συστήματα συνταξιοδότησης, ενώ βασική αρχή των σχετικών ρυθμίσεων είναι η αρχή του συνυπολογισμού των περιόδων ασφάλισης, ώστε να διασφαλίζεται η μη απώλεια κοινωνικοασφαλιστικών δικαιωμάτων και η ίση μεταχείριση των προσώπων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του, συμβάλλοντας περαιτέρω στη βελτίωση του επιπέδου της ζωής τους και των συνθηκών εργασίας τους³⁰⁸.

Σε αντίθεση με τα παραπάνω θεσμικά κείμενα, τα οποία βρίσκουν έρεισμα στην διασφάλιση ελάχιστου επιπέδου ασφαλιστικής προστασίας εντασσόμενα, με τον τρόπο αυτό, σε ένα γενικότερο πλαίσιο προστασίας προσώπων, η μεταχείριση των κοινωνικοασφαλιστικών ζητημάτων από πλευράς διακίνησης κεφαλαίων είναι ένα ζήτημα που ακόμα παραμένει ασαφές. Σχετική είναι η υπόθεση C-271/09 «Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατά Δημοκρατίας της Πολωνίας», στην οποία το Δικαστήριο της ΕΕ κλήθηκε να αποφανθεί περί της συμβατότητας εθνικών ρυθμίσεων, δυνάμει των οποίων επιβάλλονταν επενδυτικοί περιορισμοί σε συνταξιοδοτικά ταμεία ανοικτού τύπου³⁰⁹ που αποτελούν μέρος εθνικού μηχανισμού υποχρεωτικής ασφάλισης και βασίζονται στο σύστημα κεφαλαιοποίησης, με το άρθρο 56 ΕΚ (νυν άρθρο 63 ΣΛΕΕ)³¹⁰. Πιο συγκεκριμένα, αντικείμενο της δικαστικής κρίσης ήταν κατά πόσον οι περιορισμοί σχετικά με το ποσό και τη φύση επενδύσεων στην αλλοδαπή, που προβλέπονταν στο εσωτερικό δίκαιο της Δημοκρατίας της Πολωνίας, και οι οποίοι είναι ικανοί να αποτρέψουν τα εν λόγω ταμεία από την τοποθέτηση του ενεργητικού τους εκτός της πολωνικής επικράτειας,

³⁰⁷ Η κατοχύρωση ελάχιστου επιπέδου ασφαλιστικής προστασίας δεν εξαντλείται σε επίπεδο ΕΕ, αλλά έχει αποτελέσει αντικείμενο ρύθμισης διεθνών συμβάσεων, οι οποίες συμβάλλουν επίσης στη σύγκλιση των εθνικών συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης. Η Διεθνής Σύμβαση Εργασίας 102 του 1952, η ΔΣΕ 97 του 1949 και η ΔΣΕ 118 του 1962, ο Ευρωπαϊκός Κοινωνικός Χάρτης του 1961 αποτελούν χαρακτηριστικά παραδείγματα διεθνών συμβάσεων, με τις οποίες επιχειρείται η διασφάλιση ελάχιστων ορίων κοινωνικής ασφάλισης. Η επικύρωση των συμβάσεων αυτών από τα συμβαλλόμενα κράτη, η οποία προϋποθέτει την υιοθέτηση συγκεκριμένων μέτρων προσαρμογής στο εσωτερικό δίκαιο, έχει ως αποτέλεσμα την επίτευξη ενός σημαντικού αν και περιορισμένου σε έκταση επιπέδου εναρμόνισης των εθνικών κανόνων δικαίου.

³⁰⁸ D. Ghailani, I. Guardiancich, D. Natali, et al., *Scope of the Coordination System in the Pension Field*. Tender VT/2010/104. Brussels, Observatoire social européen, 2011

³⁰⁹ Συνταξιοδοτικά ταμεία ανοικτού τύπου είναι τα ταμεία στα οποία δεν προβλέπονται περιορισμοί ως προς τις προϋποθέσεις συμμετοχής των μελών, ενώ αντιθέτως στα κλειστά ταμεία συνταξιοδότησης μπορούν να συμμετάσχουν μόνο μέλη συγκεκριμένης/-ων επαγγελματικής ομάδας/-ων, πρβλ Gr. Impravido, in G. Caprio (ed), *Pension Funds, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure*, Elsevier, 2013

³¹⁰ Σύμφωνα με την παρ. 1 του εν λόγω άρθρου «Στα πλαίσια των διατάξεων του παρόντος κεφαλαίου, απαγορεύεται οποιοσδήποτε περιορισμός των κινήσεων κεφαλαίων μεταξύ κρατών μελών και μεταξύ κρατών μελών και τρίτων χωρών».

προβάλλουν προσκόμματα στην ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων κατά την έννοια του άρθρου 56 ΕΚ.

Η κρίση για τη συμβατότητα ή μη επενδυτικών περιορισμών με το άρθρο 56 ΕΚ, δυνάμει του οποίου απαγορεύονται οι περιορισμοί κινήσεως κεφαλαίων, προϋποθέτει κατ'αρχήν την αποδοχή της εφαρμογής του συγκεκριμένου άρθρου για τα ανωτέρω συνταξιοδοτικά ταμεία. Η πολωνική κυβέρνηση υποστήριξε ότι τα επίμαχα συνταξιοδοτικά ταμεία είναι δημόσιες οντότητες εξομοιούμενες προς το Πολωνικό Δημόσιο και ότι, συνεπώς, οι κανόνες δικαίου που περιορίζουν τις επενδύσεις τους δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της αρχής της ελεύθερης κυκλοφορίας των κεφαλαίων. Προς υποστήριξη της θέσης αυτής, η πολωνική κυβέρνηση επικαλέστηκε την αποκλειστική της αρμοδιότητα για τον καθορισμό των αρχών λειτουργίας του πολωνικού συστήματος υποχρεωτικής κοινωνικής ασφάλισης, περιλαμβανομένης της πολιτικής επενδύσεων των συνταξιοδοτικών ταμείων ανοικτού τύπου στην αλλοδαπή και των σχετικών με τις επενδύσεις αυτές δαπανών, που έχουν ως αντικείμενο την εξασφάλιση οικονομικής σταθερότητας του συστήματός της συνταξιοδοτικής ασφάλισης. Επιπλέον, υποστήριξε ότι η ιδιότητα των υπό εξέταση οργανισμών ως δημοσίου δικαίου και μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, καθώς η συμμετοχή τους στο βασικό υποχρεωτικό σύστημα συνταξιοδοτήσεως, συνεπάγεται ότι τα συνταξιοδοτικά ταμεία ανοικτού τύπου θα έπρεπε να χαρακτηρίζονται ως οργανισμοί αποκλειστικώς κοινωνικού χαρακτήρα, μη εφαρμοζομένου επομένως του άρθρου 56 ΕΚ.

Το Δικαστήριο από την άλλη, χωρίς να τοποθετηθεί σαφώς περί του αν τα ανωτέρω ταμεία ανήκουν στον πρώτο ή στο δεύτερο πυλώνα ασφάλισης, έκρινε ότι *«ακόμα και αν γίνει δεκτό ότι οι πόροι των συνταξιοδοτικών ταμείων ανοικτού τύπου που διαχειρίζονται εταιρίες διαχείρισεως, είναι κρατικοί, παρά το γεγονός ότι η πηγή τους έγκειται στις συνταξιοδοτικές εισφορές που εισπράττουν οι εργοδότες των οικείων εργαζομένων το στοιχείο αυτό δεν αρκεί εν πάση περιπτώσει, αφ' εαυτού, για να αποκλειστεί η εφαρμογή του άρθρου 56 ΕΚ στις σχετικές πράξεις, όπως προκύπτει από το παράρτημα Ι της οδηγίας 88/361 κατά το οποίο στην έννοια των “κινήσεων κεφαλαίων” εμπίπτουν, μεταξύ άλλων, οι πράξεις “που αφορούν περιουσιακά στοιχεία ή αναλήψεις υποχρεώσεων των κρατών μελών και των άλλων διοικήσεων και δημόσιων οργανισμών”»*. Σε συνέχεια των ανωτέρω σκέψεων, το Δικαστήριο κατέληξε στο συμπέρασμα ότι εφόσον δεν προβλέπεται διαφορετικά, στο πεδίο εφαρμογής του άρθρου 56 ΕΚ εμπίπτουν και τα συνταξιοδοτικά ταμεία ανοικτού τύπου, ακόμα και εάν οι δραστηριότητές τους είναι «κρατικές», και ως εκ τούτου η διατήρηση εκ μέρους της Δημοκρατίας της Πολωνίας των επίμαχων διατάξεων ήταν αντίθετη στο ενωσιακό δίκαιο.

Παρά το γεγονός ότι η παραπάνω απόφαση αφορά συνταξιοδοτικά ταμεία που λειτουργούν με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, και τα οποία δεν αντιμετωπίστηκαν ρητώς ως μέρος του πρώτου πυλώνα ασφάλισης,

καθίσταται σαφές ότι η μέχρι προσφάτως θεώρηση της διαχείρισης της παρουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων ως ζητήματος που άπτεται του σκληρού πυρήνα οργάνωσης των συνταξιοδοτικών συστημάτων, και η συνακόλουθη ένταξή της στην αποκλειστική αρμοδιότητα των κρατών δεν πρέπει να θεωρείται δεδομένη.

Πιο ξεκάθαρη είναι η εικόνα όσον αφορά τις παρεμβάσεις της ΕΕ μέσω εναλλακτικών εργαλείων ήπιου δικαίου. Τα εργαλεία αυτά αναπτύχθηκαν για να εξυπηρετήσουν την κοινωνική διάσταση της ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης, η οποία έχει αποτυπωθεί πλέον και στην Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης³¹¹. Στο πεδίο της κοινωνικής ασφάλισης γίνεται χρήση κυρίως της Ανοικτής Μεθόδου Συντονισμού (ΑΜΣ), η οποία περιγράφεται στα συμπεράσματα του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου της Λισαβόνας ως «μέσο διάδοσης βέλτιστων πρακτικών και επίτευξης μεγαλύτερης σύγκλισης προς τους κύριους στόχους της ΕΕ». Η ΑΜΣ περιλαμβάνει πιο «χαλαρές» παρεμβάσεις, μη δεσμευτικού χαρακτήρα, οι οποίες έχουν ως στόχο την βελτίωση των εθνικών πολιτικών σε τομείς που τα κράτη μέλη διατηρούν αποκλειστική ή συντρέχουσα αρμοδιότητα³¹². Όσον αφορά τις συνταξιοδοτικές παροχές του πρώτου πυλώνα, η ΑΜΣ έχει χρησιμοποιηθεί προκειμένου να αποτυπωθούν στρατηγικές προτεραιότητες της ΕΕ για την οικονομική βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων και την επάρκεια των οικείων παροχών, με την ταυτόχρονη προώθηση βέλτιστων πρακτικών και ορθών πολιτικών³¹³. Υπό αυτά τα δεδομένα δεν προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι τα τελευταία χρόνια γίνεται συχνά λόγος για μία τάση εξευρωπαϊσμού των εθνικών συστημάτων συνταξιοδότησης, η οποία γίνεται ιδιαίτερα αντιληπτή σε τομείς που άπτονται της κατοχύρωσης ασφαλιστικών δικαιωμάτων³¹⁴.

1.1.2 Διεθνές δίκαιο

Από πλευράς διεθνούς δικαίου, τα τελευταία χρόνια παρουσιάζεται ολοένα και αυξανόμενο ενδιαφέρον σχετικά με τα ζητήματα διαχείρισης της παρουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων. Το διεθνές ενδιαφέρον σχετικά με τη

³¹¹ Σχετικά με την εξέλιξη της κοινωνικής διάστασης της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της νομικής βάσης στην οποία έχει αυτή δομηθεί, βλ. σχετικό ενημερωτικό δελτίο του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/fiches_techniques/2013/051001/04A_FT\(2013\)051001_EL.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/fiches_techniques/2013/051001/04A_FT(2013)051001_EL.pdf)

³¹² Βλ. σχετικό ανακοινωθέν του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου.

<http://www.europarl.europa.eu/EPRS/EPRS-AaG-542142-Open-Method-of-Coordination-FINAL.pdf>.

Για τις παρεμβάσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης, τον συντονισμό των εθνικών συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης, και την Ανοικτή Μέθοδο Συντονισμού βλ. ενδεικτικά Γ. Αμίτση, Οι στρατηγικές παρεμβάσεις της Ευρωπαϊκής Ένωσης στα Εθνικά Συνταξιοδοτικά Συστήματα, Το Ελληνικό Σύστημα Ασφαλιστικής Προστασίας, σελ. 178 επ, με τις αντίστοιχες παραπομπές του συγγραφέα

³¹³ European Commission (2001a), Objectives and working methods in the area of pensions : Applying the open method of coordination, Joint report of the Social Protection Committee and the Economic Policy Committee (adopted in Lacken)

³¹⁴ Για τον εξευρωπαϊσμό των συστημάτων κοινωνικής προστασίας, βλ. J.Kvist-J.Saari (ed.), The Europeanisation of social protection, Policy Press, 2007

διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων φορέων εμφανίστηκε ταυτόχρονα με την εισαγωγή κεφαλαιοποιητικών συστημάτων στον πρώτο πυλώνα, η οποία σήμανε με τη σειρά της τη συγκέντρωση σημαντικών κεφαλαίων και την ανάπτυξη συνθετότερων επενδυτικών προσεγγίσεων. Η πλειονότητα των κειμένων αυτών εστιάζει στα ζητήματα παραγωγικής εκμετάλλευσης των κεφαλαίων (αποθεματικών) του πρώτου πυλώνα, η οποία υποχρεωτικά διέρχεται από την αύξηση των απαιτήσεων διακυβέρνησης και την περιχαράκωση των κανόνων που αφορούν τις επενδύσεις. Οι υπερεθνικές δράσεις αναλαμβάνονται, έτσι, κυρίως υπό το πρίσμα της επίτευξης θετικών αποδόσεων των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και της σταθερότητας των χρηματοοικονομικών αγορών, εν όψει και της παγκοσμιοποίησης των τελευταίων. Μεταξύ των φορέων που έχουν προβεί στην εκπόνηση μελετών και στην έκδοση κατευθυντήριων οδηγιών για την ορθή διαχείριση των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι η Παγκόσμια Τράπεζα³¹⁵, η Διεθνής Ένωση Κοινωνικής Ασφάλισης (International Social Security Association-ISSA)³¹⁶, και ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ). Οι παραπάνω μελέτες κρίνονται εξαιρετικά χρήσιμες και από πλευράς συστηματοποίησης, αφού επιτρέπουν τη σκιαγράφηση βασικών χαρακτηριστικών των δημόσιων συστημάτων συνταξιοδότησης, και τον εντοπισμό σημείων που χρήζουν ενιαίας αντιμετώπισης, ανεξαρτήτως των λοιπών διαφορών που διακρίνουν τα συστήματα αυτά.

1.2. Η διαχείριση της περιουσίας των φορέων του πρώτου πυλώνα

Η ενιαία αντιμετώπιση των φορέων του πρώτου πυλώνα, και ταυτόχρονα η διακριτή τους αντιμετώπιση σε σχέση με τους φορείς του δεύτερου πυλώνα, υπαγορεύεται από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, που σχετίζονται κυρίως με το δημόσιο χαρακτήρα τους, αλλά και το οικονομικό σύστημα με το οποίο λειτουργούν. Στα παραπάνω χαρακτηριστικά των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων, και ιδίως στον πολυεπίπεδο ρόλο του κράτους, το οποίο μπορεί να είναι ταυτόχρονα χρηματοδότης αλλά και λήπτης χρηματοδότησης, να ασκεί εποπτικές και ρυθμιστικές αρμοδιότητες και να φέρει εγγυητική ευθύνη, οφείλονται και οι ιδιαίτεροι, σε σχέση με τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά συστήματα, κίνδυνοι που εντοπίζονται στον πρώτο πυλώνα ασφάλισης³¹⁷.

Με βάση τις παραδοχές που έγιναν στο πρώτο μέρος της παρούσας, η δημόσια ασφάλιση ασκείται την πλειονότητα των περιπτώσεων από δημόσιους

³¹⁵ The World Bank, Public Pension Fund Management Governance, Accountability, and Investment Policies, Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, 2004

³¹⁶ ISSA, Guidelines Investment of Social Security Funds, 2013

³¹⁷ OECD, Pension Funds for Government Workers in OECD Countries

φορείς. Ειδικότερα, στον πρώτο πυλώνα εντάσσεται το ίδιο το κράτος, όταν αυτό δρα ως φορέας κοινωνικής ασφάλισης, αλλά και φορείς γενικής Κυβέρνησης, όπως είναι τα ασφαλιστικά ταμεία³¹⁸. Αυτό σημαίνει με τη σειρά του ότι οι φορείς του πρώτου πυλώνα αποτελούν μέρος της δημόσιας διοίκησης και λειτουργούν με κανόνες δημοσίου δικαίου. Αντίστοιχα, η διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, υπόκειται σε ξεχωριστούς κανόνες, οι οποίοι αντανakλούν τους εκάστοτε κρατικούς ή κυβερνητικούς σκοπούς.

Οι δημόσιοι συνταξιοδοτικοί φορείς παραδοσιακά επιλέγουν συντηρητικές επενδυτικές στρατηγικές, με κύριο γνώμονα τις κατευθύνσεις της πολιτικής εξουσίας. Ωστόσο, τα τελευταία χρόνια παρατηρούνται σημαντικές αλλαγές στη διακυβέρνηση και την επενδυτική τους στρατηγική, οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα τη στροφή προς επαγγελματικές δομές διακυβέρνησης και την υιοθέτηση πολιτικών στοχοθεσίας για την επίτευξη αποδόσεων, μέσω της αύξησης των επενδύσεων στις διεθνείς κεφαλαιαγορές και σε εναλλακτικές μορφές επενδύσεων. Σε αυτό συνέτεινε, βεβαίως, η ενίσχυση της κεφαλαιοποίησης των δημόσιων συστημάτων, η οποία ανέδειξε τους δημόσιους φορείς συνταξιοδότησης-ή ακόμα και τα ίδια τα κράτη στην περίπτωση που αυτά διαχειρίζονται άμεσα τα σχετικά κεφάλαια- ως θεσμικούς επενδυτές στην παγκόσμια αγορά.

Είναι αλήθεια ότι τα ζητήματα αποτελεσματικής διαχείρισης της περιουσίας των δημόσιων φορέων αφορούν κυρίως όσους λειτουργούν με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα, για τους οποίους υφίστανται σημαντικά ποσά προς διαχείριση. Ωστόσο, με δεδομένο ότι και στο πλαίσιο των διανεμητικών συστημάτων υφίσταται η δυνατότητα εκμετάλλευσης περιουσιακών στοιχείων, έστω και σε μικρότερη κλίμακα, είναι εμφανές ότι η εφαρμογή κανόνων χρηστής διαχείρισης βρίσκουν έδαφος εφαρμογής σε όλους τους συνταξιοδοτικούς φορείς, ανεξαρτήτως συστήματος λειτουργίας. Για το λόγο αυτό, κρίνεται σκόπιμη η παράλληλη εξέταση όλων των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, τόσο αυτών που λειτουργούν με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα όσο και αυτών που λειτουργούν με το διανεμητικό, ενώ θα γίνουν οι απαραίτητες επισημάνσεις στα σημεία που χρήζουν διαφοροποίησης. Επαναλαμβάνεται ότι για τις ανάγκες

³¹⁸ Στο ευρωπαϊκό δίκαιο, ως φορείς γενικής κυβέρνησης χαρακτηρίζονται οι φορείς που πληρούν τα κριτήρια που αναφέρονται στον Κανονισμό 549/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Μαΐου 2013, για το ευρωπαϊκό σύστημα εθνικών και περιφερειακών λογαριασμών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στο κεφάλαιο 20 του Κανονισμού αναφέρεται συγκεκριμένα για τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης ότι «Οι οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης αποτελούν ιδιαίτερο τύπο μονάδων της γενικής κυβέρνησης, με αντικείμενο τη λειτουργία δημόσιων συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης. Τα δημόσια συστήματα κοινωνικής ασφάλισης είναι συστήματα κοινωνικής ασφάλισης που καλύπτουν το σύνολο ή μεγάλο τμήμα του κοινωνικού συνόλου και τα οποία επιβάλλονται και ελέγχονται από τη γενική κυβέρνηση. Ένας οργανισμός κοινωνικής ασφάλισης αποτελεί θεσμική μονάδα αν είναι οργανωμένος χωριστά από τις λοιπές δραστηριότητες των μονάδων της γενικής κυβέρνησης, κατέχει τα περιουσιακά του στοιχεία και τις υποχρεώσεις του χωριστά και προβαίνει σε χρηματοοικονομικές συναλλαγές για λογαριασμό του»

της παρούσας τα δημόσια συστήματα συνταξιοδότησης που λειτουργούν με την αρχή της κεφαλαιοποίησης θα εξεταστούν στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα, δεδομένου ότι η επίδραση του δημόσιου χαρακτήρα τους συνεπάγεται σημαντικές διαφοροποιήσεις από τα αντίστοιχα συνταξιοδοτικά κεφάλαια του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα³¹⁹.

1.2.1 Χαρακτηριστικά περιουσίας α' πυλώνα

1.2.1.1 Μέγεθος περιουσιακών στοιχείων

Είναι γεγονός ότι η κυριαρχία των διανεμητικών συστημάτων στον πρώτο πυλώνα συνεπάγεται αναπόφευκτα την αδυναμία συγκέντρωσης μεγάλων κεφαλαίων προς επένδυση, αφού η πλειονότητα των κεφαλαίων που συγκεντρώνονται δεν παραμένουν ουσιαστικά υπό τη διαχείριση των ασφαλιστικών φορέων προς αξιοποίηση, αλλά διέρχονται από αυτούς ώστε να εξυπηρετηθούν οι άμεσες συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις του κράτους. Το μέγεθος της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων συνήθως συνίσταται στα κεφάλαια που κρίνονται απαραίτητα για να καλύψουν τις άμεσες συνταξιοδοτικές υποχρεώσεις, έχουν δηλαδή βραχυπρόθεσμο ορίζοντα³²⁰. Η άμεση χρησιμοποίηση των ασφαλιστικών πόρων για την καταβολή παροχών δεν σημαίνει, ωστόσο, ότι οι φορείς που λειτουργούν με το διανεμητικό οικονομικό μοντέλο στερούνται οποιασδήποτε περιουσίας η οποία μπορεί να αποτελέσει πηγή προσόδων. Τέτοια αποθεματικά συγκεντρώνονται κυρίως σε περιόδους πλεονασμάτων, δηλαδή όταν τα ποσά που αντιστοιχούν στις εισπραττόμενες εισφορές είναι μεγαλύτερα από τα ποσά που διατίθενται για τις πληρωμές συντάξεων, και κατευθύνονται συνήθως σε απλά και συντηρητικά μέσα, όπως προθεσμιακές καταθέσεις, επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια ή η απόκτηση ακινήτων³²¹.

³¹⁹ Τα δημόσια συνταξιοδοτικά κεφάλαια βρίσκονται στην πραγματικότητα στο μεταίχμιο μεταξύ του πρώτου και του δεύτερου πυλώνα. Δεδομένου, όμως, ότι στη θεωρία συνήθως εξετάζονται ξεχωριστά από τα επαγγελματικά και τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια, προκρίνεται η αντιμετώπισή τους ως μέρος του πρώτου πυλώνα. Άλλωστε, και σε επίπεδο ΕΕ συχνά υποστηρίζεται ότι τα υποχρεωτικά συστήματα συνταξιοδότησης που λειτουργούν με το κεφαλαιοποιητικό σύστημα πρέπει να εμπίπτουν στους κανόνες συντονισμού, ακόμα και αν αυτά χαρακτηρίζονται ως συμπληρωματικά της κύριας σύνταξης, βλ. σχετικά L. Leppik, Co-Ordination of Pensions in the European Union: The Case of Mandatory Defined-Contribution Schemes in the Central and Eastern European Countries. *European Journal of Social Security*, 8(1), 2006, σελ. 35–55.

³²⁰ Σύμφωνα με τους Dimitri Vittas, Gregorio Impavido, Ronan O'Connor, *Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds*, World Bank, 2008, τα αποθεματικά των δημόσιων φορέων συνταξιοδότησης ανέρχονται συνήθως στο ύψος που είναι απαραίτητο για να καλυφθούν οι υποχρεώσεις ενός έτους

³²¹ Οι εθνικοί φορείς κοινωνικής ασφάλισης αποτελούν χαρακτηριστικό παράδειγμα δημόσιων φορέων με εξαιρετικά συντηρητικά χαρτοφυλάκια. Σύμφωνα με την Γενική Γραμματεία Κοινωνικών Ασφαλίσεων η συνολική περιουσία των φορέων κοινωνικής ασφάλισης που εποπτεύονται από την ΓΓΚΑ ανερχόταν στις 30-9-2009 σε περίπου € 31 δις. Από το σύνολο των κεφαλαίων 52,6% ήταν επενδυμένο σε καταθέσεις (κυρίως στην Τράπεζα της Ελλάδος), 30,3% σε ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (συμπεριλαμβανόμενων και των δομημένων), 8,4% σε μετοχές του Χρηματιστηρίου

Διαφορετικά χαρακτηριστικά έχει η περιουσία των δημόσιων φορέων όταν σε αυτούς υπεισέρχονται κεφαλαιοποιητικά στοιχεία. Η στροφή των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων προς συστήματα κεφαλαιοποίησης, είτε μέσω της μερικής κεφαλαιοποίησης των διανεμητικών συστημάτων, είτε μέσω της εισαγωγής χρηματοδοτικών εργαλείων που λειτουργούν παράλληλα με το συγκεκριμένο σύστημα, έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του μεγέθους των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων που βρίσκονται υπό το καθεστώς δημόσιας διαχείρισης. Τα συγκεκριμένα κεφάλαια, χωρίς να μπορούν να συγκριθούν με τα αντίστοιχα κεφάλαια των φορέων του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα, πάντως δεν μπορούν να χαρακτηριστούν πλέον αμελητέα³²². Αξιοσημείωτο είναι δε ότι σε πολλά κράτη τα δημόσια συνταξιοδοτικά κεφάλαια αντιπροσωπεύουν υπολογίσιμο ποσοστό του Α.Ε.Π, και επομένως οι τρόπος και οι ειδικότεροι τομείς στους οποίους επενδύονται έχουν άμεσο αντίκτυπο στην συνολική πορεία της οικονομίας³²³.

1.2.1.2 Ο δημόσιος χαρακτήρας

Οι στενοί δεσμοί των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων με το κράτος, συνεπιφέρουν την αντιμετώπιση των κεφαλαίων που προορίζονται για την καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών του πρώτου πυλώνα ως δημόσια περιουσία. Η αντιμετώπιση των αποθεματικών της κοινωνικής ασφάλισης ως δημόσια περιουσία αντανακλάται τόσο στη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου (ποσοστό μετοχών, ομολόγων, ακινήτων και διαθεσίμων στο συνολικό χαρτοφυλάκιο) όσο και στους συγκεκριμένους τομείς στους οποίους κατευθύνονται τα επενδύσιμα κεφάλαια. Η μικρή διασπορά χαρτοφυλακίου, το υψηλό ποσοστό επενδύσεων σε κρατικά ομόλογα³²⁴, αλλά και η κατεύθυνση ασφαλιστικών πόρων για σκοπούς που εντάσσονται στη γενικότερη εθνική πολιτική, οι οποίοι δεν ταυτίζονται απαραίτητα με την αποστολή των δημόσιων

Αθηνών, 4,2% σε αμοιβαία και 4,5% σε ακίνητα (αποτιμημένα με αντικειμενικές τιμές).

Αξιοσημείωτο είναι επίσης το μεγάλο ποσοστό των επενδύσεων σε ακίνητα, τα οποία εκμισθώνουν ή εκμεταλλεύονται με άλλους τρόπους.

³²² Το ενεργητικό των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων ανερχόταν το 2016 σε περίπου 5.9 τρισεκατομμύρια δολάρια. Για περισσότερα στοιχεία σχετικά με το ενεργητικό και τις επενδύσεις των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, βλ Ε. Hentov, Α. Petrov, S. Odedra, How do Public Pension Funds invest? From Local to Global Assets, State Street Global Advisors, 2018

³²³ Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, σε ορισμένες χώρες, όπως η Γαλλία, η Ιαπωνία, η Κορέα, η Νορβηγία και η Σουηδία, το ενεργητικό των δημοσίων κεφαλαίων ξεπερνά το ενεργητικό των επαγγελματικών και ιδιωτικών κεφαλαίων. Για παράδειγμα η τρέχουσα αγορά αξία του Νορβηγικού κεφαλαίου (government pension fund), το οποίο αποτελείται κυρίως από έσοδα που προέρχονται από την εθνική πετρελαϊκή οικονομία, ανερχόταν το 2019 σε 9271 δις κορώνες Νορβηγίας, καθιστώντας το συγκεκριμένο κεφάλαιο από τα μεγαλύτερα παγκοσμίως

³²⁴ Η επένδυση των αποθεματικών των ασφαλιστικών ταμείων σε τίτλους του Δημοσίου εξυπηρετεί και άλλους δημοσιονομικούς σκοπούς, αφού ναι μεν αυτό εμφανίζεται ως χρέος της Κεντρικής Κυβέρνησης προς τα ταμεία, αλλά με δεδομένο ότι, τόσο η Κεντρική Κυβέρνηση όσο και τα ασφαλιστικά ταμεία, ανήκουν στην Γενική Κυβέρνηση, το συνολικό χρέος εμφανίζεται τελικώς μειωμένο, καθώς τα δημοσιονομικά κριτήρια αφορούν στο έλλειμμα και στο χρέος της Γενικής Κυβέρνησης. Για τον τρόπο που το ελληνικό κράτος εμφάνιζε τις επενδύσεις των δημόσιων ασφαλιστικών ταμείων, βλ Σ. Μαυρίδης, Τα κριτήρια δημοσιονομικής πειθαρχίας στην οικοδόμηση της Ευρωζώνης, 2011, σελ 180 επ

συνταξιοδοτικών φορέων, διαμορφώνουν αντίστοιχα το χαρακτήρα των περιουσιακών στοιχείων και τα αποτελέσματα που δύνανται να επιτευχθούν από την αξιοποίησή τους. Με βάση τα ανωτέρω, δεν προξενεί εντύπωση το γεγονός ότι διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων σπάνια αποτελεί αντικείμενο ολοκληρωμένων εθνικών κανονιστικών ρυθμίσεων, ενώ ακόμα και σε κράτη που προβλέπονται σχετικές διατάξεις, αυτές συνήθως αντανakλούν ζητήματα κρατικού προστατευτισμού, όπως ο περιορισμός των εξωτερικών επενδύσεων ή η υποχρέωση τοποθέτησης των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε κρατικούς τίτλους.

Η αντιμετώπιση συνταξιοδοτικών πόρων ως δημόσια περιουσία συνεπάγεται, επιπρόσθετα, ότι επί αυτών δεν αναγνωρίζονται συγκεκριμένα περιουσιακά δικαιώματα προσώπων. Τούτο δε ανεξαρτήτως του οικονομικού συστήματος λειτουργίας των δημόσιων φορέων, αφού ακόμα και στην περίπτωση των κεφαλαιοποιητικών συστημάτων που χρηματοδοτούνται από εισφορές εργαζομένων/ή και εργοδοτών, δεν αναγνωρίζονται συγκεκριμένα περιουσιακά δικαιώματα των εισφοροδοτών και δικαιούχων παροχών³²⁵. Πράγματι, σε αντίθεση με τα κεφαλαιοποιητικά συστήματα του δεύτερου και του τρίτου πυλώνα, τα οποία προορίζονται ειδικά για την καταβολή συγκεκριμένων και χρηματικά αποτιμητών υποχρεώσεων έναντι των ασφαλισμένων, στους οποίους, επιπλέον, αναγνωρίζονται νόμιμα δικαιώματα, τα περισσότερα κεφαλαιοποιητικά συστήματα του πρώτου πυλώνα έχουν υποστηρικτικό ρόλο και δεν έχουν θεσπιστεί για να καλύψουν εκ των προτέρων προσδιορισμένες υποχρεώσεις. Το γεγονός ότι τα δημόσια συνταξιοδοτικά κεφάλαια δεν αντιστοιχίζονται με συγκεκριμένες υποχρεώσεις σημαίνει, περαιτέρω, ότι για τον υπολογισμό των απαιτούμενων αποδόσεων δεν λαμβάνονται υπόψη αναλογιστικές μελέτες, όπως στην περίπτωση των ιδιωτικών κεφαλαίων³²⁶. Προκειμένου να αντισταθμιστεί η ανωτέρω έλλειψη, και να καταστεί δυνατός ο έλεγχος της αποτελεσματικότητας της διαχείρισης των υπό κρίση κεφαλαίων, συνήθως προβλέπονται εκ των προτέρων οι επιδιωκόμενες αποδόσεις, δηλαδή οι επενδυτικοί στόχοι, οι οποίοι πρέπει να επιτευχθούν εντός του εκάστοτε οριζόμενου χρονικού διαστήματος³²⁷.

³²⁵ Το ίδιο γίνεται ισχύει και για τα δημόσια αποθεματικά που προορίζονται για την καταβολή συντάξεων (public reserve funds), πρβλ. J. Yermo, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries*, OECD, 2004

³²⁶ Το ίδιο συμβαίνει και στα διανεμητικά συστήματα, πρβλ. O. Mitchell, *Public Pension Governance and Performance*, Policy Research Papers, World Bank, 1993

³²⁷ J. Yermo, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries*, 2008, σελ.20, και D. Vittas, Gr. Impavido, R. O'Connor, ό.α, όπου οι συγγραφείς αναφέρουν ότι η στρατηγική κατανομή των παγίων των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων στην Ιρλανδία, τη Νέα Ζηλανδία και τον Καναδά αντικατοπτρίζουν τον μακροπρόθεσμο χαρακτήρα τους και τον στόχο για μεγιστοποίηση των αποδόσεων, χωρίς όμως να υφίσταται υποχρέωση αντιστοίχισης με συγκεκριμένες υποχρεώσεις

1.2.2 Η Διακυβέρνηση και οι επενδύσεις των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων

Προτού προχωρήσουμε στην εξέταση των ζητημάτων που αφορούν στη διακυβέρνηση και τις επενδύσεις των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, είναι απαραίτητο να τονιστεί ότι οι σχετικές ρυθμίσεις προβλέπονται συνήθως στην εθνική νομοθεσία του κάθε κράτους. Η υπεροχή της κρατικής εξουσίας έναντι της συλλογικής αυτονομίας στο πεδίο της κοινωνικής ασφάλισης είναι, συνεπώς, εμφανής, και στα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας, αφού, σε αντίθεση με τον δεύτερο πυλώνα ασφάλισης, όπου οι αντίστοιχες ρυθμίσεις εξειδικεύονται σε συμβάσεις μεταξύ των κοινωνικών εταίρων, τα περιθώρια ευελιξίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων είναι σαφώς πιο περιορισμένα.

1.2.2.1 Όργανα διοίκησης

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, μία από τις σημαντικότερες ιδιαιτερότητες των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων είναι η στενή σχέση με την κεντρική κρατική διοίκηση, η οποία μπορεί να λάβει μέχρι και τη μορφή του απόλυτου ελέγχου. Αν θα μπορούσε να επιχειρηθεί μία τυποποίηση των διοικητικών οργάνων των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, αυτή θα στηριζόταν σε δύο βασικές εκδοχές, οι οποίες αποτυπώνουν ταυτόχρονα και το βαθμό εμπλοκής της κεντρικής διοίκησης κατά τη λήψη των στρατηγικών αποφάσεων. Στην πρώτη περίπτωση, κατά την οποία η διαχείριση των πόρων του ασφαλιστικού συστήματος αποτελεί αντικείμενο αποκλειστικής ευθύνης της κεντρικής διοίκησης, το διοικητικό όργανο είναι ένα κυβερνητικό όργανο στο οποίο έχει εναποτεθεί η αρμοδιότητα λήψης των στρατηγικών αποφάσεων που αφορούν τη διαχείριση των σχετικών πόρων.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα απευθείας εναπόθεσης της διαχείρισης της περιουσίας δημόσιου συνταξιοδοτικού φορέα σε κυβερνητικό όργανο είναι αυτό της Νορβηγίας (Government Pension Fund Global- GPFG)³²⁸. Το GPFG αποτελεί ένα ξεχωριστό κεφάλαιο και τηρείται υπό τη μορφή λογαριασμού στην κεντρική τράπεζα της Νορβηγίας. Αρμόδιο για την διαχείριση του εν λόγω κεφαλαίου, είναι το Υπουργείο Οικονομικών, το οποίο λαμβάνει όλες τις στρατηγικές αποφάσεις, διαμορφώνει την επενδυτική πολιτική, ορίζει τη στοχοθεσία των επενδύσεων και μπορεί να θέτει συγκεκριμένα όρια που πρέπει να πληρούνται κατά την εκτέλεση αυτής. Το GPFG, τελεί, επομένως

³²⁸ Η ιδιαιτερότητα του δημόσιου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου της Νορβηγίας, το οποίο αποτελεί ένα από τα μεγαλύτερα συνταξιοδοτικά κεφάλαια παγκοσμίως, έγκειται στο γεγονός ότι σχηματίζεται με ποσά που προέρχονται από τα έσοδα των πετρελαϊκών αποθεμάτων της χώρας. Αρχικά, το κεφάλαιο αυτό δεν προοριζόταν ειδικά για συνταξιοδοτικούς σκοπούς, αλλά είχε ως στόχο την επένδυση των πλεονασμάτων από την εξαγωγή πετρελαίου σε ξένες αγορές, προς όφελος των μελλοντικών γενεών. Αποτελούσε, έτσι, ένα εθνικό αποθεματικό, σαφώς προσανατολισμένο ως προς την επενδυτική πολιτική του προς τις διεθνείς αγορές. Στη συνέχεια, το κεφάλαιο αυτό μετασχηματίστηκε σε συνταξιοδοτικό κεφάλαιο μετονομαζόμενο από Government Petroleum Fund σε Government Pension Fund - Global (GPFG), διατηρώντας όμως την διεθνοποιημένη επενδυτική πολιτική.

υπό τον πλήρη έλεγχο της κεντρικής διοίκησης, ο οποίος μετριάζεται μόνο μέσω της πρόβλεψης περί υποχρέωσης λήψης εγκριτικής απόφασης του Κοινοβουλίου κατά τον ορισμό της στρατηγικής κατανομής των παγίων.

Στον αντίποδα του νορβηγικού δημόσιου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου, εντοπίζονται δημόσια συνταξιοδοτικά κεφάλαια η διαχείριση των οποίων εναποτίθεται σε ξεχωριστούς και ανεξάρτητους με την κεντρική διοίκηση φορείς. Οι τελευταίοι είναι συνήθως-αλλά όχι αποκλειστικά- νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, τα οποία μέσω του διοικητικού τους οργάνου λαμβάνουν τις στρατηγικές αποφάσεις σχετικά με τα υπό διαχείριση κεφάλαια, ενώ δεν είναι σπάνιες οι περιπτώσεις εναπόθεσης αποφασιστικών αρμοδιοτήτων απευθείας σε φυσικά πρόσωπα, τα οποία αποκτούν έτσι την ιδιότητα του διοικητικού οργάνου.

Ο τρόπος διορισμού των διοικούντων των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων ακολουθεί, όπως είναι αναμενόμενο, το γενικότερο εναγκαλισμό του κράτους, καθότι στην πλειονότητα των περιπτώσεων, τα μέλη του διοικητικού οργάνου ορίζονται από την Κυβέρνηση³²⁹. Το φαινόμενο της δοτής διοίκησης, όπως συνήθως αποκαλείται το φαινόμενο αυτό, αποτελεί χαρακτηριστικό του συνόλου σχεδόν των δημόσιων φορέων που ασκούν δημόσια εξουσία και συνεχεται με την κρατική χρηματοδότηση των τελευταίων αλλά και τους σκοπούς δημοσίου συμφέροντος που καλούνται να επιτελέσουν³³⁰. Και ναι μεν η εναπόθεση της διαχείρισης δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε ανεξάρτητα όργανα, συνοδεύεται σχεδόν πάντα από την πρόβλεψη ελάχιστων εχέγγυων διοικητικής ή/και λειτουργικής ανεξαρτησίας, ωστόσο, αυτό δεν αποβαίνει στην πλήρη αποξένωση της Κυβέρνησης από τη λήψη των κεντρικών αποφάσεων.

Όσον αφορά στη σύνθεση των διοικητικών οργάνων των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, εκείνο που αξίζει να τονιστεί ιδιαίτερα είναι ο ρόλος των κοινωνικών εταίρων. Η θεσμική συμμετοχή των εκπροσώπων κοινωνικών εταίρων, η οποία, βέβαια, λαμβάνει διαφορετική μορφή ανάλογα με την εκάστοτε εθνική πολιτική κουλτούρα, προβλέπεται στις περισσότερες αναπτυγμένες χώρες, και αποτελεί σημαντικό διαφοροποιό στοιχείο σε σχέση με τα σχετικώς ισχύοντα στους ιδιωτικούς φορείς συνταξιοδότησης, όπου, ακόμα και στις περιπτώσεις που υφίσταται, αποτελεί συνήθως προϊόν της

³²⁹ Στην Αυστραλία, τα μέλη του αρμόδιου διοικητικού οργάνου για περισσότερα του ενός δημοσίων συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, μεταξύ των οποίων τα Commonwealth Superannuation Scheme (CSS), Military Superannuation and Benefits Scheme (MilitarySuper) Public Sector Superannuation Scheme (PSS), Public Sector Superannuation Accumulation Plan (PSSap), το οποίο έχει τη μορφή trustees, ορίζονται από τον Υπουργό Οικονομικών (σε κάποιες περιπτώσεις και από τον συναρμόδιο Υπουργό Άμυνας), ενώ ορισμένα από τα μέλη υποδεικνύονται από το Εθνικό Συμβούλιο Συνδικαλιστικών Οργανώσεων ή από τον Αρχηγό των Ενόπλων Δυνάμεων. Ο Πρόεδρος του διοικητικού οργάνου είναι, ωστόσο ανεξάρτητος. <https://www.csc.gov.au/Members/About-CSC/Directors-and-executive-team/>

³³⁰ Αρ. Αναγνώστου-Δεδούλη, Κοινωνική Ασφάλιση από Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου, Εκδόσεις Αντ.Ν.Σάκκουλα, 2005, σελ. 178

ελεύθερης βούλησης των συμβαλλομένων ή/και συλλογικών διαπραγματεύσεων. Στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα, άλλωστε, η συμμετοχή των ασφαλισμένων στη διοίκηση των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων βρίσκει ρητή κατοχύρωση σε διεθνείς συμβάσεις, και συγκεκριμένα στο άρθρο 72 της ΔΣΕ 102, στο άρθρο 36 της ΔΣΕ 128/1967 και στο άρθρο 71 του Ευρωπαϊκού Κώδικα Κοινωνικής Ασφάλειας³³¹. Οι εκπρόσωποι των κοινωνικών εταίρων στη διοίκηση των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων υποδεικνύονται από τις κοινωνικές ή επαγγελματικές ομάδες που εκπροσωπούν, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις η Κυβέρνηση μπορεί να επιλέξει μεταξύ περισσοτέρων προτεινόμενων προσώπων, διατηρώντας έτσι σημαίνοντα ρόλο στην τελική επιλογή. Σε χώρες όπου δεν προβλέπεται η εκπροσώπηση των κοινωνικών εταίρων στη διοίκηση των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, συναντάται συχνά η συμμετοχή τέτοιων εκπροσώπων σε συμβούλια με γνωμοδοτικές κυρίως αρμοδιότητες για τη διαμόρφωση των παροχών του πρώτου πυλώνα³³².

Όπως για τους επαγγελματικούς φορείς, έτσι για τους δημόσιους φορείς συνταξιοδότησης, σημαντικός είναι ο ρόλος επικουρικών οργάνων, τα οποία λειτουργούν εσωτερικά ή εξωτερικά των φορέων και επιτελούν σημαντικές αρμοδιότητες σχετικά με τη διαχείριση των επενδύσεων. Παλαιότερα, η εσωτερική διαχείριση των επενδύσεων των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων διατηρούσε σαφές προβάδισμα έναντι της εξωτερικής ανάθεσης, ωστόσο τα τελευταία χρόνια παρατηρείται όλο και περισσότερο η τάση προς την εξωτερική διαχείριση. Οι εξωτερικοί διαχειριστές επενδύσεων είναι στη μεγάλη τους πλειοψηφία εξειδικευμένοι στη διαχείριση επενδύσεων ιδιωτικοί χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, αλλά μπορεί να είναι και δημόσια νομικά πρόσωπα που διαθέτουν σχετικές αρμοδιότητες δυνάμει των καταστατικών τους σκοπών³³³.

Η αύξηση των εξωτερικών αναθέσεων της διαχείρισης των επενδύσεων έχει ως αποτέλεσμα την δυναμική είσοδο ιδιωτικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών στον πρώτο πυλώνα, οι οποίοι πλέον αναλαμβάνουν καίριες

³³¹ Π.Παπαρηγοπούλου-Πεχλιβανίδη, Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, 2016, σελ. 84

³³² Μεταξύ των χωρών που προβλέπεται η εκπροσώπηση των κοινωνικών εταίρων στη διοίκηση των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων είναι το Βέλγιο, η Βουλγαρία, η Φινλανδία, η Γαλλία, η Γερμανία, η Ολλανδία, η Νορβηγία, η Πολωνία και η Σλοβενία. Αντίστοιχα, στην Ιταλία, όπου δεν προβλέπεται τέτοια εκπροσώπηση, οι κοινωνικοί εταίροι έχουν πολύ ενεργό ρόλο σε γνωμοδοτικές διαδικασίες για τη διαμόρφωση των πολιτικών του δημόσιου συνταξιοδοτικού συστήματος, European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions, Social partners' involvement in pension reform in the EU, 2013

³³³ Για παράδειγμα στην Ιρλανδία η διαχείριση των αποθεματικών του δημόσιου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου National Pensions Reserve Fund (NPRF) είχε αρχικώς ανατεθεί στον δημόσιο φορέα (National Asset Management Agency), στις αρμοδιότητες του οποίου περιλαμβάνεται η διαχείριση της δημόσιας περιουσίας αλλά και υποχρεώσεων του κράτους <https://www.ntma.ie/about-the-ntma>. Στην Ελλάδα, από την άλλη, η διαχείριση των επενδύσεων του ΕΦΚΑ και του ΕΤΕΑΕΠ έχει ανατεθεί στην ΕΔΕΚΤ Α.Ε.Π.Ε.Υ, η οποία αποτελεί μεν νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου, ωστόσο το 95% των μετοχών της ανήκει σε φορείς γενικής κυβέρνησης.

λειτουργίες και στο πλαίσιο των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων³³⁴. Οι συγκεκριμένοι οργανισμοί παρέχουν, άλλωστε, πλείστες άλλες υποστηρικτικές εργασίες, μεταξύ των οποίων η παροχή επενδυτικών συμβουλών, η χρηματοοικονομική παρακολούθηση και αποτίμηση χαρτοφυλακίου, οι οποίες συμβάλλουν σημαντικά στην αποτελεσματική διαχείριση των αποθεματικών των φορέων κοινωνικής ασφάλισης.

Στο σημείο αυτό, αξίζει να τονιστεί ότι η πρόβλεψη διακριτών εσωτερικών οργανικών μονάδων διαχείρισης των επενδύσεων, ή αντίστοιχα η εξωτερική ανάθεση των συναφών δραστηριοτήτων, κρίνεται, στην περίπτωση, των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, ιδιαίτερα σημαντική, αν όχι επιβεβλημένη. Πράγματι, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, οι διοικούντες των εν λόγω φορέων δεν επιλέγονται υποχρεωτικά με τεχνοκρατικά κριτήρια και συνεπώς μπορεί να μην διαθέτουν εξειδικευμένες γνώσεις στον τομέα των συνταξιοδοτικών παροχών. Το έλλειμμα αυτό, αν μπορεί να χαρακτηριστεί ως τέτοιο, αντιμετωπίζεται μέσω της συνδρομής προσώπων που συγκεντρώνουν τα απαραίτητα προσόντα καταλληλότητας, κατά τα πρότυπα που ισχύουν και για τα ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Αν σε αυτό συνεκτιμηθεί η αυξημένη παρουσία των χρηματοπιστωτικών φορέων στη διαχείριση των επενδύσεων των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, οι οποίοι, άλλωστε διέπονται από ξεχωριστούς και ενιαίους κανόνες κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων τους, εύλογα συνάγεται ότι οι βασικές διαφορές δεν εντοπίζονται κατά το στάδιο της διαχείρισης των επενδύσεων, αλλά της λήψης των αποφάσεων που οφείλουν να εφαρμόσουν οι διαχειριστές. Σε κάθε περίπτωση, είτε δηλαδή η διαχείριση επενδύσεων ανατεθεί σε ιδιωτικούς φορείς οι οποίοι λειτουργούν με κανόνες ιδιωτικού δικαίου, είτε σε δημόσιους φορείς, οι πάροχοι των εν λόγω υπηρεσιών οφείλουν να ακολουθήσουν την ορισθείσα με κανόνες δημοσίου δικαίου επενδυτική πολιτική του φορέα.

1.2.2.2 Κίνδυνοι

Από όσα εκτέθηκαν παραπάνω καθίσταται εμφανές ότι οι διοίκηση των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων χαρακτηρίζεται από έντονες πολιτικές και κοινωνικές επιδράσεις, οι οποίες δεν μπορούν παρά να αντανakλώνται και κατά τη διαχείριση της περιουσίας τους. Οι επιδράσεις αυτές δεν είναι, βεβαίως, ασύμβατες με τους σκοπούς της δημόσιας ασφάλισης, συνδέονται, όμως, με ιδιαίτερους κινδύνους οι οποίοι χρήζουν ειδικής αντιμετώπισης³³⁵.

³³⁴ Σύμφωνα με την Α. Τσέτουρα, Ο Ευρωπαϊός συνταξιούχος, 2017, σελ 601 «η εισαγωγή ή ο εντοπισμός στοιχείων ιδιωτικού χαρακτήρα στα συνταξιοδοτικά συστήματα είτε με την έννοια της χρηματοδότησης ή του υπολογισμού των παροχών είτε με την έννοια της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών ταμείων και των επενδύσεων των αποθεματικών/κεφαλαίων τους δε θα πρέπει να προδικάζει το χαρακτηρισμό τους ή όχι ως κοινωνικοασφαλιστικών συστημάτων και την αντίστοιχη υπαγωγή τους ή όχι στους κανόνες συντονισμού»

³³⁵ D. Bradley, Ch. Pantzalis and X. Yuan, The Influence of Political Bias in State Pension Funds, Journal of Financial Economics (JFE), 2015, Volume 119, Issue 1, σελ. 69–91.

Όπως έχει διαπιστωθεί, η οικονομική επίδοση των δημόσιων φορέων συνταξιοδότησης είναι άμεσα συναρτώμενη με το βαθμό πολιτικής επιρροής κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Σύμφωνα με σχετικές έρευνες η αύξηση του ποσοστού εκπροσώπησης της κυβέρνησης στα διοικητικά όργανα των συνταξιοδοτικών φορέων είναι αντιστρόφως ανάλογη με τις αποδόσεις των επενδύσεων³³⁶. Η αρνητική αυτή σχέση εξηγείται λόγω των διαφορετικών κινήτρων που οδηγούν τις επενδυτικές αποφάσεις, τα οποία οδηγούν αναπόφευκτα σε καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων, αλλά και λόγω των μειωμένων εχεγγύων καταλληλότητας των αποφασιστικών οργάνων. Ως εκ τούτου, όπως και στο δεύτερο πυλώνα, οι κίνδυνοι της διακυβέρνησης που σχετίζονται με τα πρόσωπα που έχουν αποφασιστικές αρμοδιότητες αφορούν αφενός τη διοικητική και λειτουργική τους ανεξαρτησία και αφετέρου την επάρκειά τους να λαμβάνουν τις οικείες αποφάσεις.

Το φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων στην περίπτωση της λήψης των στρατηγικών και ειδικότερων αποφάσεων από την κεντρική διοίκηση, πηγάζει κυρίως από την παραδοχή ότι η αποστολή των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων δεν ταυτίζεται πάντοτε με τους κυβερνητικούς σκοπούς. Οι τελευταίοι, κατισχύουν σε πολλές περιπτώσεις των συμφερόντων των ασφαλισμένων και δικαιούχων παροχών, αν και αυτό είναι δυσχερώς διαπιστούμενο, ιδίως λόγω της σύγχυσης των συμφερόντων των άμεσα ενδιαφερομένων με τους ευρύτερους σκοπούς δημοσίου συμφέροντος. Το ίδιο ισχύει και στις περιπτώσεις όπου υπάρχει διακριτό όργανο διοίκησης των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων. Αν και η άμεση ανάμειξη της κεντρικής διοίκησης κατά τη διαδικασία του διορισμού των μελών του διοικητικού οργάνου δεν συνεπάγεται θεσμικά την εξάρτηση του οργάνου αυτού κατά τη λήψη των αποφάσεων που αφορούν τον διοικούμενο φορέα, η λειτουργία του σε καθεστώς ουδετερότητας και με μόνο σκοπό την υλοποίηση των σκοπών του ασφαλιστικού φορέα, κάθε άλλο παρά δεδομένη μπορεί να θεωρείται. Αξιοσημείωτο είναι, άλλωστε, ότι ο κίνδυνος της εξάρτησης του διοικητικού οργάνου από την Κυβέρνηση εντοπίζεται ακόμα και σε χώρες του αγγλοσαξονικού δικαίου, όπου παρά το γεγονός ότι η διοίκηση των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων ανατίθεται σε trustees, οι οποίοι υπέχουν εκ της ιδιότητάς τους και μόνο την υποχρέωση πίστης έναντι των ασφαλισμένων³³⁷, ωστόσο καθίστανται ευεπίφοροι σε πολιτικές πιέσεις, όταν ορίζονται απευθείας από κυβερνητικά όργανα³³⁸.

³³⁶ Βλ. ενδεικτικά A. Andonov and Y. Hochberg and J. Rauh, *Political Representation and Governance: Evidence from the Investment Decisions of Public Pension Funds*, 2017, σελ. 3

³³⁷ Περισσότερα για το θεσμό των trustees, βλ. R. Pearce, W. Barr, *Trusts and Equitable Obligations*, 2014, Oxford University Press, D. Hayton, Ch. Mitchell, *Commentary and Cases on the Law of Trusts & Equitable Remedies*, 2015, Sweet & Maxwell

³³⁸ The World Bank, *Public Pension Fund Management Governance, Accountability, and Investment Policies*, *Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference*, 2004, σελ. 75

Είναι αναμφίβολο ότι σε ένα σύστημα, όπως αυτό της Νορβηγίας που αναφέρθηκε παραπάνω, ο κίνδυνος σύγκρουσης των κυβερνητικών συμφερόντων με των αντίστοιχων σκοπών του δημόσιου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου είναι σαφώς μεγαλύτερος, γεγονός που οδηγεί με τη σειρά του στην αναγκαιότητα πρόσθετων μέτρων διασφάλισης των δικαιωμάτων των δικαιούχων των οικείων παροχών. Για τον λόγο αυτό, στην εθνική νομοθεσία προβλέπεται η απαγόρευση χρήσης του GPFG για βραχυπρόθεσμους σκοπούς, η οποία αποτελεί μεν μία πρόσθετη διασφάλιση υπέρ της χρήσης του κεφαλαίου για συνταξιοδοτικούς σκοπούς, ωστόσο δεν δύναται να αποτρέψει πλήρως την κατεύθυνση ποσών για την εκπλήρωση άλλων μεσο-μακροπρόθεσμων σκοπών, οι οποίοι χωρίς να συναρτώνται άμεσα με συμφέροντα των δικαιούχων, εξυπηρετούν ευρύτερους κυβερνητικούς σκοπούς³³⁹.

Από τα παραπάνω καθίσταται σαφές ότι η ανάγκη περιχαράκωσης της λειτουργικής ανεξαρτησίας των προσώπων που διαχειρίζονται εν γένει συνταξιοδοτικούς πόρους παρίσταται πιο επιτακτική στους δημόσιους φορείς συνταξιοδότησης και για τον λόγο αυτό αναφέρεται συχνά ως διακριτή πρόβλεψη στις νομοθετικές και καταστατικές διατάξεις για τη λειτουργία των δημοσίων συστημάτων. Εξάλλου, εκτός από την άμεση σχέση με το φαινόμενο σύγκρουσης συμφερόντων, η ανεξαρτησία των διοικούντων των δημόσιων φορέων συνταξιοδότησης αποτελεί και εγγενές στοιχείο της ευθύνης του διοικητικού οργάνου. Προς τούτο πρέπει να συνεκτιμηθεί ότι η έλλειψη επενδυτικών στόχων που συνήθως χαρακτηρίζει τα δημόσια συστήματα καθιστά δυσχερή τον έλεγχο αποτελεσματικότητας της διοίκησης των δημόσιων φορέων ενώ, επιπλέον, αυτή αναφέρεται στα πολιτειακά όργανα με βάση διατάξεις του δημοσίου δικαίου, του ελέγχου περιοριζόμενου στην υποβολή ετήσιων εκθέσεων ή στην υποχρέωση λογοδοσίας ενώπιον των αρμόδιων κυβερνητικών οργάνων ή των εθνικών Κοινοβουλίων³⁴⁰. Το γεγονός ότι το διοικητικό όργανο δεν είναι υπόλογο στα πρόσωπα που ενδιαφέρονται άμεσα για την επίδοση του συνταξιοδοτικού φορέα, δηλαδή των ασφαλισμένων και των δικαιούχων, προβάλλεται συχνά ως αρνητικό στοιχείο στο σύστημα διακυβέρνησης των εν λόγω φορέων σε σχέση με τους αντίστοιχους ιδιωτικούς συνταξιοδοτικούς φορείς.

Τέλος, σημαντικοί είναι οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την επαγγελματική επάρκεια και την εν γένει καταλληλότητα των διοικούντων προσώπων. Σε γενικές γραμμές ισχύουν όσα εκτέθηκαν και για τα επαγγελματικά ταμεία, ωστόσο πρέπει να επισημανθεί ότι η έλλειψη εξειδικευμένων γνώσεων είναι ένα φαινόμενο με σαφώς μεγαλύτερη ένταση στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα. Είναι γνωστό ότι κατά την επιλογή των μελών της διοίκησης των δημόσιων

³³⁹ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τη μετεξέλιξη και τους σκοπούς του νορβηγικού δημόσιου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου βλ. D. Vittas, Gr. Impavido, R. O'Connor, ό.α, σελ. 15

³⁴⁰ J. Yermo, *Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries*, 2008, σελ.10

ασφαλιστικών φορέων συχνά εμφιλοχωρούν κριτήρια που δεν χαρακτηρίζονται αυστηρά επαγγελματικά ή τεχνοκρατικά, αλλά σχετίζονται περισσότερο με τις πολιτικές πεποιθήσεις και τις σχέσεις που τα επιλεγόμενα πρόσωπα διατηρούν με τις εκάστοτε κυβερνήσεις. Οι αρνητικές επιπτώσεις τέτοιων πρακτικών έχουν οδηγήσει πολλά κράτη να εντείνουν τις προσπάθειες για διοικητικές μεταρρυθμίσεις, με στόχο την υιοθέτηση αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, όπως η διαφάνεια, η αξιοκρατία και η λογοδοσία, και σε οργανισμούς του δημοσίου. Ειδικά για τα δημόσια συνταξιοδοτικά κεφάλαια, τα οποία συγκεντρώνουν έντονο κοινωνικό και οικονομικό ενδιαφέρον, οι σχετικές εθνικές ρυθμίσεις ταυτίζονται πολλές φορές με τις αντίστοιχες προβλέψεις των ιδιωτικών χρηματοπιστωτικών οργανισμών.

Προς επίρρωση των ανωτέρω, αξίζει να αναφερθεί ότι συναφείς πρωτοβουλίες έχουν αναληφθεί σε αρκετές χώρες, στις οποίες οι βασικές λειτουργίες διαχείρισης της περιουσίας ανατίθενται σε διοικητικό όργανο, το οποίο όχι μόνο έχει την πλήρη ευθύνη για τη λήψη των σχετικών στρατηγικών αποφάσεων, αλλά διαθέτει και αυξημένα εχέγγυα λειτουργικής ανεξαρτησίας. Για παράδειγμα, στον Καναδά, την Ιρλανδία και τη Νέα Ζηλανδία, η ίδρυση ξεχωριστών φορέων διαχείρισης δημόσιων συστημάτων συνταξιοδότησης, και συγκεκριμένα των National Pensions Reserve Fund (NPRF), New Zealand Superannuation Fund (NZSF) και Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) αντίστοιχα, συνοδεύτηκε από την πρόβλεψη διακριτών διοικητικών οργάνων, με ενισχυμένες αρμοδιότητες. Αξιοσημείωτο είναι ότι τα μέλη των συγκεκριμένων οργάνων πρέπει να διαθέτουν εξειδικευμένες οικονομικές γνώσεις προκειμένου να είναι σε θέση να διαχειριστούν κατά τον πλέον επωφελή τρόπο τα οικεία συνταξιοδοτικά κεφάλαια³⁴¹. Με άλλα λόγια, η επιλογή των μελών των διοικητικών οργάνων, βασίζεται σε αυστηρά επαγγελματικά και τεχνοκρατικά κριτήρια, ενώ επιπλέον τα μέλη διορίζονται με ορισμένη θητεία και μπορούν να απομακρυνθούν μόνο για σοβαρή αιτία³⁴².

1.3. Η διαμόρφωση της επενδυτικής πολιτικής των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων

Ο τρόπος που οι δημόσιοι συνταξιοδοτικοί φορείς επενδύουν τα κεφάλαια που βρίσκονται υπό τη διαχείρισή τους, είναι σε μεγάλο βαθμό η άλλη όψη των χαρακτηριστικών της περιουσίας που εκτέθηκαν προηγουμένως. Η κρατική επιρροή κατά τη διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων γίνεται αντιληπτή τόσο μέσω των συγκεκριμένων μέσων στα οποία

³⁴¹ Στη Νέα Ζηλανδία, Ο Υπουργός Οικονομικών διατηρεί τη δυνατότητα να απευθύνει οδηγίες στο διοικητικό όργανο, ωστόσο στην περίπτωση που επιλέξει να ασκήσει το δικαίωμα αυτό, πρέπει να το πράξει γραπτά, ενώ οι σχετικές οδηγίες πρέπει να παρουσιαστούν στο Κοινοβούλιο και να δημοσιευθούν στην επίσημη εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

³⁴² D. Vittas, Gr. Impavido, R. O'Connor, ό.α

κατευθύνονται τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια όσο και μέσω της θέσπισης επενδυτικών κανόνων στους οποίους αντικατοπτρίζεται ο κρατικός προστατευτισμός³⁴³. Ο δημόσιος χαρακτήρας της περιουσίας, αλλά και το οικονομικό σύστημα λειτουργίας των δημόσιων ασφαλιστικών φορέων αντανakλάται άμεσα στην επενδυτική πολιτική των φορέων αυτών, και συνεπάγονται αντίστοιχα την έκθεση των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων σε διαφορετικούς κινδύνους από τους φορείς του δεύτερου πυλώνα, επιτάσσοντας την εξέταση των οικείων ζητημάτων υπό διαφορετικό πρίσμα σε σχέση με τους τελευταίους.

1.3.1 Χρονικός ορίζοντας επενδύσεων: Βραχυπρόθεσμοι και μακροπρόθεσμοι σκοποί

Όπως έχει αναφερθεί επανειλημμένως, η επενδυτική πολιτική ενός φορέα καθορίζεται από τις υποχρεώσεις που οφείλει να καλύψει και τους στόχους που καλείται να εξυπηρετήσει, αποτυπώνοντας τα βέλτιστα επενδυτικά μέσα για την επίτευξη της αποστολής του. Σε αντίθεση με την έννοια της δημόσιας περιουσίας, η οποία απαντάται με σχεδόν ταυτόσημο περιεχόμενο στα διανεμητικά και στα κεφαλαιοποιητικά συστήματα του πρώτου πυλώνα, το μέγεθος των περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται υπό διαχείριση σε κάθε δεδομένη χρονική περίοδο, καθώς και το είδος των υποχρεώσεων που αντιστοιχίζονται με αυτά, μεταβάλλονται σημαντικά ανάλογα με την επιλογή του ενός ή του άλλου μοντέλου οικονομικής λειτουργίας, και επηρεάζει καθοριστικά την επιλογή των επενδυτικών μέσων. Η κυριαρχία των αναδιανεμητικών συστημάτων στο πλαίσιο του πρώτου πυλώνα στα οποία επικρατούν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις συνεπάγεται την επιλογή επενδυτικών μέσων με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και με δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης. Οι ανάγκες αυτές διαμορφώνουν αντίστοιχα την επενδυτική πολιτική των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, οι οποίοι στρέφονται κυρίως σε ομόλογα και άλλα βραχυπρόθεσμα και ευχερώς ρευστοποιήσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα. Αντιθέτως, ο μακροπρόθεσμος χαρακτήρας των υποχρεώσεων των δημόσιων κεφαλαιοποιητικών συστημάτων οδηγεί στη διαμόρφωση επενδυτικών πολιτικών με κεντρικό άξονα μακροπρόθεσμα επενδυτικά μέσα, τα οποία δύνανται να αποφέρουν σημαντικές αποδόσεις, σύμφωνα και με όσα αναφέρθηκαν για το δεύτερο πυλώνα.

³⁴³ Για «σφικτό εναγκαλισμό του κράτους» στον τρόπο αξιοποίησης της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών ταμείων κάνει λόγο ο Ε. Σπινέλλης, σε Αξιοποίηση Ακίνητης Περιουσίας Φορέων Κοινωνικής Ασφάλισης, ιδίως σε συνάρτηση με τις Επιχειρήσεις Αξιοποίησης Ακίνητης Περιουσίας (ΕΑΑΠ), σε Πανεπιστήμιο Πειραιώς/Ελεγκτικό Συνέδριο, Η δημοσιονομική μεταρρύθμιση στην Ελλάδα, 2016

1.3.2 Ευρύτεροι δημόσιοι σκοποί

Όπως είναι γνωστό, η κοινωνική ασφάλιση αποτελεί πεδίο κοινωνικών συμβιβασμών, όπου οι συνταξιοδοτικοί σκοποί συνυπάρχουν με γενικότερους σκοπούς δημοσίου συμφέροντος. Οι εν ευρεία εννοία σκοποί δημοσίου συμφέροντος αντανακλώνται αισθητά στην επενδυτική πολιτική των δημόσιων συνταξιοδοτικών ταμείων, και λαμβάνονται υπόψη τόσο ως προς τη γενική στόχευση των επενδύσεων, όσο και προς τα συγκεκριμένα επενδυτικά μέσα³⁴⁴.

Με βάση όσα αναφέρθηκαν παραπάνω, εύλογα εξηγείται το γεγονός ότι οι συνταξιοδοτικοί πόροι διοχετεύονται σε ευρύτερους εθνικούς σκοπούς, οι οποίοι δεν περιορίζονται αυστηρά στην καταβολή συνταξιοδοτικών παροχών, και οι οποίοι εν δυνάμει μπορούν να διευρύνουν τις κατηγορίες των ωφελουμένων της κοινωνικής ασφάλισης, από τους ασφαλισμένους και τους συνταξιούχους, στο σύνολο των πολιτών μιας χώρας. Μεταξύ των γενικότερων σκοπών δημοσίου συμφέροντος συγκαταλέγονται η ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας, η οποία είναι, άλλωστε, άμεσα συνδεδεμένη και με τη βιωσιμότητα του ασφαλιστικού συστήματος, αλλά και η ανάπτυξη κοινωνικών τομέων που έχουν έμμεσο αντίκτυπο στις συνθήκες διαβίωσης των συνταξιούχων³⁴⁵. Η αύξηση των επενδυτικών δαπανών και του παραγωγικού δυναμικού, η ποιοτική αναβάθμιση καίριων οικονομικών κλάδων είναι ορισμένα μόνο από τα πλεονεκτήματα της αποδοτικής εκμετάλλευσης των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Για παράδειγμα, όπως συχνά υποστηρίζεται, οι επενδύσεις των συνταξιοδοτικών φορέων σε αναπτυξιακά έργα (έργα υποδομών, τουρισμού κλπ) συμβάλλουν στη δημιουργία περισσότερων θέσεων εργασίας, και στη συνακόλουθη αύξηση των ασφαλιστικών εισφορών που εισρέουν στο σύστημα κοινωνικής ασφάλισης³⁴⁶. Αντίστοιχα, οι κοινωνικά προσανατολισμένες επενδύσεις, όπως οι επενδύσεις στον τομέα των ιατρικών υπηρεσιών, συμβάλλουν πολλαπλώς στη βελτίωση του βιοτικού επιπέδου του ωφελούμενου πληθυσμού, μεταξύ των οποίων και οι συνταξιούχοι.

Πολύ συχνή είναι, επίσης, η κατεύθυνση των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων για την αγορά δημόσιου χρέους. Η εν λόγω πρακτική είναι ιδιαίτερα συνήθης στην πλειονότητα των κρατών και μπορεί να λάβει τη μορφή

³⁴⁴ Πρβλ Α. Al-Hassan, M. Papaioannou, M. Skancke, and Ch. Chih Sung, Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department, 2013

³⁴⁵ Πρβλ. Α.Στεργίου, Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, ό.α, σελ. 30, όπου συνδέοντας από διαφορετική σκοπιά τη βιωσιμότητα και τους κοινωνικούς στόχους ενός ασφαλιστικού συστήματος, ο συγγραφέας αναφέρει ότι «ένα βιώσιμο σύστημα που δεν επιτελεί κοινωνικούς στόχους, υποσκάπτει σοβαρά τα νομιμοποιητικά του θεμέλια. Η βιωσιμότητα δεν έχει νόημα παρά μόνο όταν δημιουργεί στους συνταξιούχους το αίσθημα ασφάλειας ότι δεν θα υποβαθμιστεί το επίπεδο διαβίωσής τους, λόγω γήρατος, αναπηρίας ή θανάτου(...)»

³⁴⁶ International Labour Organization, Governance of Social Security Systems: a Guide for Board Members in Africa, 2010, σελ. 98

απευθείας χρηματοδότησης, όπως γίνεται στην περίπτωση της αγοράς κρατικών ομολόγων³⁴⁷, ή της έμμεσης χρηματοδότησης κρατικών σκοπών, όταν οι σχετικές επενδύσεις διενεργούνται στην πραγματικότητα καθ' υποκατάσταση του κράτους, όπως στα παραπάνω παραδείγματα³⁴⁸.

1.3.3 Επενδυτικοί κανόνες

Το άνοιγμα των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων στις διεθνείς χρηματαγορές δεν έχει αφήσει ανεπηρέαστη την επενδυτική τους πολιτική, η οποία προσεγγίζει όλο και περισσότερο την επενδυτική πολιτική άλλων θεσμικών επενδυτών. Η απαγκίστρωση των δημόσιων φορέων από την εσωτερική αγορά και η εφεξής στενή σύνδεσή τους με την διεθνή οικονομία, φέρνει πράγματι τους δημόσιους φορείς συνταξιοδότησης πιο κοντά στους λοιπούς χρηματοπιστωτικούς φορείς, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν είναι ακόμα εμφανείς οι σαφείς κρατικές καταβολές του τρόπου επένδυσης των οικείων κεφαλαίων. Οι καταβολές αυτές εκδηλώνονται κυρίως μέσω των επενδυτικών περιορισμών, οι οποίοι μπορεί να είναι πιο περιοριστικοί ή πιο χαλαροί, ανάλογα με τη δυνατότητα αυτορρύθμισης των φορέων.

Με βάση τα παραπάνω, δεν προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι στον πρώτο πυλώνα οι ποσοτικοί περιορισμοί καταλαμβάνουν πολύ σημαντικότερη θέση σε σχέση με τα αντιστοίχως ισχύοντα για τους επαγγελματικούς φορείς συνταξιοδότησης³⁴⁹. Η βασικότερη διαφορά είναι, ωστόσο, ότι ενώ στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα, οι ποσοτικοί περιορισμοί εκφράζονται συνήθως ως έκφανση της αρχής της συνετής διαχείρισης, η επιβολή ποσοτικών περιορισμών στους δημόσιους φορείς αντανακλά κυρίως ζητήματα κρατικού προστατευτισμού. Κλασικό παράδειγμα τέτοιων περιορισμών είναι η μειωμένη δυνατότητα επενδυτικής διασποράς σε διεθνείς τίτλους και αγορές, η οποία προβλέπεται ακόμα και σήμερα σε αρκετές έννομες τάξεις. Η υποχρέωση τοποθέτησης σημαντικού ποσοστού των κεφαλαίων σε εγχώριους δημόσιους τίτλους (κρατικά ομόλογα), ή και υποχρεωτική διακράτηση των αποθεματικών στις εγχώριες τράπεζες είναι επίσης κοινές πρακτικές σε χώρες με έντονο κρατικό προστατευτισμό³⁵⁰. Κατά τα λοιπά, και για τους δημόσιους φορείς

³⁴⁷ Στην Ινδία, το δημόσιο συνταξιοδοτικό ταμείο των δημοσίων υπαλλήλων (Employees' Provident Fund Organization-EPFO) επενδύει παραδοσιακά σε κρατικά ομόλογα, ενώ το 2016 αποφασίστηκε η αύξηση του σχετικού ποσοστού από 50% σε 65%
<https://economictimes.indiatimes.com/wealth/invest/epfo-to-invest-more-in-government-bonds-amid-corporate-loan-defaults/articleshow/51460223.cms>

³⁴⁸ πρβλ, ISSA (2013), Guidelines Investment of Social Security Funds, 2013, σελ. 4

³⁴⁹ πρβλ Α. Iglesias and R. Palacios, Managing public pension reserves Part I: Evidence from the international experience, World Bank, 2000, σελ. 7

³⁵⁰ Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της χώρας μας, όπου με βάση το πλαίσιο διαχείρισης τον ν. 1611/1950, το οποίο ίσχυσε με μικρές τροποποιήσεις μέχρι και το 1994, τα αποθεματικά των φορέων κοινωνικής ασφάλισης κατατίθεντο υποχρεωτικά στην Τράπεζα της Ελλάδος με ειδικό επιτόκιο που όριζε η Νομισματική Επιτροπή

προβλέπονται αρκετοί από τους περιορισμούς που αναφέρθηκαν στο για τους επαγγελματικούς φορείς, όπως η απαγόρευση απόκτησης πλειοψηφικών συμμετοχών σε ιδιωτικές επιχειρήσεις, η υποχρέωση τοποθέτησης της πλειοψηφίας των περιουσιακών στοιχείων σε προϊόντα χαμηλού επενδυτικού ρίσκου κ.α³⁵¹.

Παράλληλα με τους ποσοτικούς περιορισμούς, τα τελευταία χρόνια φαίνεται να κερδίζουν έδαφος επενδυτικοί κανόνες ποιοτικής φύσης που βασίζονται στην αρχή της συνετής διαχείρισης. Στο πλαίσιο αυτό, το ενδιαφέρον εστιάζεται σε εργαλεία μείωσης του επενδυτικού κινδύνου, όπως αυτά που σημειώθηκαν στο δεύτερο πυλώνα, και ιδίως στην επαρκή διαφοροποίηση των επενδύσεων. Γενικώς, η παροχή ευελιξίας κατά την επιλογή των επενδυτικών μέσων, αποφέρει συνήθως ικανοποιητικά αποτελέσματα αφού επιτρέπει την επενδυτική διασπορά και την εκμετάλλευση ευνοϊκών συνθηκών σε διαφορετικές αγορές. Παρατηρείται, έτσι, μία αύξηση των εναλλακτικών επενδυτικών μέσων, ακόμα και υψηλότερου κινδύνου, όπως όπως οι μετοχές, τα αντισταθμιστικά κεφάλαια (hedge funds) και άλλων προϊόντων που μέχρι πριν λίγα χρόνια απουσίαζαν από τα χαρτοφυλάκια των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων. Η τάση αυτή είναι ακόμα πιο εμφανής σε δημόσιους συνταξιοδοτικούς φορείς κρατών που ακολουθούν φιλελεύθερη και διεθνοποιημένη οικονομική πολιτική, και οι οποίοι δείχνουν με τα μέχρι σήμερα δεδομένα, να επιτυγχάνουν ικανοποιητικές αποδόσεις προς όφελος του εθνικού συνταξιοδοτικού συστήματος.

1.3.4 Κίνδυνοι επενδύσεων

Οι κίνδυνοι των επενδύσεων των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων είναι παρόμοιοι με αυτούς που εξετάστηκαν στο πλαίσιο της διακυβέρνησης. Σε αντίθεση με τα επαγγελματικά συστήματα, όπου οι κίνδυνοι των επενδύσεων συναρτώνται με τους κινδύνους της ίδιας της αγοράς, οι κίνδυνοι των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων εντοπίζονται κυρίως στα συγκεκριμένα μέσα που επιλέγονται, τα οποία κατά κανόνα δεν αξιολογούνται υπό το πρίσμα της οικονομικής τους αποδοτικότητας. Εξάλλου, όσο πιο ουσιαστική είναι η πολιτική επιρροή κατά τη διαχείριση των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, τόσο πιο έντονο είναι το φαινόμενο των επενδύσεων σε μέσα που δεν ανταποκρίνονται στις συνθήκες της αγοράς³⁵². Αντίστοιχα, όσο πιο

³⁵¹ Στην Ιαπωνία προβλέπεται ανώτατο ποσοστό συμμετοχών του συνταξιοδοτικού φορέα (GPIF) σε μία επιχείρηση ύψους 5%. Παρόμοιοι περιορισμοί προβλέπονται νομοθετικά και για άλλους δημόσιους συνταξιοδοτικούς φορείς, βλ. J. Yermo, Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries, OECD Working Paper, 2008 No. 15, σελ. 19

³⁵² Ενδεικτικό είναι το παράδειγμα του δημόσιου συνταξιοδοτικού ταμείου του Καμερούν (CNPS), το οποίο μετά από ρητή εντολή της Κυβέρνησης υποχρεώθηκε στα μέσα της δεκαετίας του 1980 να δανειοδοτήσει τις επιχειρήσεις ζάχαρης και μπανάνας, με χαμηλότερο τόκο και από το επιτόκιο

περιοριστικές είναι οι ρυθμίσεις ως προς τον καθορισμό επενδυτικής πολιτικής, τόσο πιο δυσχερής καθίσταται η επίτευξη υψηλών αποδόσεων³⁵³.

Οι σχετικοί κίνδυνοι γίνονται ευχερέστερα κατανοητοί, αν ξεκινήσουμε από την παραδοχή ότι βασικός σκοπός των πόρων του ασφαλιστικού συστήματος είναι η καταβολή επαρκών συνταξιοδοτικών παροχών. Πράγματι, τα δημόσια συνταξιοδοτικά κεφάλαια δεν είναι ούτε αναπτυξιακά ούτε κοινωνικά κεφάλαια και η εκμετάλλευση των σχετικών ποσών πρέπει, επομένως, να στοχεύει πρωτίστως στην διασφάλιση των συμφερόντων των ασφαλισμένων και των συνταξιούχων, και να αποφεύγεται η έμμεση ανάλωση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων για άλλους σκοπούς από αυτούς που οφείλουν πρωτογενώς να εξυπηρετήσουν. Με άλλα λόγια, η χρησιμοποίηση των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων και για άλλους, πέραν των συνταξιοδοτικών, σκοπών, πρέπει να διενεργείται υπό την προϋπόθεση ότι δεν παραβλάπτεται ο ως άνω βασικός σκοπός της κοινωνικής ασφάλισης. Γίνεται, επομένως, εύκολα αντιληπτό, ότι ειδικά για τους φορείς του πρώτου πυλώνα, των οποίων ο δημόσιος χαρακτήρας προβάλλεται σε πολλές περιπτώσεις ως δικαιολογητικός λόγος για την εξυπηρέτηση υπέρτερων σκοπών δημοσίου συμφέροντος, πρέπει να καταβάλλεται ιδιαίτερη προσοχή ώστε να αποφεύγεται η έμμεση ανάλωση συνταξιοδοτικών κεφαλαίων για άλλους σκοπούς από αυτούς που οφείλουν πρωτογενώς να εξυπηρετήσουν³⁵⁴.

Η διοχέτευση συνταξιοδοτικών πόρων σε ευρύτερους δημόσιους σκοπούς δεν αντικατοπτρίζει υποχρεωτικά το χαμηλό όριο ανοχής κινδύνου των ασφαλισμένων και μπορεί να αποβεί σε σημαντικές απώλειες του προϋπολογισμού της κοινωνικής ασφάλισης, διαστρεβλώνοντας έτσι τον ίδιο

καταθέσεων. Η αφερεγγυότητα των συγκεκριμένων επιχειρήσεων, οι οποίες δεν κατάφεραν να αποπληρώσουν τα ως άνω ποσά είχε ως αποτέλεσμα μεγάλη ζημία του συνταξιοδοτικού ταμείου, σε βάρος των δικαιωμάτων των ασφαλισμένων, πρβλ. A. Iglesias and R. Palacios, Managing public pension reserves Part I: Evidence from the international experience, World Bank, 2000, σελ. 19

³⁵³ Την ίδια άποψη υποστηρίζει και ο Σ.Μούζουλας, Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, ό.α, σελ 172. Ειδικά οι περιορισμοί των επενδύσεων σε διεθνείς τίτλους, μπορεί επιπλέον να έχει ως αποτέλεσμα την κρατικοποίηση πολλών επιχειρήσεων, ιδίως σε κράτη με μικρές εγχώριες αγορές, αλλά και την υπερβολική συγκέντρωση κινδύνου για τον συνταξιοδοτικό φορέα, αφού είναι εκτεθειμένος στην οικονομική πορεία ενός και μόνο κράτους.

³⁵⁴ Για να γίνουν κατανοητά τα παραπάνω, αρκεί να εξεταστεί το παράδειγμα ενός συνταξιοδοτικού ταμείου το οποίο επιλέγει να χρηματοδοτήσει μία τοπική επιχείρηση προκειμένου να διατηρηθούν θέσεις εργασίας ή ακόμα και προς τον σκοπό στήριξης της εγχώριας οικονομίας. Στην περίπτωση που η εν λόγω χρηματοδότηση διενεργείται σε συνέχεια κατάλληλης αξιολόγησης βάσει της οποίας η λήπτρια επιχείρηση κρίνεται βιώσιμη και αξιόχρη, και ταυτόχρονα η χρηματοδότηση ανταποκρίνεται στις συνθήκες της αγοράς, τότε η συγκεκριμένη επένδυση είναι θεμιτή και δεν εκφεύγει των σκοπών του ταμείου. Στην περίπτωση, όμως, που η λήπτρια επιχείρηση, δεν κρίνεται αξιόχρη, και λόγω της μειωμένης πιστοληπτικής της ικανότητας δεν θα μπορούσε να αντλήσει κεφάλαια από άλλες πηγές, ή τουλάχιστον δεν θα τα αντλούσε υπό τους ίδιους (ευμενείς) όρους, δύσκολα θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι η συγκεκριμένη δραστηριότητα του ταμείου πληροί τα κριτήρια επωφελούς επένδυσης. Με τον τρόπο αυτό αυξάνεται σημαντικά ο κίνδυνος απώλειας κεφαλαίων που έχουν ως στόχο τη χρηματοδότηση συνταξιοδοτικών παροχών και βλάπτονται επομένως τα συμφέροντα των ασφαλισμένων και των δικαιούχων.

τον πυρήνα του θεσμού³⁵⁵. Η επενδυτική αυτή συμπεριφορά των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, η οποία συχνά συνοδεύεται από αδύναμα θεσμικά πλαίσια διαφάνειας και απόδοσης ευθυνών ενέχει επιπλέον τον κίνδυνο ότι τα οικονομικά αποτελέσματα δεν είναι άμεσα ορατά ούτε επαληθεύσιμα³⁵⁶. Έτσι, ακόμα και αν τέτοιες επενδύσεις μπορεί να έχουν μακροπρόθεσμα ευεργετικά αποτελέσματα σε άλλους τομείς της κοινωνίας, η αδυναμία διαπίστωσης της οικονομικής απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων δυσχεραίνει την αξιολόγηση των διοικούντων και καθιστά προβληματική έως αδύνατη την αναζήτηση ευθυνών στην περίπτωση απώλειας συνταξιοδοτικών πόρων.

Κατά το παρελθόν, έχουν παρατηρηθεί πλείστα φαινόμενα ανάλωσης συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε τομείς που επιθυμεί να στηρίξει η εκάστοτε κυβερνώσα παράταξη, ανεξάρτητα αν οι σχετικές επενδύσεις κρίνονται επωφελείς ελεγχόμενες αυστηρά υπό το πρίσμα της αγοράς³⁵⁷. Σε πολλές περιπτώσεις, μάλιστα, τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία υποχρεώθηκαν να προβούν σε συγκεκριμένες επενδύσεις σύμφωνα με τις πολιτικές προτεραιότητες της Κυβέρνησης, ακόμα και σε βάρος της πρωταρχικής τους αποστολής³⁵⁸. Για παράδειγμα, στην Κορέα και στην Ιαπωνία κεφάλαια των συνταξιοδοτικών ταμείων των δημοσίων υπαλλήλων κατευθύνθηκαν για τη χρηματοδότηση νοσοκομείων, για σχέδια στέγασης και υποδομών και για προνοιακούς σκοπούς³⁵⁹. Αντίστοιχα, στη Σουηδία, συνταξιοδοτικά κεφάλαια χρησιμοποιήθηκαν στο πλαίσιο της κυβερνητικής πολιτικής για στήριξη των αναγκών στέγασης, μέσω της αγοράς στεγαστικών ομολόγων. Η επενδυτική αυτή συμπεριφορά οδήγησε σε μη ικανοποιητικά αποτελέσματα, καθώς οι αποδόσεις των στεγαστικών ομολόγων ήταν σαφώς χαμηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων ή άλλων μέσων της χρηματαγοράς³⁶⁰.

Ανταποκρινόμενες στην ανάγκη καταπολέμησης του ως άνω φαινομένου, τα τελευταία χρόνια καταβάλλονται από πολλές χώρες προσπάθειες που τείνουν σε αυστηροποίηση των κανόνων που διέπουν τις επενδύσεις των

³⁵⁵ πρβλ Α. Iglesias, R. Palacios, Managing Public Pension Reserves: Evidence from the International Experience, Social Protection Discussion Paper Series No. 0003, World Bank, 2000.

³⁵⁶ Α. Iglesias and R. Palacios, ό.α, σελ. 4

³⁵⁷ OECD, Pension Funds for Government Workers in OECD Countries, σελ 5 όπου αναφέρεται ότι σε πολλές περιπτώσεις τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία υποχρεώθηκαν να προβούν σε συγκεκριμένες επενδύσεις σύμφωνα με τις πολιτικές προτεραιότητες της Κυβέρνησης. Τα δημόσια συνταξιοδοτικά ταμεία επένδυσαν σε στεγαστικούς τίτλους για την εξυπηρέτηση της γενικότερης κυβερνητικής πολιτικής και σε πολλές αφρικανικές χώρες, όπως η Γκάμπια, η Γκάνα, η Κένυα, ο Μαυρίκιος, η Νιγηρία κ.ά.

³⁵⁸ Κατά την οικονομική κρίση του 1997 στην ανατολική Ασία, η Κυβέρνηση της Μαλαισίας χρησιμοποίησε κεφάλαια δημόσιου συνταξιοδοτικού ταμείου προκειμένου να στηρίξει κυβερνητικά σχέδια, πρβλ. Α. Iglesias and R. Palacios, ό.α, σελ. 11, με σχετικές παραπομπές

³⁵⁹ Πρβλ OECD, Pension Funds for Government Workers in OECD Countries, σελ. 5

³⁶⁰ Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τον τρόπο που επετεύχθη η συγκεκριμένη κυβερνητική πολιτική στη Σουηδία βλ. , D. Vittas, Gr. Impavido, R/ O'Connor, Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds, World Bank, 2008, σελ 6.

συνταξιοδοτικών φορέων του πρώτου πυλώνα σε δημόσια μέσα, με τρόπο, όμως, που να μην διαταράσσεται σημαντικά το καθεστώς των δημόσιων επενδύσεων³⁶¹. Στο πλαίσιο αυτό, έχουν θεσπιστεί ρητές ρυθμίσεις, βάσει των οποίων απαγορεύονται οι επενδύσεις των δημόσιων συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε μέσα που εξυπηρετούν άλλους σκοπούς, πλην των συνταξιοδοτικών, αν αυτές δεν κρίνονται επωφελείς ορώμενες από την πλευρά των δικαιούχων συνταξιοδοτικών παροχών. Ενδεικτικό είναι το παράδειγμα του δημόσιου συνταξιοδοτικού καθεστώτος για τους δημόσιους υπαλλήλους στην Ολλανδία (Stichting Pensiofonds ABP), όπου προβλέπεται ότι το διοικητικό συμβούλιο του φορέα δεν μπορεί να προβαίνει σε επενδύσεις ή να εφαρμόζει επενδυτικούς περιορισμούς που έχουν αρνητική επίπτωση για τη βέλτιστη απόδοση του φορέα, ενώ ρητώς προβλέπεται ότι δεν επιτρέπονται επενδύσεις που εξυπηρετούν κοινωνικούς ή οικονομικούς σκοπούς αν αυτές δεν ανταποκρίνονται στους επενδυτικούς στόχους αποδόσεων που έχουν τεθεί από το διοικητικό συμβούλιο³⁶².

1.4 Συμπεράσματα

Το σημαίνον χαρακτηριστικό της διαχείρισης των κεφαλαίων του πρώτου πυλώνα ασφάλισης είναι αναντίρρητα ο ενισχυμένος ρόλος του κράτους. Αυτό αντανakλάται τόσο στη διοίκηση των φορέων του πρώτου πυλώνα, η οποία ακόμα αν δεν ταυτίζεται με κρατικό όργανο είναι πάντως άμεσα εξαρτώμενη από την κεντρική διοίκηση, όσο και στις επενδύσεις των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη τους γενικότερους εθνικούς σκοπούς. Η συμμετοχή των κοινωνικών εταίρων στη διοίκηση αλλά και οι κατά γενική ομολογία συντηρητικές επενδύσεις είναι επίσης χαρακτηριστικά άρρηκτα συνδεδεμένα με τα κεφάλαια του πρώτου πυλώνα.

Από την άλλη, χωρίς να αναιρείται ο κυρίαρχος ρόλος του κράτους, διαφορές αναφορικά με τη διαχείριση των κεφαλαίων του πρώτου πυλώνα παρατηρούνται μεταξύ των συστημάτων που λειτουργούν με το διανεμητικό σύστημα και αυτών στα οποία έχουν εισαχθεί κεφαλαιοποιητικά στοιχεία. Η στροφή των δημόσιων συνταξιοδοτικών συστημάτων προς τη μερική ή πλήρη κεφαλαιοποίηση, αλλά και η συνεχώς αυξανόμενη τάση για εξωτερική ανάθεση των επενδύσεων, επιδρά αναπόδραστα σε όλα τα ζητήματα που συνέχονται με τη διαχείριση των οικείων κεφαλαίων, και φέρνει τα δημόσια συνταξιοδοτικά συστήματα πιο κοντά στα συστήματα του δεύτερου και τρίτου πυλώνα. Έτσι,

³⁶¹ Στην Ιρλανδία, όπου η διαχείριση του δημόσιου συνταξιοδοτικού κεφαλαίου NPRF είχε ανατεθεί στην ίδια υπηρεσία που ήταν αρμόδια για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους (NTMA), απαγορεύονταν ρητώς οι επενδύσεις του συγκεκριμένου κεφαλαίου σε τίτλους του δημοσίου.

³⁶² Βλ. σχετική παραπομπή σε The World Bank, Public Pension Fund Management Governance, Accountability, and Investment Policies, Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, 2004, σελ. 13

τα τελευταία χρόνια παρατηρείται έμφαση στην επαγγελματική διαχείριση, με ανάδειξη ζητημάτων καταλληλότητας των διοικούντων, και αντίστοιχα η διαμόρφωση σύνθετων επενδυτικών πολιτικών, βασιζόμενες σε επενδυτικά μέσα με μακροχρόνιο ορίζοντα, επαρκή διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου και περισσότερο διεθνοποιημένο χαρακτήρα, κατ'αναλογία με όσα εκτέθηκαν για τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια.

Ενότητα 2. Ρυθμίσεις ήπιου δικαίου

2.1 Η διαχείριση των κεφαλαίων του δεύτερου πυλώνα

2.1.1 Ζητήματα διακυβέρνησης

Οι ρυθμίσεις σχετικά με τα όργανα και τα πρόσωπα που λαμβάνουν στρατηγικές αποφάσεις ή εμπλέκονται σημαντικά με τη διαχείριση επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων είναι πιο αναλυτικές στα κείμενα ήπιου δικαίου σε σχέση με όσα εκτέθηκαν στο πλαίσιο των τριών υπό εξέταση Οδηγιών. Σε αυτό συμβάλλουν αναντίρρητα τα πολυάριθμα κείμενα διεθνών οργανισμών για την αντιμετώπιση των κινδύνων που εντοπίζονται σε επίπεδο διακυβέρνησης των χρηματοπιστωτικών φορέων. Η πλειονότητα των εν λόγω κειμένων μεταχειρίζονται κατά όμοιο τρόπο τα επαγγελματικά και ιδιωτικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια, με μικρές διαφοροποιήσεις στα σημεία που χρήζουν διαφορετικής αντιμετώπισης.

Το διοικητικό όργανο και οι εξουσίες του καταλαμβάνουν κεντρική θέση και στις ρυθμίσεις ήπιου δικαίου. Η εξατομίκευση των υπόλογων προσώπων, τα οποία είναι αυτά που φέρουν την τελική ευθύνη της διοίκησης των επαγγελματικών ταμείων, τόσο ενώπιον των εποπτικών αρχών όσο και ενώπιον των ίδιων των μελών, και η διασφάλιση των απαιτήσεων καταλληλότητάς τους, τονίζεται συχνά στις σχετικές οδηγίες του ΟΟΣΑ³⁶³, οι οποίες εφαρμόζονται στα επαγγελματικά και ιδιωτικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, κεφάλαια και οντότητες που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2003/41 (ήδη Οδηγία 2016/2341). Στο πλαίσιο των οδηγιών αυτών, υπογραμμίζεται η ανάγκη πρόβλεψης ανεξάρτητου διοικητικού οργάνου, το οποίο πρέπει να είναι αρμόδιο για τη λήψη των στρατηγικών αποφάσεων και τελικώς υπεύθυνο για την ορθή λειτουργία και επίβλεψη του φορέα, ενώ επιπλέον, συστήνεται η ανάθεση των αρμοδιοτήτων που αφορούν αμιγώς διαχειριστικά θέματα σε άλλα υποδεέστερα όργανα, όπως διευθύνοντες σύμβουλοι, προϊστάμενοι των δομών του φορέα, επιτροπές, εξωτερικοί πάροχοι, έτσι ώστε το διοικητικό όργανο να επικεντρώνεται στις βασικές τους αρμοδιότητες, δηλαδή στη λήψη των στρατηγικών αποφάσεων και στις εργασίες επίβλεψης.

³⁶³ <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/34799965.pdf>

Όπως και στο πλαίσιο των ευρωπαϊκών Οδηγιών που εξετάστηκαν προηγουμένως, έτσι και δυνάμει των κατευθυντήριων οδηγιών του ΟΟΣΑ, το ενδιαφέρον εστιάζεται ιδιαίτερα στα εχέγγυα καταλληλότητας των μελών του διοικητικού οργάνου. Τονίζεται δε ότι ειδικά για τις λειτουργίες που απαιτούν εξειδικευμένες γνώσεις, όπως για παράδειγμα η επενδυτική πολιτική, συνιστάται η υποβοήθηση του διοικούντος οργάνου από επιτροπές στις οποίες ανατίθενται οι εν λόγω λειτουργίες. Οι απαιτήσεις καταλληλότητας και ήθους βρίσκονται στο επίκεντρο των βασικών ασφαλιστικών αρχών της IAIS («Insurance Core Principles» – ICPs), οι οποίες εφαρμόζονται σε όλες τις ασφαλιστικές και ανασφαλιστικές επιχειρήσεις³⁶⁴. Η IAIS συμπεριλαμβάνει στα πρόσωπα που πρέπει να ελέγχονται ως προς τα υπό κρίση προσόντα και τους βασικούς μετόχους των (αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, για την πλήρωση των απαιτήσεων καταλληλότητας, η IAIS συστήνει αυξημένο επίπεδο επαγγελματικών προσόντων και γνώσεων στον τομέα των χρηματαγορών και των ασφαλίσεων, προσθέτοντας την ικανότητα των προσώπων να δεσμεύονται προκειμένου να φέρουν εις πέρας το ρόλο τους (commitment to perform the role). Στο πλαίσιο της καταλληλότητας αξιολογείται και το ήθος (integrity), η οποία εκδηλώνεται μέσω του χαρακτήρα, της επαγγελματικής συμπεριφοράς και άλλων προσωπικών χαρακτηριστικών, ενώ τέλος σημαντική είναι διαρκής επιμόρφωση των επιτετραμμένων στη διοίκηση³⁶⁵.

Στο σημείο αυτό, αξίζει να σημειωθεί ότι η έλλειψη της κρατικής εγγύησης που συνήθως χαρακτηρίζει τους φορείς του πρώτου πυλώνα, επισύρει, σύμφωνα με τους διεθνείς οργανισμούς που έχουν επιληφθεί των ζητημάτων διαχείρισης της περιουσίας των επαγγελματικών ταμείων, αυστηρότερες ρυθμίσεις διακυβέρνησης, αφού ενδεχόμενη κακοδιαχείριση μπορεί να έχει ανυπολόγιστες επιπτώσεις για τους ασφαλισμένους και δικαιούχους παροχών³⁶⁶. Για τον λόγο αυτό, άλλωστε, σε επίπεδο ήπιου δικαίου σημειώνεται ότι η ανάγκη διασφάλισης των απαιτήσεων καταλληλότητας παρουσιάζεται ακόμα μεγαλύτερη στα συνταξιοδοτικά ταμεία που διαχειρίζονται προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών, όπου οι ασφαλισμένοι φέρουν άμεσα τον επενδυτικό κίνδυνο, παράγοντας που δεν φαίνεται να τυγχάνει διαφορετικής αντιμετώπισης στο πλαίσιο των υπό εξέταση οδηγιών ΕΕ³⁶⁷.

³⁶⁴ IAIS, Insurance Core Principles, 2018, διαθέσιμες στον ιστότοπο της αρχής <https://www.iaisweb.org/page/supervisory-material/insurance-core-principles-and-comframe//file/87203/all-icps-adopted-in-november-2018>

³⁶⁵ Σύμφωνα με τις σχετικές συστάσεις, οι εποπτικές αρχές οφείλουν να αξιολογούν τα ανωτέρω πρόσωπα προτού χορηγηθεί η άδεια λειτουργίας της εποπτευόμενης επιχείρησης, ενώ για την αξιολόγηση δεν πρέπει να βασίζονται μόνο στα στοιχεία που τους κοινοποιεί η συγκεκριμένη επιχείρηση, αλλά να αναζητούν πρόσθετες πληροφορίες από κατάλληλες πηγές.

³⁶⁶ OECD, Guidelines for Pension Fund Governance, σελ. 7

³⁶⁷ J. Ashcroft, F. Stewart, Managing and Supervising Risks in Defined Contribution Pension Systems, IOPS, Working Paper No. 12, 2010

2.1.2 Οι επενδύσεις

Και οι επενδύσεις των συνταξιοδοτικών φορέων τυγχάνουν ιδιαίτερα αναλυτικών ρυθμίσεων σε επίπεδο ήπιου δικαίου. Οι συστάσεις προς φορείς που διαχειρίζονται επαγγελματικά συνταξιοδοτικά κεφάλαια λαμβάνουν υπόψη τους εξειδικευμένους παράγοντες σε σχέση με τα χαρακτηριστικά των ασφαλισμένων και των προγραμμάτων, διάκριση που δεν αποτυπώνεται στο ενωσιακό θεσμικό πλαίσιο. Οι διεθνείς οργανισμοί, συγκεντρώνοντας συγκριτικά στοιχεία από περισσότερα κράτη, προβαίνουν σε αναλύσεις των κείμενων εθνικών ρυθμίσεων και αναδεικνύουν καλές πρακτικές, οι οποίες έχουν συνοδευτεί με αντίστοιχα καλά αποτελέσματα στον τομέα των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών.

Ως γενική παρατήρηση, θα μπορούσε να λεχθεί ότι οι διεθνείς οργανισμοί εστιάζουν περισσότερο σε ποιοτικές απαιτήσεις, συνιστώντας την αποφυγή ποσοτικών περιορισμών, εκτός αν αυτοί κρίνονται απαραίτητοι στο πλαίσιο της συνετής διαχείρισης. Η αρχή του «συνετού επενδυτή» καταλαμβάνει, έτσι, εξέχουσα θέση και μεταξύ των διατάξεων ήπιου δικαίου. Προς αποφυγή περιπτώσεων επαναλήψεων, ως προς την αρχή της συνετής διαχείρισης θα εκτεθούν μόνο τα ζητήματα που δεν έχουν ήδη εξεταστεί, ενώ ενδελεχέστερη αναφορά θα γίνει στους λοιπούς επενδυτικούς παράγοντες.

Σύμφωνα με τις οδηγίες του ΟΟΣΑ για τη διαχείριση των επενδύσεων των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών φορέων³⁶⁸, οι οποίες απευθύνονται τόσο στους ίδιους τους φορείς όσο και στους διαχειριστές επενδύσεων, στον ορισμό του συνετού επενδυτή περιλαμβάνεται ο εξειδικευμένος επαγγελματίας, που έχει γνώσεις της αγοράς³⁶⁹. Η σκέψη αυτή παραπέμπει στις απαιτήσεις καταλληλότητας, ωστόσο διενεργείται εν προκειμένω με διαφορετικό σκοπό, προκειμένου να τονιστεί η σύνδεση των συνετών επενδύσεων με τις ικανότητες των προσώπων που τις διαχειρίζονται. Ενδιαφέρον είναι επίσης, ότι ο ΟΟΣΑ, συστήνει τη συμπερίληψη της υποχρέωσης πίστης στην έννοια του συνετού επενδυτή, δηλαδή την υποχρέωση λήψης των επενδυτικών αποφάσεων με γνώμονα πρωτίστως το συμφέρον των μελών του συνταξιοδοτικού προγράμματος, στοιχείο που επιρρωνύει όσα υποστηρίχθηκαν στο πλαίσιο ανάπτυξης των ποιοτικών απαιτήσεων των τριών Οδηγιών IORP II, Solvency II και MIFID II³⁷⁰.

Η υιοθέτηση της αρχής του συνετού επενδυτή αποτυπώνεται και στις ασφαλιστικές αρχές της IAIS («Insurance Core Principles» – ICPs). Σε γενικές γραμμές στις ως άνω αρχές επαναλαμβάνονται τα προβλεπόμενα στη Solvency, με ορισμένες επιπρόσθετες πληροφορίες, όπως ότι η επένδυση των περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να γίνεται σύμφωνα με τη φύση και τη διάρκεια των ασφαλιστικών και αντασφαλιστικών υποχρεώσεων, με ιδιαίτερη

³⁶⁸ OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management

³⁶⁹ Annex II, 2.2

³⁷⁰ Annex II, 2.3

προσοχή στις σύνθετες επενδύσεις, όπως τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα ή αυτά που δεν διατίθενται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένες χρηματοπιστωτικές αγορές. Αξίζει να σημειωθεί ότι τα παράγωγα και σύνθετα επενδυτικά μέσα αντιμετωπίζονται γενικώς με επιφύλαξη στο πλαίσιο των επενδύσεων των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, λόγω της εγγενούς επικινδυνότητάς τους, ωστόσο δεν αποκλείονται τελείως, καθώς μπορεί να αντισταθμίσουν άλλους κινδύνους του χαρτοφυλακίου ή ακόμα και να συμβάλλουν στην αποτελεσματική του διαχείριση, εφόσον οι σχετικές συναλλαγές γίνονται με σύνεση και αιτιολογούνται.

Πιο σημαντικές είναι όμως οι εξειδικευμένες συστάσεις που εκδίδουν οι διεθνείς οργανισμοί, ανάλογα με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων και των ασφαλισμένων. Στο πλαίσιο αυτό, ο ΟΟΣΑ υπογραμμίζει την ανάγκη διαφορετικής επενδυτικής προσέγγισης στα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών και στα προγράμματα προκαθορισμένων παροχών³⁷¹. Όπως έχει ήδη σημειωθεί, οι επενδυτικοί κίνδυνοι και οι κίνδυνοι μακροβιότητας διαφοροποιούνται μεταξύ των προγραμμάτων προκαθορισμένων παροχών και των προγραμμάτων προκαθορισμένων εισφορών, αφού στην πρώτη περίπτωση αυτοί βαρύνουν τα ίδια τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ενώ στη δεύτερη περίπτωση μέρος των κινδύνων επωμίζονται ή φέρουν εξ ολοκλήρου και οι επενδυτές-ασφαλισμένοι. Συνακόλουθα, ο κίνδυνος δυσχερούς κάλυψης των εγγυημένων αποδόσεων υφίσταται μόνο σε προγράμματα προκαθορισμένων παροχών, ή στα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών τα οποία παρέχουν ένα ελάχιστο ποσοστό εγγυήσεων, γεγονός που συνεπάγεται ότι η ανάγκη αντιστοίχισης περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων είναι μεγαλύτερος στα προγράμματα αυτά σε σχέση με τα προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών. Για τον λόγο αυτό, ο ΟΟΣΑ διαλαμβάνει ως αναγκαία την υιοθέτηση πρακτικών διαχείρισης περιουσίας που στηρίζονται σε εξειδικευμένα μοντέλα αντιστοίχισης (Asset Liability Management) για τα προγράμματα προκαθορισμένων παροχών, η οποία συνεπάγεται υποχρεωτικά και αντίστοιχες επιλογές επενδυτικών μέσων.

Ακόμα πιο σύνθετος φαίνεται να είναι ο σχεδιασμός των επενδυτικών πολιτικών που αφορούν σε προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών. Σύμφωνα με τα στοιχεία του ΟΟΣΑ, τα συνταξιοδοτικά ταμεία με υποχρεωτικά προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών απώλεσαν κατά τη διάρκεια της κρίσης ποσοστά ίσα με 20-25% των κεφαλαίων τους, με όλες τις δυσμενείς συνέπειες που αυτό συνεπάγεται για τα δικαιώματα των ασφαλισμένων, και ιδίως αυτών που ήταν κοντά στην ηλικία συνταξιοδότησης³⁷². Για τον λόγο αυτό στις σχετικές οδηγίες παρατίθενται μία σειρά από ειδικότερους επενδυτικούς

³⁷¹ D. Franzen, Managing Investment Risk in Defined Benefit Pension Funds, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 38, OECD Publishing, 2010

³⁷² P. Antolín and F. Stewart, Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 36, OECD publishing, 2009

παράγοντες, οι οποίοι μπορούν εν δυνάμει να μειώσουν τον κίνδυνο απωλειών σε προγράμματα προκαθορισμένων εισφορών, αναγνωρίζοντας, όμως, την δυσκολία του εγχειρήματος³⁷³. Αρχικά, κατά τη χάραξη της επενδυτικής πολιτικής προεπιλεγμένων προγραμμάτων προκαθορισμένων εισφορών (default option) πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το ποσοστό αναπλήρωσης του εισοδήματος που αντιστοιχεί σε κάθε ένα από αυτά. Έτσι, σε κράτη όπου οι συνταξιούχοι εξαρτώνται σε μεγάλο ποσοστό από τα συγκεκριμένα συνταξιοδοτικά προγράμματα, η ακολουθούμενη επενδυτική πολιτική πρέπει να στηρίζεται σε πιο συντηρητικές προσεγγίσεις σε σχέση με χώρες όπου αυτά περιορίζονται περισσότερο σε συμπλήρωση των βασικών συνταξιοδοτικών παροχών. Απαραίτητη κρίνεται, επίσης, η προσαρμογή των επενδύσεων ανάλογα με την ηλικία των ασφαλισμένων (life cycle investments), χωρίς, όμως, αυτό να αποβαίνει σε υπέρμετρα συντηρητικές επενδύσεις για τους μεγαλύτερους σε ηλικία ασφαλισμένους, που θα έχει ως αποτέλεσμα την πλήρη αποστέρηση της δυνατότητας να επωφεληθούν από ένα πιο ισορροπημένο χαρτοφυλάκιο. Σημαντικά εργαλεία μπορεί να είναι επίσης η θέσπιση απαιτήσεων για επίτευξη ελάχιστων επιτοκίων ή ακόμα και η χρήση μεθόδων μέτρησης του επενδυτικού κινδύνου (Value at risk ή VaR).

2.2 Η διαχείριση των κεφαλαίων του πρώτου πυλώνα

Αναγνωρίζοντας τους ιδιαίτερους κινδύνους που διέπουν τη διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων ασφαλιστικών φορέων, πολλοί διεθνείς οργανισμοί έχουν εκδώσει συστάσεις για τη βέλτιστη αξιοποίηση των πόρων του ασφαλιστικού συστήματος. Η αλληλεξάρτηση διακυβέρνησης και επενδύσεων για την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων είναι ακόμα πιο έντονη στους φορείς του πρώτου πυλώνα, όπου οι κίνδυνοι των επενδύσεων ταυτίζονται στην πραγματικότητα με αυτούς της διακυβέρνησης. Από τους πρώτους οργανισμούς που επιχείρησε να συστηματοποιήσει τη σχέση μεταξύ της διακυβέρνησης και των επενδυτικών πλαισίων που διέπουν τους δημόσιους ασφαλιστικούς φορείς με την οικονομική τους απόδοση είναι η Παγκόσμια Τράπεζα³⁷⁴. Πλέον, η ανάγκη εκσυγχρονισμού των συστημάτων διακυβέρνησης των δημόσιων ασφαλιστικών φορέων τονίζεται σε περισσότερα κείμενα αρχών διεθνών οργανισμών εξειδικευμένων σε ζητήματα κοινωνικής ασφάλισης.

Η Διεθνής Ένωση Κοινωνικής Ασφάλισης (ISSA), έχει εκδώσει συστάσεις ειδικά για την βελτίωση των πρακτικών διακυβέρνησης, στις οποίες

³⁷³ P. Antolín et al., Investment Regulations and Defined Contribution Pensions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 37, OECD publishing, 2009

³⁷⁴ Βλ. ενδεικτικά O. Mitchell, Public Sector Pension Governance and Performance: Lessons for Developing Countries, World Bank, Policy Research Department, 1993

αντανακλώνται οι ιδιαίτερες ανάγκες των δημόσιων φορέων³⁷⁵. Στις οδηγίες της ISSA για την διακυβέρνηση των ασφαλιστικών φορέων περιλαμβάνονται και συστάσεις που αφορούν ειδικά τον τρόπο διαχείρισης των περιουσιακών στοιχείων από τους διοικούντες. Οι συστάσεις αυτές εξειδικεύονται περαιτέρω στις οδηγίες για τις επενδύσεις των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, στις οποίες λαμβάνονται υπόψη τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των κεφαλαίων που διαχειρίζονται οι εν λόγω φορείς, και ιδίως όσων συναρτώνται με την πολιτική επιρροή και τη χρησιμοποίηση αυτών για αλλότριους σκοπούς ³⁷⁶.

Σύμφωνα με τη ISSA, παρά την ποικιλομορφία των πρακτικών διακυβέρνησης στα διάφορα κράτη μέλη, ο κοινός σκοπός κάθε συστήματος, δηλαδή η επίτευξη της αποστολής του διοικούμενου ασφαλιστικού φορέα και η διασφάλιση αντιστοίχισης του παραγόμενου αποτελέσματος με τις εξελισσόμενες ανάγκες της κοινωνίας και των ατόμων, δικαιολογεί την ενιαία αντιμετώπισή τους σε επίπεδο γενικών αρχών. Υπό το πρίσμα αυτό, η ISSA εντοπίζει τις ανάγκες της διακυβέρνησης των δημόσιων ασφαλιστικών φορέων σε ζητήματα σχετικά με την υποχρέωση λογοδοσίας, τη διαφάνεια, την προβλεψιμότητα, τη συμμετοχή των άμεσα ενδιαφερομένων, καθώς και τη δυναμικότητα. Κάθε μία από αυτές τις απαιτήσεις στοχεύει στην αντιμετώπιση ενός ή περισσότερων από τους κινδύνους από αυτούς που αναφέρθηκαν παραπάνω.

Όσον αφορά στα πρόσωπα που λαμβάνουν τις στρατηγικές αποφάσεις, μεταξύ των συστάσεων της ISSA σημαίνουσα θέση καταλαμβάνει η ενίσχυση των απαιτήσεων λογοδοσίας, η οποία είναι άμεσα συναρτώμενη με την διαχειριστική ιδιότητα, και στοχεύει στην ανάδειξη της νομικής ευθύνης που υπέχουν οι διαχειριστές των ασφαλιστικών φορέων. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται επίσης στην ενίσχυση της συμμετοχής των άμεσα ενδιαφερομένων κατά τη λήψη αποφάσεων, καθότι, σύμφωνα με τις σχετικές οδηγίες, οι κοινωνικοί εταίροι, οι ασφαλισμένοι και οι δικαιούχοι παροχών πρέπει να έχουν ενεργό ρόλο στις σχετικές διαδικασίες.

Ειδικά για τους ασφαλιστικούς φορείς, οι οποίοι έχουν αρμοδιότητες διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων, τονίζεται η ανάγκη διασφάλισης της απαραίτητης τεχνογνωσίας, ώστε οι επενδύσεις των εν λόγω στοιχείων να ανταποκρίνονται στις εκάστοτε υποχρεώσεις των υπό διαχείριση συνταξιοδοτικών προγραμμάτων³⁷⁷. Συναφώς, για τους φορείς που διαχειρίζονται σημαντικό όγκο κεφαλαίων, προκρίνεται η ενίσχυση των απαιτήσεων συνετής διαχείρισης, η οποία εκδηλώνεται μέσω των επιμέρους στοχεύσεων για επίτευξη αποδόσεων, ασφάλειας, ρευστότητας και διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου (profitability, safety, liquidity, diversification). Αντίστοιχα, για τις περιπτώσεις εξωτερικής ανάθεσης της διαχείρισης,

³⁷⁵ ISSA, Guidelines on Good Governance, 2013

³⁷⁶ ISSA, Guidelines on Investment of Social Security Funds, 2019

³⁷⁷ ISSA, Guidelines on Good Governance, ό.α, Guideline 31.

συστήνεται στους διοικούντες να επιλέγουν προσεκτικά τους εξωτερικούς παρόχους και να διασφαλίζουν την εκ μέρους των τελευταίων συνεχή εκπλήρωση των υποχρεώσεών τους σύμφωνα με τους σκοπούς του ασφαλιστικού φορέα.

Αξιοσημείωτο είναι ότι στις ανωτέρω οδηγίες τονίζεται η αναγκαιότητα σχεδιασμού αποτελεσματικών επενδυτικών πολιτικών, με βάση την κινδυνοκεντρική προσέγγιση που υιοθετείται και στο πλαίσιο του δεύτερου πυλώνα. Τούτο, όμως, σε συνάρτηση με τους ειδικούς κινδύνους των δημόσιων φορέων, των οποίων η βιωσιμότητα συναρτάται άμεσα από τις δυνατότητες του χρηματοδότη-κράτους και άρα και από την πορεία της εθνικής οικονομίας. Στο πλαίσιο αυτό, προτείνεται και η χρησιμοποίηση εργαλείων, όπως το μοντέλο αντιστοίχισης περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων (asset liability modelling), και μηχανισμών μείωσης του επενδυτικού κινδύνου, ιδίως δε της επαρκούς διασποράς του επενδυτικού χαρτοφυλακίου.

Και ο ΟΟΣΑ, σε σχετική μελέτη για τη διακυβέρνηση και τις επενδύσεις των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, διαλαμβάνει ρητή μνεία των συστάσεων του ISSA, αλλά και των αντίστοιχων συστάσεων για τους ιδιωτικούς συνταξιοδοτικούς φορείς, μεταξύ των οποίων εντοπίζει πολλά κοινά στοιχεία³⁷⁸. Με αυτό το δεδομένο, τονίζεται η ανάγκη ενίσχυσης των απαιτήσεων καταλληλότητας των διοικούντων, καθώς και η επικούρησή τους από επιτροπές με εξειδίκευση στον τομέα των επενδύσεων. Η πολιτική επιρροή κατά τον διορισμό των διοικούντων και κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων σημειώνεται ως διακριτός κίνδυνος, ο οποίος επιτάσσει την επιβολή ακόμα πιο αυστηρών απαιτήσεων ανεξαρτησίας, και ταυτόχρονα την ενίσχυση των υποχρεώσεων λογοδοσίας έναντι των πολιτών.

2.3 Συμπεράσματα

Κατά γενική ομολογία, τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια αντιμετωπίζονται με όμοιο τρόπο σε επίπεδο διεθνούς ήπιου δικαίου, ανεξαρτήτως του δημόσιου ή ιδιωτικού χαρακτήρα τους. Στο πλαίσιο αυτό παρατηρείται μία αυξητική τάση εκπόνησης ρυθμίσεων ήπιου δικαίου και για τα κεφάλαια του πρώτου πυλώνα, η οποία εξηγείται από την αντίστοιχη αύξηση των κεφαλαίων που βρίσκονται υπό τη διαχείριση δημόσιων φορέων συνταξιοδότησης.

Οι σχετικές ρυθμίσεις είναι σαφώς εμπνευσμένες από αντίστοιχες ρυθμίσεις για την εν γένει διαχείριση κεφαλαίων στις διεθνείς χρηματαγορές, περιέχουν, όμως, και εξειδικευμένες συστάσεις που ανταποκρίνονται στις ιδιαιτερότητες των συνταξιοδοτικών κεφαλαίων, κυρίως υπό το πρίσμα των σκοπών που

³⁷⁸ J. Yermo, Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries, OECD, 2008

καλούνται να εξυπηρετήσουν. Έτσι, στο πλαίσιο του διεθνούς ήπιου δικαίου περιέχονται πιο εκτεταμένες ρυθμίσεις σε σχέση με τα προσόντα και τις απαιτήσεις των διοικούντων, αλλά και πιο ενδεδειγμένες ρυθμίσεις σε σχέση με τις επενδύσεις των οικείων κεφαλαίων. Ειδικά ως προς τις τελευταίες, λαμβάνεται υπόψη το είδος των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, σε προκαθορισμένων εισφορών και προκαθορισμένων παροχών, αλλά και άλλων στοιχείων, όπως οι ηλικίες και οι ειδικότερες ανάγκες των ασφαλισμένων, ανάλογα με το γενικότερο συνταξιοδοτικό σύστημα κάθε χώρας, ώστε να καθίσταται δυνατή η ανάπτυξη πιο στοχευμένων εργαλείων.

Τελικά συμπεράσματα

Αρχικά, όσον αφορά τα προβλεπόμενα ως προς τα υπό εξέταση ζητήματα της διαχείρισης της περιουσίας στην IORP II, τη Solvency II και τη MiFID II, από την συγκριτική επισκόπηση των τριών οδηγιών προκύπτουν τα ακόλουθα:

1. Καμία από τις τρεις Οδηγίες δεν διαλαμβάνει, παρά κατά τρόπο γενικό, ρυθμίσεις σχετικά με τη σύνθεση και τις αρμοδιότητες των διοικητικών οργάνων, οι οποίες αποτελούν ζήτημα εσωτερικής λειτουργίας των καταλαμβανόμενων φορέων. Ωστόσο στο πλαίσιο και των τριών Οδηγιών, και των σχετικών κατευθυντήριων οδηγιών, προβλέπεται η λήψη των κρίσιμων αποφάσεων από τουλάχιστον δύο πρόσωπα, ώστε να διασφαλίζεται ένα ελάχιστο επίπεδο αντικειμενικότητας και ελέγχου. Αξιοσημείωτη είναι η ειδική αναφορά της IORP στο ρόλο των κοινωνικών εταίρων, η οποία ευλόγως απουσιάζει από τις λοιπές Οδηγίες, υποδηλώνοντας την ιδιαιτερότητα των επαγγελματικών ταμείων σε επίπεδο διοίκησης.
2. Παρόμοιες είναι και οι απαιτήσεις καταλληλότητας των τριών Οδηγιών, στις οποίες υπόκεινται όλα τα πρόσωπα που λαμβάνουν τις στρατηγικές αποφάσεις, ή ανατίθενται αποφασιστικές αρμοδιότητες. Η πρόβλεψη παρόμοιων απαιτήσεων διακυβέρνησης ως προς τα πρόσωπα που διοικούν χρηματοπιστωτικούς φορείς απορρέει από το λογικό επιχείρημα ότι ένα πρόσωπο δεν θα μπορούσε να θεωρείται κατάλληλο να διοικήσει έναν χρηματοπιστωτικό φορέα αλλά ακατάλληλο να διοικήσει έναν άλλο³⁷⁹. Με βάση τις σχετικές προβλέψεις απαιτούνται, έτσι, υψηλά εχέγγυα ήθους και καταλληλότητας των ιθυνόντων, αυτές είναι, ωστόσο, διατυπωμένες με αρκετά ευρύ τρόπο, παραχωρώντας σημαντικό επίπεδο αυτονομίας στους ρυθμιζόμενους φορείς. Στο σημείο αυτό, πρέπει, βέβαια, να τονιστεί και πάλι, η εφαρμογή των απαιτήσεων καταλληλότητας στα επαγγελματικά ταμεία, και ιδίως όσων συναρτώνται με επαγγελματικές γνώσεις, χρήζει προσαρμοσμένης στις ανάγκες των φορέων αυτών ερμηνείας, ώστε να μην οδηγεί σε *de facto* αποκλεισμό των κοινωνικών εταίρων από τη διοίκηση.
3. Όσον αφορά στις επενδύσεις, δεν θα ήταν υπερβολή να λεχθεί ότι οι απαιτήσεις ποιοτικής φύσης πρωτοστατούν και στις τρεις οδηγίες, οι οποίες ούτως ή άλλως έχουν υιοθετήσει μία περισσότερο κινδυνοκεντρική προσέγγιση ως προς το σύνολο της επενδυτικής τους λειτουργίας. Η αρχή της συνετής διαχείρισης καταλαμβάνει περίοπτη

³⁷⁹ V. Colaert, D. Busch, *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, σελ. 161 επ., όπου παρατίθενται και πίνακες με τα σχετικώς προβλεπόμενα στα βασικά κανονιστικά κείμενα της ΕΕ για τους χρηματοπιστωτικούς φορείς

θέση στην IORP II και στη Solvency II, ενώ οι ίδιοι στόχοι φαίνονται να καλύπτονται μέσω της αναφοράς στην υποχρέωση των ρυθμιζόμενων φορέων να δρουν προς το συμφέρον των πελατών στο πλαίσιο της MiFID II. Ως έκφανση της αρχής της συνετής διαχείρισης, στην IORP II, προβλέπεται η συνεκτίμηση παραγόντων σχετικά με την κοινωνία, το περιβάλλον και τη διακυβέρνηση, η οποία δεν προβλέπεται ρητά ούτε στη Solvency II ούτε στη MiFID II. Η συνεκτίμηση τέτοιων παραγόντων κατά τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων εντάσσεται στο γενικότερη στροφή προς βιώσιμες επενδύσεις, η οποία παρατηρείται σε όλους τους κλάδους της οικονομίας και όχι αποκλειστικά στον συνταξιοδοτικό. Όπως εκτέθηκε παραπάνω, η προώθηση πολιτικών βιώσιμων επενδύσεων καταλαμβάνει ήδη σπουδαία θέση στα σχέδια δράσης της ΕΕ. Καθίσταται, έτσι, εμφανές ότι η μη συμπερίληψη παραγόντων ESG στη Solvency II και στη MiFID II οφείλεται σαφώς στη χρονική συγκυρία θέσπισης των εν λόγω Οδηγιών, και δεν συνεπάγεται διακριτό τρόπο μεταχείρισης των υπό κρίση παραγόντων.

4. Ποσοτικές απαιτήσεις προβλέπονται μόνο στην IORP II. Το στοιχείο αυτό διαφοροποιεί αναντίρρητα την τελευταία Οδηγία από την Solvency II και MiFID II και συνεπάγεται την τήρηση συγκεκριμένων ορίων για τις επενδύσεις που αντιστοιχίζονται με επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα. Για τον λόγο αυτό, τα προβλεπόμενα όρια πρέπει να τηρούνται και στην περίπτωση εξωτερικής ανάθεσης της διαχείρισης των σχετικών κεφαλαίων από φορείς επαγγελματικής ασφάλισης σε φορείς που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής άλλων κανονιστικών πλαισίων, όπως εν προκειμένω η Solvency II και η MiFID II, όχι όμως και στην περίπτωση που οι τελευταίοι φορείς διαχειρίζονται άμεσα τέτοια προγράμματα, σύμφωνα με όσα προαναφέρθηκαν. Με δεδομένο, ωστόσο, ότι τα ποσοτικά όρια της IORP II παρουσιάζονται ως έκφραση της αρχής της συνετής διαχείρισης, συνιστάμενα σε ανώτατα μόνο πλαφόν, πάνω από τα οποία τεκμαίρεται βάσιμα η αύξηση του επενδυτικού κινδύνου, εύλογα συμπεραίνεται ότι αυτά αντανakλούν περισσότερο το χαμηλό προφίλ κινδύνου των ασφαλισμένων και δικαιούχων συνταξιοδοτικών παροχών και τη συνακόλουθη βούληση αυξημένου επιπέδου ασφάλειας, και συνεπώς θα πρέπει να συνεκτιμώνται σε όλες τις περιπτώσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίων που παρουσιάζουν αντίστοιχα χαρακτηριστικά με τα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προγράμματα, ακόμα και αν αυτά προσφέρονται από άλλους φορείς.
5. Με βάση τα παραπάνω, θα μπορούσε να υποστηριχθεί βάσιμα ότι τα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των φορέων που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής των τριών υπό εξέταση οδηγιών αντιμετωπίζονται κατ'αρχήν με όμοιο τρόπο. Η ξεχωριστή μνεία της συμμετοχής των

κοινωνικών εταίρων στη διοίκηση των επαγγελματικών ταμείων στην IORP II, αποτελεί ίσως τη μοναδική αξιοσημείωτη διαφορά μεταξύ των τριών Οδηγιών, η οποία, όμως, αμβλύνεται, αν ληφθεί υπόψη ότι και οι εκπρόσωποι αυτοί υπόκεινται στις ίδιες απαιτήσεις καταλληλότητας και οφείλουν να ακολουθούν τους ίδιους επενδυτικούς κανόνες. Οι λοιπές, ήσσονος σημασίας διαφοροποιήσεις, οφείλονται κυρίως στους διαφορετικούς σκοπούς που εξυπηρετεί κάθε μία Οδηγία, και δεν επιφέρουν ουσιαστικές διαφοροποιήσεις κατά τη διαχείριση των κεφαλαίων από τους ρυθμιζόμενους φορείς, είτε αυτά είναι επαγγελματικά συνταξιοδοτικά, είτε ασφαλιστικά και επενδυτικά. Έτσι, παρά το γεγονός ότι ο δεύτερος πυλώνας ρυθμίζεται κυρίως από την IORP, τυχόν εφαρμογή άλλης οδηγίας, σύμφωνα με τα ανωτέρω εκτεθέντα, δεν μεταβάλλει στην πραγματικότητα τις προβλεπόμενες απαιτήσεις κατά τη διαχείριση επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Το συμπέρασμα αυτό ενισχύεται και από τις ρυθμίσεις των κειμένων ήπιου δικαίου, οι οποίες είναι πιο εξειδικευμένες και εστιάζουν στις ειδικότερες ανάγκες διαχείρισης κεφαλαίων που εξυπηρετούν συνταξιοδοτικούς σκοπούς, χωρίς να αντιμετωπίζουν τους φορείς και τις δραστηριότητες αποκλειστικά υπό το πρίσμα του δεύτερου πυλώνα. Αντιθέτως, τα κείμενα αυτά επικεντρώνονται στη φύση των κεφαλαίων ως συνταξιοδοτικών, με αποτέλεσμα να είναι νοητή η εφαρμογή τους σε όλους τους πυλώνες ασφάλισης.

Όσον αφορά τα ισχύοντα για τη διαχείριση της περιουσίας των φορέων του δεύτερου πυλώνα σε σχέση με αντιστοίχως προβλεπόμενα για τους φορείς του πρώτου πυλώνα, η διεξαγωγή γενικότερων συμπερασμάτων είναι σαφώς πιο δυσχερής, κυρίως διότι οι τελευταίοι διέπονται πρωτίστως από την εκάστοτε εφαρμοστέα εθνική νομοθεσία και δεν εμπίπτουν κατ'αρχήν στο ενωσιακό ρυθμιστικό πλαίσιο. Ωστόσο, σε γενικές γραμμές, μπορούν να υποστηριχθούν τα εξής:

6. Η διαχείριση της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων αποτυπώνει σαφώς τον κυρίαρχο ρόλο του κράτους, τόσο σε επίπεδο διακυβέρνησης όσο και επίπεδο επενδύσεων. Η έντονη κρατική επιρροή, η συνακόλουθη υιοθέτηση περιοριστικών επενδυτικών νομοθετικών πλαισίων, αλλά και τα υπόλοιπα χαρακτηριστικά του πρώτου πυλώνα, ιδίως το οικονομικό σύστημα λειτουργίας και η μη αναγνώριση άμεσων δικαιωμάτων των ασφαλισμένων, έχουν ως αποτέλεσμα τη διαμόρφωση γενικά συντηρητικών επενδυτικών πολιτικών, παθητικού προσανατολισμού, με μικρή διασπορά επενδύσεων και την υπερίσχυση επενδυτικών μέσων που εξυπηρετούν τη γενικότερη κυβερνητική πολιτική, ιδίως δε κρατικών ομολόγων και συναφών μέσων.

7. Η διαφορετική προσέγγιση στα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των δημόσιων συνταξιοδοτικών φορέων, είναι άμεσα συναρτώμενη με τον τρόπο διακυβέρνησης, ο οποίος ομοίως αντανακλά την εξάρτηση των φορέων αυτών από την κρατική διοίκηση. Η ευρεία συμμετοχή στα διοικητικά όργανα προσώπων που ενδεχομένως δεν διαθέτουν εξειδικευμένες οικονομικές γνώσεις, σύμφωνα με τα ως άνω εκτεθέντα, παρά τα πλεονεκτήματα που μπορεί να έχει από πλευράς κοινωνικού συνεταιρισμού, συνεπάγεται την αδυναμία των δημόσιων φορέων να στραφούν προς πιο προοδευτικές-και ενδεχομένως προσοδοφόρες-επενδυτικές πολιτικές, αφού κάτι τέτοιο προϋποθέτει πιο ενεργή συμμετοχή τεχνοκρατών και επαγγελματιών της αγοράς³⁸⁰. Με βάση τα παραπάνω, τα τελευταία χρόνια παρατηρούνται προσπάθειες αντιμετώπισης των σχετικών ελλειμμάτων, οι οποίες είναι πιο έντονα ορατές στην εθνική νομοθεσία κρατών που έχουν εισαγάγει κεφαλαιοποιητικά συστήματα για τη χρηματοδότηση των παροχών του πρώτου πυλώνα. Αντίστοιχα, και διεθνείς οργανισμοί που μέχρι πρότινος εστίαζαν σε ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας ιδιωτικών φορέων, ή αντιμετώπιζαν τα ζητήματα κοινωνικής ασφάλισης από πλευράς ασφαλιστικής προστασίας, πλέον παρουσιάζουν σημαντική δραστηριοποίηση στη ρύθμιση θεμάτων που σχετίζονται με τη βέλτιστη εκμετάλλευση των πόρων του ασφαλιστικού συστήματος, τα οποία αντιμετωπίζονται εν πολλοίς κατά όμοιο τρόπο με τους φορείς του δεύτερου ή/και του τρίτου πυλώνα.
8. Η όμοια αντιμετώπιση της διαχείρισης των πόρων των δημόσιων και ιδιωτικών ασφαλιστικών συστημάτων επιτείνεται, περαιτέρω, λόγω της συνεχούς αύξησης της εξωτερικής διαχείρισης από επαγγελματίες παρόχους σχετικών υπηρεσιών. Παρά το γεγονός ότι οι κρίσιμες αποφάσεις για τη στρατηγική κατανομή των περιουσιακών στοιχείων λαμβάνονται από το δημόσιο φορέα ή το κράτος, η υποχώρηση της εσωτερικής διαχείρισης έναντι της επαγγελματικής διαχείρισης, συνεπάγεται τη διαχείριση των στοιχείων από φορείς που ρυθμίζονται πρωτίστως από το ενωσιακό δίκαιο, όπως οι επενδυτικές επιχειρήσεις, οι τράπεζες, οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες κ.ά, και οι οποίοι υπόκεινται συνεπώς σε αυστηρές και σημαντικά εναρμονισμένες απαιτήσεις διακυβέρνησης, αλλά και λειτουργίας εν γένει.
9. Οι διαφορές ως προς τα ζητήματα διαχείρισης της περιουσίας των δημόσιων ασφαλιστικών φορέων, σε σχέση με τα αντιστοίχως ισχύοντα στους ιδιωτικούς φορείς, εντοπίζονται κυρίως στα ίδια τα επενδυτικά

³⁸⁰ D. Vittas, Gr. Impavido, R. O'Connor, ό.α

μέσα, τα οποία σε πολλές περιπτώσεις εξακολουθούν να επιλέγονται με βάση γενικότερους δημόσιους και όχι αποκλειστικά ασφαλιστικούς σκοπούς. Από την άλλη, η αυστηροποίηση των απαιτήσεων διακυβέρνησης, μέσω αυξημένων εχεγγύων λειτουργικής ανεξαρτησίας και καταλληλότητας, αλλά και η ενίσχυση της επαγγελματικής διαχείρισης, συμβάλλει αναπόφευκτα στη μείωση του φαινομένου κατεύθυνσης ασφαλιστικών πόρων σε σκοπούς που δεν συμβαδίζουν με την πρωτογενή αποστολή της κοινωνικής ασφάλισης, και φέρνει τους δημόσιους φορείς πιο κοντά στους ιδιωτικούς φορείς που διαχειρίζονται κεφάλαια ασφαλισμένων και επενδυτών. Η σύγκλιση αυτή είναι πλέον αισθητή και στα κείμενα ήπιου δικαίου που ρυθμίζουν τη λειτουργία των δημόσιων φορέων, στα οποία πολλές φορές επαναλαμβάνονται με ταυτόσημο τρόπο τα προβλεπόμενα για τους ιδιωτικούς φορείς.

Ανακεφαλαιώνοντας, από την παρούσα έρευνα προκύπτει ότι η διαχείριση της περιουσίας των φορέων του δεύτερου πυλώνα ρυθμίζεται κατά βάση με ομοιογενείς κανόνες, ανεξαρτήτως του θεσμικού πλαισίου αναφοράς. Οι παρατηρούμενες διαφορές μεταξύ των τριών θεσμικών κειμένων IORP II, Solvency II και MiFID II, δεν συνεπάγονται την υπαγωγή των επαγγελματικών ταμείων σε ουσιωδώς διαφορετικές κανονιστικές απαιτήσεις, και συνεπώς, η προβληματική περί προσδιορισμού συγκεκριμένου θεσμικού πλαισίου είναι τελικώς ήσσονος σημασίας, όσον αφορά στη διαχείριση των επαγγελματικών συνταξιοδοτικών κεφαλαίων. Διαφορές εξακολουθούν να υφίστανται, αντιθέτως, με τους φορείς του πρώτου πυλώνα, οι οποίες, ωστόσο, βαίνουν συνεχώς μειούμενες, λόγω της αυξανόμενης ανάγκης εξεύρεσης αποτελεσματικότερων τρόπων διαχείρισης των οικείων κεφαλαίων. Η ανάγκη ανάπτυξης αποτελεσματικότερων τρόπων διαχείρισης των κεφαλαίων που συγκεντρώνονται για συνταξιοδοτικούς σκοπούς, αναγνωρίζεται πλέον ως αναγκαίο προαπαιτούμενο για τη βιωσιμότητα των συνταξιοδοτικών συστημάτων, με αποτέλεσμα την σταδιακή προσέγγιση των δύο πυλώνων στο πεδίο διαχείρισης της περιουσίας. Το συμπέρασμα αυτό επιρρωνύεται και από την αντίστοιχη αντιμετώπιση των σχετικών ζητημάτων στο πλαίσιο του ήπιου δικαίου, όπου είναι σαφής η πρόταξη ομοιογενών ρυθμίσεων, όχι μόνο για τα επαγγελματικά ταμεία και τους δημόσιους συνταξιοδοτικούς φορείς, αλλά για το σύνολο των χρηματοπιστωτικών φορέων.

Πηγές και βιβλιογραφικές αναφορές

Ξενόγλωση αρθρογραφία

1. A. Al-Hassan, M. Papaioannou, M. Skancke, and Ch. Chih Sung, Sovereign Wealth Funds: Aspects of Governance Structures and Investment Management, IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Department, 2013
2. A. Andonov, Y. Hochberg, J. Rauh, Political Representation and Governance: Evidence from the Investment Decisions of Public Pension Funds, Wiley Online Library, 2017
3. P. Antolín, S. Blome, D. Karim, St. Payet, G. Scheuenstuhl, J. Yermo, Investment Regulations and Defined Contribution Pensions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions No. 37, 2009
4. P. Antolín and F. Stewart, Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 36, OECD publishing, 2009
5. P. Antolín et al., Investment Regulations and Defined Contribution Pensions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 37, OECD publishing, 2009
6. J. Ashcroft, F. Stewart, Managing and Supervising Risks in Defined Contribution Pension Systems, IOPS, Working Paper No. 12, 2010
7. S.Arnot, European Federation for Retirement Provision, Directive 2003/41/EC on the Activities and Supervision of Institutions for Occupational Retirement Provision, A legal Commentary, October 2004
8. H. K. Baker, J. R. Nofsinger Socially Responsible Finance and Investing: Financial Institutions, Corporations, Investors and Activists, Wiley Global Finance, 2012
9. N. Bregnard, C. Salva, Pension Fund Board Governance and Asset Allocation: Evidence from Switzerland, SSRN Electronic Journal, 2019
10. D. Busch, MiFID II: Stricter conduct of business rules for investment firms, Capital Markets Law Journal, July 2017
11. R. Beetsma, S. Vos and Ch. Wanningen, Systemic Aspects of Pension Funds and the Role of Supervision, CESifo Forum 4/2016
12. P. Borsjé, and H. Meerten, A European Pensions Union, National Bank of Slovakia, Series 2014
13. D. Bradley, Ch. Pantzalis and X. Yuan, The Influence of Political Bias in State Pension Funds, Journal of Financial Economics (JFE), 2015, Volume 119, Issue 1
14. M. Brenncke, Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II, 2017

15. D. Busch, Corporate Governance of Financial Institutions According to CRD IV & MiFID II: Preliminary Draft, 2016
16. G. L. Clark et T. Hebb, Pension Fund Corporate Engagement: The Fifth Stage of Capitalism, *Relations industrielles / Industrial Relations*, vol. 59, n° 1, 2004
17. G. Clark, R. Urwin, Best-practice pension fund governance, *J Asset Manag* 9, 2–21, 2008
18. V. Colaert, European Banking, Insurance and Investment Services Law: Cutting Through Sectoral Lines?, *Common Market Law Review*, 2015
19. V. Colaert, The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention?, *European Company and Financial Law Review*, Volume 17: Issue 1, 2020
20. E. P. Davis, S. Grob and L. de Haan, Pension fund finance and sponsoring companies: empirical evidence on theoretical hypotheses, DNB Working Paper, 2007
21. E. P. Davis, Portfolio regulation of Life insurance companies and pension funds, Brunel University, 2000
22. Ph. Davis and Y. Hu, Should Pension Investing be Regulated?, *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 2, No. 1, 2009
23. L. Defau, L. De Moor, The impact of plan and sponsor characteristics on pension funds' asset allocation and currency diversification. *J Asset Manag* 19, 2018
24. Ch.Dinesen, Absent Management in Banking: How Banks Fail and Cause Financial Crisis, 2020
25. M. Dowsey, Review of the IORP directive, *Pensions An International Journal* Palgrave Publishers Ltd, 2012
26. R. Ellison, Pensions Law Reform after Maxwell: The possible Content of New Pensions Regulations Following the Maxwell Case, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 1 No. 3, 1993
27. L. Enriques, M. Gargantini, The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case, *The Italian Law Journal*, December 15, 2017
28. A. Felton, C. M. Reinhart, The First Global Financial Crisis of the 21st Century, Centre For Economic Policy Research (CEPR), 2008
29. D. Franzen, Managing Investment Risk in Defined Benefit Pension Funds, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 38, OECD Publishing, 2010
30. C. Gaganis, F. Pasiouras, Regulations and Soundness of Insurance Firms: International Evidence, CAREFIN Research Paper No. 18/09, 2009
31. R. Galer, "Prudent Person Rule" Standard for the Investment of Pension Fund Assets, *Financial Market Trends*, No. 83, OECD, 2002

32. D. Ghailani, I. Guardiancich, D. Natali, et al., Scope of the Coordination System in the Pension Field. Tender VT/2010/104. Brussels, Observatoire social européen, 2011
33. R. Goldman, The development of the prudent man concept in relation to pension schemes, *Pensions: An international Journal*, 2000
34. Ch. Gortsos, Stricto Sensu Investor Protection Under the 'MiFID II': A Systematic Overview of Articles 24-30, 2018
35. C. Gortsos and K. Lagaria, The European Supervisory Authorities (ESAs) As 'Direct' Supervisors in the EU Financial System European Banking Institute Working Paper Series – No. 57
36. I. Guardiancich and D. Natali, The EU and Supplementary Pensions: Instruments for Integration and the Market for Occupational Pensions in Europe, 2011
37. M. Haverland, When the welfare state meets the regulatory state: EU occupational pension policy, *Journal of European Public Policy*, 14:6, 2007
38. E. Hentov, A. Petrov, S. Odedra, How do Public Pension Funds invest? From Local to Global Assets, State Street Global Advisors, 2018
39. G. Impavido and I. Tower, How the Financial Crisis Affects Pensions and Insurance and Why the Impacts Matter, IMF Working Paper WP/09/151, Monetary and Capital Markets Department, 2009
40. G. Inderst, Pension Fund Investment in Infrastructure, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 32, 2009
41. M. Lechkar, H. Van Meerten and O. Nijenhuis, The Solvency II Directive: An Innovative New Regime, 2009
42. L. Leppik, Co-Ordination of Pensions in the European Union: The Case of Mandatory Defined-Contribution Schemes in the Central and Eastern European Countries. *European Journal of Social Security*, 8(1), 2006
43. H. van Meerten and A. (Ton) van den Brink, EU Executive Rule-Making and the Second Directive on Institutions for Occupational Retirement Provision, *Utrecht Law Review*, Volume 12, Issue 1, 2016
44. A. Michaelides, A. Milidonis, P. Papakyriakou, Corporate Pension Plan Funding Levels and Pension Assumptions, *SSRN Electronic Journal*, 2019
45. O. Mitchell, Public Pension Governance and Performance, Policy Research Papers, World Bank, 1993
46. B. M. Mitnick, Origin of the Theory of Agency: An Account By One of the Theory's Originators, 2019
47. A. Monk, D. Rook, N. Scarth, Transparent Alignment in Investment Research: From Unbundling to Relational Contracting, 2018
48. C. Pugh, J. Yermo, Funding Regulations and Risk Sharing, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 17, OECD Publishing, 2008

49. R. Rees, The theory of principal and agent part I, Bulletin of economic research, 1985
50. J. Roldos, Pension Reform, Investment Restrictions, and Capital Markets, IMF Policy Discussion Paper, 04/4, 2004
51. J. Sandberg, Socially Responsible Investment and Fiduciary Duty: Putting the Freshfields Report into Perspective. Journal of Business Ethics, 101(1), 2011
52. M.M Schanzenbach and R. Sitkoff, The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis, Harvard Public Law Working Paper No. 15-16; Journal of Empirical Legal Studies, Volume 14, Issue 1, 129-68, March 2017
53. D. Stańko, B. Z. Ásgrímsson, Supervision of pension investment management, including non-traditional investment, IOPS Working Papers on Effective Pensions Supervision, No.29, 2017
54. F. Stewart, R. Despalins and I. Remizova, Pension Funds, Capital Market and the Power of Diversification, Policy Research Working Paper, World Bank, 2017
55. M. Wallinga, Why MiFID & MiFID II Do (not) Matter to Private Law: Liability to Compensate for Investment Losses for Breach of Conduct of Business Rules, European Review of Private Law, Volume 27, 2019
56. L. Willmore, Public Versus Private Provision of Pensions, 1999, United Nations DESA Discussion Paper No. 1.

Ξενόγλωσση βιβλιογραφία

1. Allianz Global Investors, International Pension Studies, Funded Pensions in Western Europe 2008
2. H. Baker, G. Filbeck, Investment Risk Management, Oxford University Press, 2015
3. C. Bickerton , D. Hodson, U. Puetter, The New Intergovernmentalism: States and Supranational Actors in the Post-Maastricht Era, Oxford University Press, 2015
4. P. Borsjé and H. Meerten, A European Pensions Union: Towards a Strengthening of the European Pension Systems. Research Handbook on European Social Security Law, Edited by Frans Pennings, Gijsbert Vonk, 2015
5. D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini, Capital Markets Union in Europe, Oxford-New York: Oxford University Press, 2018
6. D. Busch D, G. Ferrarini G (eds), Regulation of EU financial markets: MiFID II, Oxford University Press, 2017
7. S. M.Brooks, Social Protection and the Market in Latin America, Cambridge University Press, 2009

8. G.Caprio (ed), Pension Funds, Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure, Elsevier, 2013
9. V. Colaert, D. Busch, Th. Incalza, European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field, Bloomsbury Publishing, 2019
10. M. Comana, D. Previtali, L. Bellardini The MiFID II Framework: How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry, Springer, 2019
11. P. E. Davis, Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds, OECD, 2001
12. P. Debly, Réglementations bancaires et financières depuis la crise de 2008: Nouveaux acteurs, Nouvelles règles, Nouveaux Régulateurs, 2019
13. M. Dreher, Treatises on Solvency II, Springer, 2015
14. B. Ebbinghaus, & T. Wiß, The Governance and Regulation of Private Pensions in Europe, Oxford University Press, 2011
15. J. Evans, M. Orszag, J. Piggott , Pension Fund Governance: A Global Perspective on Financial Regulation, Edward Elgar Pub, 2008
16. L. Gajek, K. Ostaszewski, Financial Risk Management for Pension Plans, Elsevier, 2004
17. J-J Gollier, Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies, Book 2, Part 2, OECD, 2001
18. J-J. Gollier, Private Pensions: Regulatory Issues, Insurance and Private Pensions Compendium for Emerging Economies, Book 2 Part 2:1) d, OECD, 2000
19. D. Hayton, Ch. Mitchell, Commentary and Cases on the Law of Trusts & Equitable Remedies, Sweet & Maxwell, 2015
20. IOPS, A Review of the Pros and Cons of Integrating Pension Supervision with that of Other Financial Activities and Services, 2007
21. R. D. Kelemen, Eurolegalism: The Transformation of Law and Regulation in the European Union, Harvard University Press, 2011
22. J.Kvist-J.Saari (ed.), The Europeanisation of social protection, Policy Press, 2007
23. K. Loguinova A Critical Legal Study of the Ideology Behind Solvency II, Springer, 2019
24. D. Madero, S. Lumpkin, A Review of the Pros and Cons of Integrating Pension Supervision with that of Other Financial Activities and Services, Working Paper No.1, IOPS, 2007
25. M. de Manuel and K. Lannoo, Saving for Retirement and Investing for Growth, CEPS Task Force Reports, 2013
26. P. Marano – M. Siri (eds), Insurance Regulation in the European Union: Solvency II and Beyond, Palgrave Macmillan, London, 2017
27. H. van Meerten, EU Pension Law, Amsterdam University Press, 2019
28. J. Mendes Participation in EU Rule-making: A Rights-Based Approach Joana Mendes, Oxford University Press, 2011

29. N. Moloney, EU Securities and Financial Markets Regulation, Oxford University Press, 2014
30. A. Musalem, R. Palacios, Public Pension Fund Management Governance, Accountability, and Investment Policies, The World Bank, 2003
31. R. Pearce, W. Barr, Trusts and Equitable Obligations, Oxford University Press, 2014
32. F. Peraldi Leneuf (dir.), La légistique dans le système de l'Union européenne, Bruxelles, Bruylant, coll. « Droit de l'Union européenne – Colloques », 2012
33. J. Šebo Št. Dragoş Voicu and others, Pension Savings: The Real Return 2018 Edition, Better Finance
34. F. Stewart and J. Yermo, Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD Publishing, Paris, 2008
35. P. Thornton and D. Fleming, Good governance for pension schemes, Cambridge University Press, 2011
36. I. Tonks, Pension Fund Management and Investment Performance, The Oxford Handbook of Pensions and Retirement Income, Edited by Gordon L. Clark, Alicia H. Munnell, and J. Michael Orszag, 2006
37. D. Vittas, Gr. Impavido, R. O'Connor, Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds, World Bank, 2008
38. J. Yermo, Revised Taxonomy for Pension Plans, Pension Funds and Pension Entities, OECD, 2002
39. J. Yermo, Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries, OECD, 2004
40. OECD, Private Pension Series, Supervising Private Pensions, Institutions and Methods, 2004
41. E. Wymeersch, K. J. Hopt, G. Ferrarini, eds., Financial Regulation and Supervision, A post-crisis analysis, Oxford University Press 2012
42. J.- R. White, The European Convention on Human Rights, second edition, Oxford University Press, 1996
43. R. Wolfrum (ed), Max Planck Encyclopedia of Public International Law, Oxford University Press, 2014

Ελληνική αρθρογραφία

1. Γ.Θεοδόσης, Ομαδικά προγράμματα ασφάλισης προσωπικού και μεταβίβαση επιχείρησης, ΕΔΕΚΑ, 2004
2. Ι. Μάρκου, Η αστική ευθύνη των μελών του δ.σ. στην ανώνυμη εταιρία, Ελληνική Δικαιοσύνη, 4, 2000

3. Σπ.Μούζουλας, Ζητήματα Ερμηνείας της Οδηγίας 2003/41 για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα συνταξιοδοτικής απασχόλησης, Ε.Δ.Κ.Α, τεύχος 3/602, 2009
4. Μ.Νεκτάριος, Επενδύσεις αποθεματικών ασφαλιστικών ταμείων στα πλαίσια της παγκοσμιοποίησης, Σπουδαί, Τόμος 57, τεύχος 1ο, 2007
5. Π. Παπαρρηγοπούλου, Η κοινωνική ασφάλιση ως δημόσια υπηρεσία. Συνεργασία ιδιωτικών και δημοσίων φορέων, σε ΔιΔικ 2/1993
6. Αντ. Πετρόγλου, Μέτρα οργάνωσης και εκσυγχρονισμού της κοινωνικής ασφαλίσεως, ΕΔΚΑ 1992
7. Α. Στεργίου, Ταμεία Επαγγελματικής Ασφάλισης (Η κύρια οδός για τη συγκρότηση του δεύτερου πυλώνα του συνταξιοδοτικού μας συστήματος), ΕΕργΔ, τόμος 75ος, 2016
8. Ν. Τεσσαρομάτης, Ο θεσμός της επαγγελματικής ασφάλισης διεθνώς: Προοπτικές και επιπτώσεις από την χρηματοπιστωτική κρίση
9. Π.Τήνιος, Συντάξεις και οικονομία μετά το Μνημόνιο: Προς μια στρατηγική διασποράς του κινδύνου, Ερευνητικό Κείμενο Νο 1/2013, Πανεπιστήμιο Πειραιώς
10. Π.Τσαντίλας, Ίδρυση και οικονομική λειτουργία των ταμείων επαγγελματικής ασφάλισης. Προβληματισμοί με βάση τα διεθνή δεδομένα και την πρόσφατη ελληνική νομοθεσία, Ε.Δ.Κ.Α, τόμος ΜΔ', 2002
11. Χρ. Χρυσάνθης, Τα τραπεζοασφαλιστικά προϊόντα στο πλαίσιο της ενοποίησης των χρηματο-οικονομικών υπηρεσιών, ΧρηΔικ 1/2007

Ελληνική βιβλιογραφία

1. Γ. Αμίσης, Α. Αναγνώστου-Δεδούλη, Γ. Κατρούγκαλος (επιμ), Το Ελληνικό Σύστημα Ασφαλιστικής Προστασίας, Η μεταρρύθμιση των πυλώνων της δημόσιας και της επαγγελματικής ασφάλισης υπό το πρίσμα του ευρωπαϊκού κεκτημένου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2010
2. Α. Αναγνώστου-Δεδούλη, Κοινωνική Ασφάλιση από Νομικά Πρόσωπα Δημοσίου και Ιδιωτικού Δικαίου. Εννοιολογική οριοθέτηση των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, Αντ.Ν.Σάκκουλα, 2005
3. Δ. Αυγητίδης, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016
4. Χρ. Γκόρτσος, Εισαγωγή στο Διεθνές Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, Νομική Βιβλιοθήκη, 2011
5. Ελληνική Εταιρεία Τραπεζικού Δικαίου & Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς (επιμ), Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς, Πρακτικά 2ου Ετήσιου Συνεδρίου 2006, Νομική Βιβλιοθήκη, 2006
6. Μ. Θεοδωρουλάκης, Β. Κουμαριανός, Συστήματα Κοινωνικής Ασφάλισης— Ασφαλιστικό Σύστημα και Σύστημα Κοινωνικής Περίθαλψης, Ι.Ν.Ε – Γ.Σ.Ε.Ε, Εκδόσεις Καμπύλη, 2012.

7. Κ. Κρεμαλής (Επιστημονικός Υπεύθυνος), Προβλήματα Οριοθέτησης της ιδιωτικής από την κοινωνική ασφάλιση - Περιθώρια συμπλήρωσης ή και μερικής υποκατάστασης της κοινωνικής από την ιδιωτική ασφάλιση, Αθήνα-Κομοτηνή 1996
8. Κ. Κρεμαλής, Διεθνές και Ευρωπαϊκό δίκαιο κοινωνικής ασφάλειας-Μέρος Α' Διεθνές Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλειας και Συλλογή Βασικών Διεθνών Κειμένων, Αντ. Ν. Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή, 1996
9. Μ. Κορδή-Αντωνοπούλου, Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, 2η έκδ., εκδόσεις Σάκκουλα, 2010,
10. Ι. Κοσκοσάς, σε Διεθνείς χρηματοοικονομικές αγορές, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2012
11. Σ. Μαυρίδης, Τα κριτήρια δημοσιονομικής πειθαρχίας στην οικοδόμηση της Ευρωζώνης, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2011
12. Σπ. Μούζουλας, Οι οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000
13. Σπ. Μούζουλας, Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2015
14. Νομική Σχολή Πανεπιστημίου Αθηνών, Τιμητικός Τόμος Νικολάου Κ. Κλαμαρή, Συλλογικό Έργο, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2016
15. Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τιμητικός Τόμος για τον Καθηγητή Παναγιώτη Ι. Κανελλόπουλο, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2015
16. Πανεπιστήμιο Πειραιώς/Ελεγκτικό Συνέδριο, Η δημοσιονομική μεταρρύθμιση στην Ελλάδα, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2016
17. Π. Παπαρρηγοπούλου, Η Επικουρική Κοινωνική Ασφάλιση στο Ευρωπαϊκό Δίκαιο Ανταγωνισμού, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2002
18. Π. Παπαρρηγοπούλου-Πεχλιβανίδη, Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016
19. Ι. Ρόκας, Συμβατικό ασφαλιστικό δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2016
20. Ι. Ρόκας, Ασφαλιστικό Δίκαιο, Εισηγήσεις, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019
21. Ι. Ρόκας, Solvency II, Εποπτεία των (Αντ)ασφαλιστικών επιχειρήσεων, Κριτικές παρατηρήσεις/σχόλια κατ'άρθρο στο ν.4364/05.02.2016, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2016
22. Α. Στεργίου, Δίκαιο Κοινωνικής Ασφάλισης, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2017
23. Β. Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2015
24. Α. Τσέτουρα, Ο Ευρωπαίος συνταξιούχος, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2017
25. Ι. Φαρσαρώτα/Σ. Κλήμη, Εξελίξεις στο θεσμικό και λειτουργικό πλαίσιο εποπτείας των φορέων ιδιωτικής ασφάλισης φερεγγυότητα II (Solvency II), ΕΨΙΛΟΝ 7, 2013
26. Ρ. Χατζηνικολάου-Αγγελίδου, Ιδιωτικό Ασφαλιστικό Δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2014
27. Μ. Χρυσομάλλης, Η αρχή της αλληλεγγύης στην έννομη τάξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2017

Κείμενα ευρωπαϊκών και διεθνών θεσμών και φορέων

1. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πράσινη βίβλος για επαρκή, βιώσιμα και ασφαλή ευρωπαϊκά συνταξιοδοτικά συστήματα, COM(2010)365 τελικό
2. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Λευκή Βίβλος Ατζέντα για επαρκείς, ασφαλείς και βιώσιμες συντάξεις, Βρυξέλλες, 16.2.2012 COM(2012)
3. Ψήφισμα του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου σχετικά με την ανακοίνωση της Επιτροπής «Προς μία ενιαία αγορά για τις επικουρικές συντάξεις-Αποτελέσματα των διαβουλεύσεων σχετικά με το Πράσινο Βιβλίο για τις επικουρικές συντάξεις στην Ενιαία Αγορά», (COM(1999) 134 - C5-0135/1999 - 1999/2131(COS))
4. Bank of England, Prudential Regulation Authority, Solvency II: Prudent Person Principle, September 2019
5. CEIOPS-OPSSC-01/08 Final, Survey on fully funded, technical provisions and security mechanisms in the European occupational pension sector, 2008
6. CEIOPS, Advice for Level 2 Implementing Measures on Solvency II: System of Governance, October 2009
7. EIOPA, OPSG Discussion Paper on Occupational Pension Scheme Governance, 2013
8. EIOPA, Financial Stability Report of the (re)insurance and occupational pensions sectors in the European Economic Area
9. EIOPA, Implementation of the IORP II Directive, Position Paper by the Occupational Pensions Stakeholder Group, 2018
10. EIOPA, Results of the peer review on supervisory practices with respect to the application of the prudent person rule for IORPs, Report, 2019
11. EPRS, European Parliamentary Research Service, Author: D. Eatock, Members' Research Service, European Union pension systems Adequate and sustainable
12. European Commission, Green Paper, Corporate governance in financial institutions and remuneration policies, COM (2010), 284 final
13. European Commission, The 2015 Ageing Report, Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060), European Economy 3/2015
14. Financial Stability Board. Final Report Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures. June 2017
15. IAIS. Public Consultation: Draft Issues Paper on Climate Change Risks to the Insurance Sector. 29 April 2018
16. IMF Working Paper 9/179, Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations
17. International Federation of Pension Fund Administrators-Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP),

Pension Funds: Investment in Housing and Infrastructure, Compared Regulations Series, 2011

18. ISSA, Guidelines Investment of Social Security Funds, 2013
19. ISSA, Guidelines on Good Governance, 2013
20. ISSA, Guidelines on Investment of Social Security Funds, 2019
21. OECD, Guidelines on Pension Fund Asset Management, 2006
22. OECD, Annual Survey of Investment Regulation of Pension Funds, 2019
23. OECD, DB Pension Arrangements: Solvency and Interest rates, Document circulated for discussion under the agenda of the WPPP of 19-21 June 2017 (αδημοσίευτο)
24. OECD, Pension Funds for Government Workers in OECD Countries, 2006
25. OECD/IOPS, Good Practices on Pension Funds' use of Alternative Investments and Derivatives, 2011
26. PWC, Market Research Center, Beyond their Borders, 2016
27. PWC, Beyond their Borders Evolution of foreign investments by pension funds 2020 Edition
28. PWC, Global Pension Funds Best Practices in the Pension Funds investment process, 2016
29. UNEP, Esg integration: how are social issues influencing investment decisions, UNEP Finance Initiative/UN Global Compact, 2017
30. The World Bank, Public Pension Fund Management Governance, Accountability, and Investment Policies, Proceedings of the Second Public Pension Fund Management Conference, 2004

Δικαστικές υποθέσεις και αποφάσεις

1. Απόφαση ΔΕΚ της 17ης Φεβρουαρίου 1993 Christian Poucet κατά Assurances générales de France και Caisse mutuelle régionale du Languedoc-Roussillon
2. Απόφαση ΔΕΚ της 21ης Σεπτεμβρίου 1999 υπόθεση C-67/96 Albany International BV v. Stichting Bedrijfspensioenfonds Textielindustrie,
3. Απόφαση ΔΕΚ της 21ης Σεπτεμβρίου 1999 Brentjens' Handelsonderneming BV v. Stichting Bedrijfspensioenfonds voor de Handel in Bouwmaterialen στις συνεκδικασθείσες υποθέσεις C-115/97 έως C-117/97,
4. Απόφαση ΔΕΚ της 21ης Σεπτεμβρίου 1999 Υπόθεση C-219/97 Maatschappij Drijvende Bokken BV v. Stichting Pensioenfonds voor de Vervoer- en Havenbedrijven Drijvende Bokken,
5. Απόφαση ΔΕΚ της 16ης Μαρτίου 1999 στην υπόθεση C-222/97, Trummer και Mayer,

6. Υπόθεση C-200/91 του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου Coloroll Pension Trustees Limited v James Richard Russell and Others
7. Υπόθεση C-168/18 του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου Pensions-Sicherungs-Verein VVaG κατά Günther Bauer