



SANY
CONSULTING

Σ.ΑΝ.Υ. ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ-ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης του Ιατρικού

Συλλόγου Αθηνών (ΤΕΑ ΙΣΑ) ΝΠΙΔ

Μάρτιος 2025



Απευθύνεται:

Στη Διοίκηση του Ταμείου

Υπεύθυνος εκ μέρους της Σ.ΑΝ.Υ. Συμβουλευτική ΕΠΕ:

Σταύρος Αξιώτης, FHAS, MSc Risk Management



Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	3
1.1 Κίνδυνοι.....	4
1.1.1 Πολιτικές Διαχείρισης των Κινδύνων	7
1.2 Η έκθεση διαχείρισης κινδύνων.....	9
2. Βασικά Μεγέθη του Ταμείου	10
3. Διαχείριση Κινδύνων	12
3.1 Κίνδυνος Αγοράς – Επενδυτικός Κίνδυνος.....	12
3.1.1. Επιτοκιακός Κίνδυνος.....	16
3.1.2 Κίνδυνος Πιστωτικού Περιθωρίου	17
3.1.3 Κίνδυνος Μετοχών	19
3.1.4 Κίνδυνος Ακινήτων	19
3.1.5 Συναλλαγματικός Κίνδυνος	19
3.1.6 Κίνδυνος Παραγώγων	19
3.1.7 Κίνδυνος Συγκέντρωσης	19
3.1.8 Κίνδυνος Ρευστότητας	20
3.1.9 Κίνδυνος ESG	20
3.2 Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου (Πιστωτικός Κίνδυνος).....	21
3.3 Ασφαλιστικός Κίνδυνος (Αναλογιστικός Κίνδυνος)	22
3.4 Λειτουργικός Κίνδυνος.....	24
3.4.1 Κίνδυνος Μηχανογραφικών Συστημάτων.....	24
3.4.2 Κίνδυνος Ανθρώπινων Πόρων.....	25
3.4.3 Κίνδυνος Διαδικασιών	25
3.4.4 Κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης – Νομικού Πλαισίου	26
3.4.5 Κίνδυνος Συνέχισης Δραστηριότητας	27
3.4.6 Κίνδυνος Απάτης	27
3.4.7 Κίνδυνος Φήμης	27
3.5 Κίνδυνος Κεφαλαιακής Επάρκειας.....	28
3.6 Συνολική Καταγραφή των Κινδύνων	28
4. Συμπεράσματα – Επόμενα Βήματα	31



1. Εισαγωγή

Η αναφορά αυτή συνιστά την ετήσια έκθεση για το 2024 και εστιάζει στην αποτύπωση των κινδύνων για το 2025. Ο προσανατολισμός και ο ρόλος του ταμείου σύμφωνα με το ΦΕΚ ίδρυσής του έχει ως εξής:

1. Το Ταμείο αποσκοπεί στην παροχή συμπληρωματικής ασφαλιστικής προστασίας στους ασφαλισμένους και δικαιούχους των παροχών, πέραν της παρεχόμενης από την κύρια και επικουρική υποχρεωτική κοινωνική ασφάλιση, για την κάλυψη ασφαλιστικών κινδύνων και ενδεικτικά των κινδύνων γήρατος, θανάτου και αναπηρίας. Προς το παρόν, η παροχή που χορηγείται καταβάλλεται στους ασφαλισμένους του Ταμείου εφάπαξ.

2. Μελλοντικά το Ταμείο δύναται να παρέχει και παροχή υπό την μορφή περιοδικών καταβολών καθώς και άλλες συμπληρωματικές προς τις συνταξιοδοτικές παροχές για την κάλυψη των ασφαλιστικών κινδύνων ανικανότητας προς εργασία, αναπηρίας, ασθένειας ή ατυχήματος, θανάτου συνέπεια ατυχήματος και διακοπής της εργασίας.

3. Προς επίτευξη του σκοπού έχει συσταθεί Κλάδος συνταξιοδοτικών παροχών χωρίς εγγυήσεις στο Ταμείο. Περιλαμβάνονται οι παροχές για την κάλυψη των ασφαλιστικών κινδύνων γήρατος, αναπηρίας (συνεπεία ασθένειας ή ατυχήματος) και θανάτου. Οι παροχές αυτές θα καταβάλλονται στους δικαιούχους με τη μορφή εφάπαξ ποσού χωρίς οποιουδήποτε είδους εγγύηση σχετικά με το ύψος των παροχών, τη διατήρηση του κεφαλαίου ή το ύψος της επενδυτικής απόδοσης.

Ο ασφαλισμένος δικαιούται να λάβει το Εφάπαξ, εφόσον συμπληρώνεται οποιαδήποτε από τις εξής προϋποθέσεις (σύμφωνα με την Ιστοσελίδα του Ταμείου):

- Για ασφαλισμένους με ημερομηνία εγγραφής προ της 20/12/2023:
 - ο Συνταξιοδότηση από τον κύριο φορέα ασφάλισης.
 - ο Τουλάχιστον 5ετής ασφάλιση στο Ταμείο και ηλικία 55 ετών και άνω.
 - ο Τουλάχιστον 10ετής ασφάλιση στο Ταμείο ηλικία 50 ετών και άνω.
 - ο Τουλάχιστον 15ετής ασφάλιση στο Ταμείο, ανεξαρτήτως ηλικίας.
- Για ασφαλισμένους με ημερομηνία εγγραφής μετά την 20/12/2023, σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία:
 - ο Συνταξιοδότηση από τον κύριο φορέα ασφάλισης
 - ο Ηλικία 62 ετών, ανεξάρτητα από τον χρόνο ασφάλισης στο Ταμείο, όπως το ελάχιστο αυτό ηλικιακό όριο διαμορφώνεται κάθε φορά για τη λήψη πλήρους σύνταξης από τον κύριο φορέα ασφάλισης.

- Ηλικία 55 ετών με τουλάχιστον 20 έτη ασφάλισης στο Ταμείο.

Σε περίπτωση θανάτου του ασφαλισμένου, το δικαιούμενο κατά τον θάνατο ποσό αποδίδεται στους νόμιμους δικαιούχους του.

Έχοντας ξεπεράσει την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2008, την κρίση χρέους που ακολούθησε, αλλά και την επίδραση της πανδημίας, το (χρηματο)οικονομικό περιβάλλον δείχνει να είναι συνολικότερα πιο ανθεκτικό, επηρεαζόμενο ωστόσο κατά περιόδους από τις ιδιαιτερότητες που ενδεχόμενα τη χαρακτηρίζουν. Έτσι, το διάστημα 2008-2021 χαρακτηρίστηκε από χαμηλά (σε κάποιες περιπτώσεις ακόμα μηδενικά ή αρνητικά) επιτόκια και παρόμοιες αποδόσεις των ομολόγων (ειδικά αυτών που χαρακτηρίζονται από υψηλή ποιότητα), ενώ από το 2021 έχουν ανοδική πορεία. Οι πληθωριστικές πιέσεις που εμφανίστηκαν εντός του 2021 αρχικά έδειχναν ότι ο πληθωρισμός δεν θα ήταν μεταβατικός. Το προηγούμενο έτος όμως ο πληθωρισμός περιορίστηκε σημαντικά, αλλά η πτωτική αυτή πορεία μένει να επιβεβαιωθεί. Τα επιτόκια συνεχίζουν να παραμένουν στα υψηλά επίπεδα στα οποία έφτασαν εντός του 2023. Εντός του 2024 όμως οι κεντρικές τράπεζες έχουν ξεκινήσει να μειώνουν τα επιτόκια, δικαιολογούμενες από τη μείωση του πληθωρισμού, μία πολιτική που αναμένεται να συνεχιστεί, χωρίς να είναι ξεκάθαρο ακόμα μέχρι πότε και μέχρι ποιο επίπεδο επιτοκίων. Ταυτόχρονα, διάφορα μέτωπα αντιπαραθέσεων, τόσο με τη μορφή συρράξεων, όσο και με τη μορφή εμπορικών διενέξεων (όπως επιβολή δασμών κ.λπ.) συνεχίζουν να προκαλούν διαταραχές τόσο στις οικονομίες των χωρών, όσο και στην πορεία των χρηματοοικονομικών αγορών και μεγεθών.

Μέσα σε αυτό το περιβάλλον το Ταμείο καλείται να διαχειριστεί τα περιουσιακά του στοιχεία ώστε να καλύψει τις υποχρεώσεις του και συνάμα να διαχειριστεί τους κινδύνους που αντιμετωπίζει.

1.1 Κίνδυνοι

Μεσοπρόθεσμα, η ισορροπία των κινδύνων για τις προοπτικές κλίνει προς τα κάτω, με την παγκόσμια ανάπτυξη να αναμένεται να είναι χαμηλότερη από τον μέσο όρο του 2025-26 και τις προβλέψεις για την επόμενη πενταετία να δείχνουν ετήσια ανάπτυξη περίπου 3%. Οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι, αντίθετα, θα μπορούσαν να ενισχύσουν τις αποκλίσεις μεταξύ των χωρών: κλίνουν προς τα πάνω στις Ηνωμένες Πολιτείες, ενώ καθοδικοί κίνδυνοι επικρατούν στις περισσότερες άλλες οικονομίες εν μέσω αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας και αντιξοοτήτων από τις συνεχιζόμενες προσαρμογές (ιδίως στην ενέργεια στην Ευρώπη και τα ακίνητα στην Κίνα).

Η εντατικοποίηση των προστατευτικών πολιτικών, για παράδειγμα, με τη μορφή ενός νέου κύματος δασμών, θα μπορούσε να επιδεινώσει τις εμπορικές εντάσεις, να



μειώσει τις επενδύσεις, να μειώσει την αποτελεσματικότητα της αγοράς, να στρεβλώσει τις εμπορικές ροές και να διαταράξει εκ νέου τις αλυσίδες εφοδιασμού. Η ανάπτυξη θα μπορούσε να πληγεί τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μεσοπρόθεσμα, αλλά σε διαφορετικό βαθμό μεταξύ των οικονομιών.

Η χαλαρότερη δημοσιονομική πολιτική στις Ηνωμένες Πολιτείες, λόγω νέων επεκτατικών μέτρων, όπως οι φορολογικές περικοπές, θα μπορούσε να ενισχύσει την οικονομική δραστηριότητα βραχυπρόθεσμα, με μικρές θετικές δευτερογενείς επιπτώσεις στην παγκόσμια ανάπτυξη. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα, αυτό μπορεί να απαιτήσει μια μεγαλύτερη προσαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής που θα μπορούσε να διαταράξει τις αγορές και την οικονομία, αποδυναμώνοντας ενδεχομένως τον ρόλο των αμερικανικών κρατικών ομολόγων ως παγκόσμιου ασφαλούς περιουσιακού στοιχείου, μεταξύ άλλων. Επιπλέον, υψηλότερος δανεισμός για χρηματοδότηση της χαλαρότερης δημοσιονομικής πολιτικής θα μπορούσε να αυξήσει τη ζήτηση για κεφάλαια παγκοσμίως, οδηγώντας σε αύξηση των επιτοκίων και ενδεχομένως σε συμπίεση της οικονομικής δραστηριότητας αλλού.

Η εμπιστοσύνη και το θετικό κλίμα στις Ηνωμένες Πολιτείες, εν μέρει λόγω της απορρύθμισης, θα μπορούσαν να ενισχύσουν τόσο τη ζήτηση όσο και την πλευρά της προσφοράς της οικονομίας. Ενώ η χαλάρωση των αδικαιολόγητα αυστηρών κανονισμών και η μείωση της γραφειοκρατίας για τις επιχειρήσεις μπορεί να τονώσουν τη βραχυπρόθεσμη ανάπτυξη των ΗΠΑ μέσω υψηλότερων επενδύσεων, η ανατίμηση του δολαρίου θα μπορούσε να τροφοδοτήσει κινδύνους εκροών κεφαλαίων από τις αναδυόμενες αγορές και τις αναπτυσσόμενες οικονομίες και να οδηγήσει τα ασφάλιστρα κινδύνου προς τα πάνω. Επιπλέον, μια υπερβολική επαναφορά των κανονισμών που έχουν σχεδιαστεί για να θέσουν όρια στην ανάληψη κινδύνων και τη συσσώρευση χρέους μπορεί να δημιουργήσει δυναμική άνθησης-ύφεσης για τις Ηνωμένες Πολιτείες μακροπρόθεσμα, με επιπτώσεις στον υπόλοιπο κόσμο.

Οι καθοδικοί κίνδυνοι για τη μακροοικονομική σταθερότητα ενδέχεται να ενισχυθούν εάν επιδεινωθούν από τις ασθενέστερες δημοσιονομικές προοπτικές ή τη στασιμότητα της προόδου στις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις. Άλλες διαταραχές από την πλευρά της προσφοράς, όπως οι διαταραχές του εργατικού δυναμικού που προκαλούνται από τη μείωση των μεταναστευτικών ροών προς τις Ηνωμένες Πολιτείες, ενδέχεται να μειώσουν μόνιμα τη δυνητική παραγωγή και να αυξήσουν τον πληθωρισμό κατά την περίοδο προσαρμογής.

Μια βραχυπρόθεσμη ώθηση για την οικονομία των ΗΠΑ που θα προερχόταν από αυτούς τους παράγοντες θα υπογράμμιζε περαιτέρω τα αποκλίνοντα πρότυπα ανάπτυξης μεταξύ των οικονομιών. Εάν κυριαρχήσουν οι δυσμενείς επιπτώσεις των δασμών και της μείωσης του εργατικού δυναμικού, η παγκόσμια δραστηριότητα καθώς και η δραστηριότητα στις Ηνωμένες Πολιτείες ενδέχεται να επηρεαστούν

αρνητικά μεσοπρόθεσμα. Οι αβεβαιότητες είναι υψηλές: οι επιπτώσεις κάθε παράγοντα θα εκτυλίσσονται διαφορετικά μεταξύ των χωρών, επηρεαζόμενες από τους εμπορικούς και οικονομικούς δεσμούς. Οι πολιτικές απαντήσεις σε δράσεις που αναλαμβάνονται από άλλες χώρες θα μπορούσαν να υλοποιηθούν με διάφορους τρόπους, συμπεριλαμβανομένης της κλιμάκωσης των δασμών αντιποίνων. Και οι επιπτώσεις των διαφορετικών συνδυασμών πολιτικής ή των διαφορετικών μεγεθών αλλαγών πολιτικής θα μπορούσαν να είναι αρκετά διαφορετικές.

Η δυναμική του πληθωρισμού θα μπορούσε να διαμορφωθεί σε αντίθετες κατευθύνσεις από αυτούς τους παράγοντες. Το μέγεθος της πληθωριστικής επίδρασης από τους δασμούς είναι ιδιαίτερα αβέβαιο. Ενώ πρόσφατες εμπειρικές μελέτες διαπιστώνουν υψηλή μετακύλιση στις τιμές εισαγωγής, οι εκτιμήσεις για τη μετακύλιση στις τιμές καταναλωτή είναι χαμηλότερες και υπόκεινται σε σημαντική αβεβαιότητα. Ωστόσο, σε σύγκριση με ό,τι συνέβη σε προηγούμενα επεισόδια εμπορικών διαφορών, αρκετοί παράγοντες υποδηλώνουν ότι οι ανοδικοί κίνδυνοι για τον πληθωρισμό από τις αυξήσεις των δασμών θα μπορούσαν να είναι υψηλότεροι αυτή τη φορά. Πρώτον, η παγκόσμια οικονομία βγαίνει από την πιο σημαντική άνοδο του πληθωρισμού στην πρόσφατη μνήμη. Οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό, ιδίως σε πολλές προηγμένες οικονομίες, είναι πολύ πάνω από τον στόχο της κεντρικής τράπεζας σήμερα από ό,τι το 2017-21. Δεύτερον, οι κυκλικές θέσεις σε πολλές μεγάλες οικονομίες ευνοούν περισσότερο τον υψηλότερο πληθωρισμό σήμερα από ό,τι το 2016. Τρίτον, τα αντίποινα με τη μορφή περιορισμών σε συγκεκριμένα υλικά ή ενδιάμεσα αγαθά που είναι δύσκολο να υποκατασταθούν ενδέχεται να έχουν τεράστιο αντίκτυπο στον συνολικό πληθωρισμό.

Ο κίνδυνος νέων πληθωριστικών πιέσεων θα μπορούσε να ωθήσει τις κεντρικές τράπεζες να αυξήσουν τα επιτόκια πολιτικής και να εντείνουν τις αποκλίσεις της νομισματικής πολιτικής. Τα υψηλότερα για ακόμη μεγαλύτερο χρονικό διάστημα επιτόκια θα μπορούσαν να επιδεινώσουν τους δημοσιονομικούς, οικονομικούς και εξωτερικούς κινδύνους. Ένα ισχυρότερο δολάριο ΗΠΑ, που προκύπτει, μεταξύ άλλων, από διαφορές επιτοκίων και δασμούς, θα μπορούσε να μεταβάλει τα πρότυπα ροής κεφαλαίων και τις παγκόσμιες ανισορροπίες και να περιπλέξει τους μακροοικονομικούς συμβιβασμούς.

Εκτός από τους κινδύνους από τις αλλαγές στην οικονομική πολιτική, οι γεωπολιτικές εντάσεις θα μπορούσαν να ενταθούν, οδηγώντας σε νέες αυξήσεις των τιμών των βασικών εμπορευμάτων. Οι συγκρούσεις στη Μέση Ανατολή και την Ουκρανία θα μπορούσαν να επιδεινωθούν, επηρεάζοντας άμεσα τις εμπορικές οδούς, καθώς και τις τιμές των τροφίμων και της ενέργειας. Οι χώρες που εισάγουν βασικά προϊόντα ενδέχεται να επηρεαστούν ιδιαίτερα, με τον στασιμοπληθωριστικό αντίκτυπο των υψηλότερων τιμών των βασικών εμπορευμάτων να επιδεινώνεται από την ανατίμηση του δολαρίου.



Από την ανοδική πλευρά, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα μπορεί να ανακάμψει εάν οι εισερχόμενες κυβερνήσεις μπορέσουν να επαναδιαπραγματευτούν τις υπάρχουσες εμπορικές συμφωνίες και να σφυρηλατήσουν νέες συμφωνίες. Αυτό θα μπορούσε να ανακουφίσει την αβεβαιότητα ταχύτερα και να διαταράξει πολύ λιγότερο την ανάπτυξη και τον πληθωρισμό. Ενισχύοντας την εμπιστοσύνη, τέτοια αποτελέσματα συνεργασίας θα μπορούσαν ακόμη και να στηρίξουν τις επενδύσεις και τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης.

Η δυναμική σε άλλα μέτωπα πολιτικής θα μπορούσε επίσης να ενισχύσει την ανάπτυξη. Πολλές χώρες μπορεί να υιοθετήσουν διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις για να αποτρέψουν την εδραίωση της απόκλισης από τους ομολόγους τους με τις καλύτερες επιδόσεις. Οι προσπάθειες για την αύξηση της προσφοράς εργασίας, τη μείωση της εσφαλμένης κατανομής, την ενίσχυση του ανταγωνισμού και την υποστήριξη της καινοτομίας θα μπορούσαν να αυξήσουν τη μεσοπρόθεσμη ανάπτυξη.

1.1.1 Πολιτικές Διαχείρισης των Κινδύνων

Στο πλαίσιο της αυξημένης αβεβαιότητας, οι πολιτικές πρέπει να περιορίσουν τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους και να δημιουργήσουν εκ νέου αποθέματα ασφαλείας, προωθώντας παράλληλα τις προσπάθειες για την ενίσχυση των μεσοπρόθεσμων προοπτικών ανάπτυξης.

Η νομισματική πολιτική θα πρέπει να διασφαλίζει την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών, στηρίζοντας παράλληλα τη δραστηριότητα και την απασχόληση. Σε οικονομίες στις οποίες οι πληθωριστικές πιέσεις αποδεικνύονται επίμονες και ο κίνδυνος ανοδικών εκπλήξεων αυξάνεται, θα πρέπει να διατηρηθεί περιοριστική στάση έως ότου καταστούν σαφέστερα τα στοιχεία ότι ο υποκείμενος πληθωρισμός επιστρέφει διατηρήσιμα στον στόχο. Σε οικονομίες στις οποίες η δραστηριότητα επιβραδύνεται γρήγορα και ο πληθωρισμός βρίσκεται σε καλό δρόμο για διαρκή επιστροφή στον στόχο, δικαιολογείται μια λιγότερο περιοριστική στάση.

Σε κάθε περίπτωση, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να εδραιωθεί για να θέσει το δημόσιο χρέος σε βιώσιμη πορεία και να αποκαταστήσει τον χώρο που απαιτείται για πιο ευέλικτες απαντήσεις. Η πορεία εξυγίανσης πρέπει να προσαρμοστεί προσεκτικά στις συνθήκες που αντιμετωπίζει μια συγκεκριμένη οικονομία. Θα πρέπει να είναι αρκετά μεγάλη αλλά σταδιακή ώστε να μην πλήττεται η οικονομική δραστηριότητα, να κοινοποιείται με σαφήνεια ώστε να αποφεύγονται διαταραχές στις αγορές χρέους και να είναι αξιόπιστη για την επίτευξη μακροχρόνιων αποτελεσμάτων. Η υιοθέτηση μιας φιλικής προς την ανάπτυξη προσέγγισης και ο



μετριασμός των δυσμενών επιπτώσεων στα φτωχά άτομα θα μπορούσε να συμβάλει στη διατήρηση του δυναμικού της οικονομίας και στη διατήρηση της δημόσιας στήριξης.

Οι αποκλίνουσες πορείες της νομισματικής πολιτικής μεταξύ των χωρών θα μπορούσαν να προκαλέσουν σημαντικές διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και τις ροές κεφαλαίων. Όπως ορίζεται στο Ολοκληρωμένο Πλαίσιο Πολιτικής του ΔΝΤ, η προσαρμογή των επιτοκίων πολιτικής και η ευελιξία των συναλλαγματικών ισοτιμιών είναι ενδεδειγμένες για χώρες με βαθιές αγορές συναλλάγματος και χαμηλά επίπεδα χρέους σε ξένο νόμισμα. Για όσους έχουν ρηχές αγορές συναλλάγματος και σημαντικά ποσά χρέους σε ξένο νόμισμα, προσωρινές παρεμβάσεις συναλλάγματος (υπό την προϋπόθεση ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα είναι επαρκή και χρησιμοποιούνται με σύνεση), μέτρα διαχείρισης ροών κεφαλαίων, οι μακροπροληπτικές πολιτικές ή κάποιος συνδυασμός των τριών θα μπορούσαν, σε ορισμένες περιπτώσεις, να συνοδεύουν κατάλληλα καθορισμένες νομισματικές και δημοσιονομικές πολιτικές για τη διατήρηση της μακροχρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, απαιτείται αποφασιστική δράση πολιτικής για την ενίσχυση του οικονομικού δυναμισμού, την τόνωση της πλευράς της προσφοράς και την αντιμετώπιση των αυξανόμενων κινδύνων για τις ήδη αμυδρές μεσοπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης. Οι στοχευμένες μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας, τον ανταγωνισμό, την υγειονομική περίθαλψη, την εκπαίδευση και την ψηφιοποίηση μπορούν να αναζωογονήσουν την αύξηση της παραγωγικότητας και να προσελκύσουν κεφάλαια. Η ενεργός επικοινωνία για την επίτευξη συναίνεσης και συνεχούς δέσμευσης με τα βασικά ενδιαφερόμενα μέρη θα μπορούσε να βοηθήσει τους υπεύθυνους χάραξης πολιτικής να σχεδιάσουν και να εφαρμόσουν αποτελεσματικά μέτρα που λαμβάνουν υπόψη τον διανεμητικό αντίκτυπο των μεταρρυθμίσεων.

Η πολυμερής συνεργασία είναι ζωτικής σημασίας για τον περιορισμό του κατακερματισμού, τη διατήρηση της ανάπτυξης και της σταθερότητας. Οι εμπορικές πολιτικές θα πρέπει να συνάδουν με το νομικό πλαίσιο του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου (ΠΟΕ), καθώς και να είναι σαφείς και διαφανείς, ώστε να μειώνεται η αβεβαιότητα, να μειώνεται η αστάθεια των αγορών και να μετριάζονται οι στρεβλώσεις. Θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στην αποκατάσταση ενός πλήρως και εύρυθμα λειτουργούντος συστήματος επίλυσης διαφορών του ΠΟΕ, στην εξασφάλιση ισότιμων όρων ανταγωνισμού και στην επίτευξη σαφήνειας και συνοχής της επιθυμίας των χωρών για μεγαλύτερη ανθεκτικότητα στο πλαίσιο του βασιζόμενου σε κανόνες πολυμερούς εμπορικού συστήματος.



1.2 Η έκθεση διαχείρισης κινδύνων

Σκοπός της παρούσας έκθεσης είναι να αποτυπώσει την πορεία των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται το Ταμείο και πιο συγκεκριμένα το πως αυτοί διαμορφώνονται κατά το τέλος του 2024.

Η δομή του κειμένου σκιαγραφεί στο δεύτερο κεφάλαιο τις αναμενόμενες εξελίξεις των βασικών μεγεθών του Ταμείου με βάση την υφιστάμενη γνώση, παρουσιάζει και αξιολογεί στο τρίτο κεφάλαιο τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται το Ταμείο και παραθέτει στο τέταρτο κεφάλαιο τα κυριότερα συμπεράσματα.



2. Βασικά Μεγέθη του Ταμείου

Το κεφάλαιο αυτό παρουσιάζει τα επικαιροποιημένα στοιχεία του χαρτοφυλακίου του Ταμείου για το 2024.

Τα υπό διαχείριση κεφάλαια του Ταμείου χρηματοδοτούνται από τις εισφορές των ασφαλισμένων (τακτικές και έκτακτες - προαιρετικές), ενώ κυμαίνονται ανάλογα με την πορεία των αποδόσεων που επιτυγχάνονται, αλλά και των παροχών που καταβάλλονται στους εργαζόμενους που αποκτούν το δικαίωμα λήψης του εφάπαξ ποσού. Συνεπώς αυτά ενδέχεται να επηρεάσουν σημαντικά το ύψος του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, αλλά και του εφάπαξ ποσού που λαμβάνουν οι δικαιούχοι κατά τη συνταξιοδότησή τους.

Πιο συγκεκριμένα, το σύνολο των εισφορών (τακτικών και έκτακτων) σωρευτικά για το 2024 ανήλθε στο ποσό των 1.382.720 Ευρώ.

Η εξέλιξη των εισφορών και του κύκλου εργασιών για το 2024, αλλά και το προηγούμενο έτος ήταν η εξής:

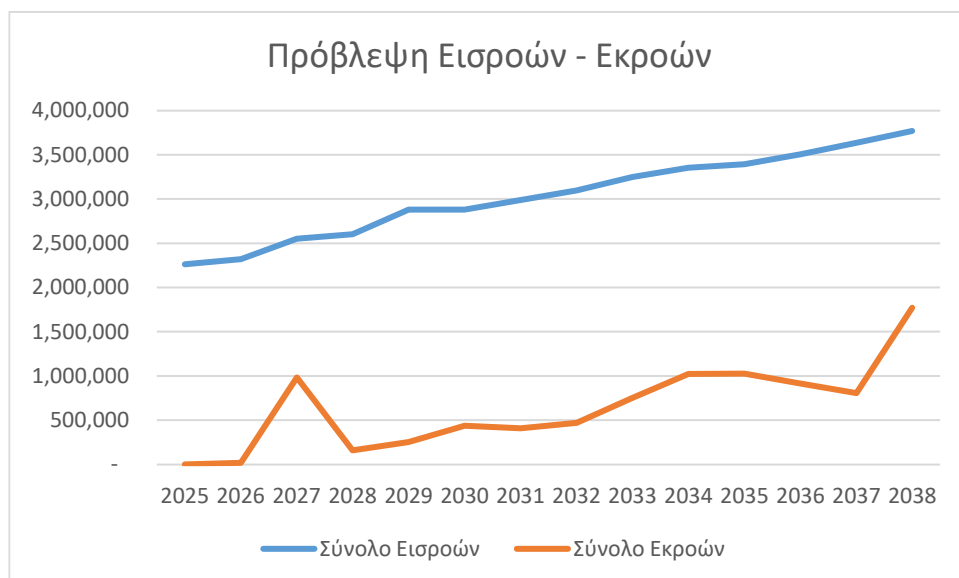
Πίνακας 2.1 Κύκλος Εργασιών

Κύκλος Εργασιών	31/12/2024	31/12/2023
Εισφορές Ειδικού αποθεματικού λειτουργίας	33.390	34.120
Εισφορές Κλάδου Εφάπαξ	1.382.720	814.235
Απόδοση Επενδύσεων	642	-
Διάφορα έσοδα προηγούμενου έτους	300	-
Σύνολο	1.417.052	848.355

Πηγή: Στοιχεία ΤΕΑ ΙΣΑ, Αναλογιστική Μελέτη

Κατά τη διάρκεια του 2024 δεν υπήρξαν καταβολές παροχών. Εν τούτοις η πρόβλεψη για την εξέλιξη των εισφορών και παροχών για τα επόμενα έτη είναι ως εξής:

Σχήμα 2.1 Πρόβλεψη Εξέλιξης Εισφορών – Παροχών 2025 – 2038



Πηγή: Στοιχεία ΤΕΑ ΙΣΑ, Αναλογιστική Μελέτη

Πίνακας 2.2 Πρόβλεψη Εξέλιξης Εισφορών – Παροχών 2025 – 2038

ΕΤΟΣ	2025	2026	2028	2038
ΕΙΣΡΟΕΣ				
Ασφαλιστικές Εισφορές Ενεργών	1.936.900	1.715.819	1.463.423	834.828
Ασφαλιστικές Εισφορές Νεοεισερχομένων	237.12	425.612	808.932	1.657.824
Σύνολο Εισφορών	2.174.020	2.141.431	2.272.355	2.492.652
Έσοδα Επενδύσεων	88.988	178.801	327.971	1.276.812
Σύνολο Εισροών	2.263.008	2.320.232	2.600.326	3.769.464
ΕΚΡΟΕΣ				
Παροχές Συνταξιοδότησης	-	-	125.481	1.273.318
Παροχές Θανάτου	-	17.681	33.18	129.824
Παροχές Πρόωρης Αποχώρησης	-	0	0	366.054
Εκρεμείς Παροχές	-	-	-	-
Σύνολο Εκροών	-	17.681	158.661	1.769.195
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ				
Αποτελέσματα έτους	2.263.008	2.302.551	2.441.665	2.000.269
Αποθεματικό Εφάπαξ Παροχής	4.487.706	6.790.257	10.799.601	35.689.774
ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΑΣΛ	4.487.706	6.790.257	10.799.601	35.689.774

Πηγή: Στοιχεία ΤΕΑ ΙΣΑ, Αναλογιστική Μελέτη

Καθώς το Ταμείο διανύει τα πρώτα έτη ζωής του δεν είναι σαφές πως μπορεί να διαμορφωθεί ο αριθμός των ασφαλισμένων και άρα αυτών που καταβάλλουν εισφορές (και που αναμένουν παροχές) εντός του κάθε έτους.

Η τυχόν μεταβλητότητα στο πλήθος των ασφαλισμένων ή η μείωσή τους είναι ένας κίνδυνος ο οποίος προτείνεται να παρακολουθείται.



3. Διαχείριση Κινδύνων

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μία επικαιροποίηση των κινδύνων για το έτος 2024.

Το Ταμείο είναι εκτεθειμένο σε μία σειρά από κινδύνους, που κατά τη συνήθη πρακτική περιλαμβάνουν τον κίνδυνο αγοράς (ή επενδύσεων) που προκύπτει από την τοποθέτηση των κεφαλαίων του Ταμείου σε περιουσιακά στοιχεία, τον κίνδυνο αντισυμβαλλόμενου (ή πιστωτικό κίνδυνο) που πηγάζει από την πιθανή αθέτηση υποχρέωσης κάποιου από τους αντισυμβαλλόμενους του Ταμείου ή εκδότη χρέους, τον ασφαλιστικό κίνδυνο (ή αναλογιστικό κίνδυνο) που σχετίζεται με την δραστηριότητα του Ταμείου να παρέχει ασφαλιστικές καλύψεις και τέλος τον λειτουργικό κίνδυνο που περιλαμβάνει όλες τις υπόλοιπες πηγές κινδύνων που αφορούν κυρίως τα μηχανογραφικά συστήματα, τον ανθρώπινο παράγοντα, τις διαδικασίες ή εξωτερικούς του Ταμείου παράγοντες.

3.1 Κίνδυνος Αγοράς – Επενδυτικός Κίνδυνος

Ο κίνδυνος της αγοράς προκύπτει από την επενδυτική δραστηριότητα του Ταμείου και οφείλεται στη μεταβλητότητα των τιμών των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύει το Ταμείο.

Πηγές του κινδύνου αυτού είναι τα επιτόκια, δηλαδή τα επιτόκια χωρίς κίνδυνο (risk-free rate) και τα πιστωτικά περιθώρια (credit spreads), οι τιμές των μετοχών, οι τιμές των ακινήτων, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες, οι τιμές των παραγώγων καθώς και ο κίνδυνος συγκέντρωσης και ρευστότητας.

Οι επενδύσεις του Ταμείου γίνονται σύμφωνα με την Επενδυτική Πολιτική του και ο κίνδυνος εκτιμάται σε σύγκριση με την πολιτική αυτή. Η Επενδυτική Πολιτική διέπεται από αρχές που μετριάζουν τον κίνδυνο αυτό και προσβλέπουν στην αποφυγή του. Συγκεκριμένα, οι αρχές εστιάζουν στη συνετή – συντηρητική διαχείριση, στη διασπορά και την ποιότητα των επενδυτικών επιλογών, ώστε να διασφαλίζεται η ασφάλεια, η αποδοτικότητα και η ευκολία ρευστοποίησης των επιλεγμένων περιουσιακών στοιχείων.

Ακολουθείται ο κανόνας του συνετού επενδυτή (prudent investor rule), που πρακτικά προβλέπει διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων του Ταμείου ωςάν να ήταν αυτού που ασχολείται με την επένδυση και άρα με στόχο την καλύτερη εκπροσώπηση των συμφερόντων των ασφαλισμένων, την ασφάλεια ποιότητα, ρευστότητα και κερδοφορία του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, σε αντιστοίχιση με τις προβλεπόμενες παροχές και με επαρκή διαφοροποίηση.



Το Ταμείο διαθέτει δομές που διασφαλίζουν τον περιορισμό του κινδύνου αυτού. Οι επενδύσεις του Ταμείου έχουν ανατεθεί σε επαγγελματίες διαχειριστές με πολυετή εμπειρία και κατευθύνονται αλλά και παρακολουθούνται από την Επενδυτική Επιτροπή, η οποία αποτελείται από μέλη με μακρά παρουσία τόσο στην αγορά όσο και στο αντικείμενο δραστηριότητας του φορέα του Ταμείου.

Για το τέλος του 2024 η απόδοση και η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου σε σύγκριση με το δείκτη αναφοράς διαμορφώθηκε ως εξής:

Πίνακας 3.1 Απόδοση και κίνδυνος χαρτοφυλακίου

	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark
4Q2024	Απόδοση	Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Τυπική Απόκλιση	CV	CV
	0.41%	0.34%	2.14%	1.75%	5.17	5.17

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Η απόδοση του χαρτοφυλακίου στο 4^ο τρίμηνο του 2024 χαρακτηρίζεται από μία θετική πορεία η οποία ακολουθεί αυτή του δείκτη αναφοράς – μένοντας πάνω από αυτόν. Όσον αφορά την τυπική απόκλιση, παρατηρείται ότι και αυτή ξεπερνά την τυπική απόκλιση του δείκτη αναφοράς. Ωστόσο τόσο το χαρτοφυλάκιο όσο και ο δείκτης αναφοράς έχουν το ίδιο coefficient of variation

Η αξία σε κίνδυνο, όπως μετράται από το VaR (Value at Risk), εξελίχθηκε ως ακολούθως:

Πίνακας 3.2 Κίνδυνος χαρτοφυλακίου - VaR

Historical Simulation VaR			
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	3,92%	3,40%	0,52%
Global Bonds	2,8%	2,5%	0,3%
Global Stocks	10,3%	9,9%	0,3%
Greek Bonds	4,9%	2,7%	2,2%
Greek Equity	17,4%	11,8%	5,5%
Money Market	0,0%	0,0%	0,0%

Historical VaR Contribution			
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	100%	100%	0,00%
Global Bonds	20,6%	18,3%	2,3%
Global Stocks	19,3%	43,6%	-24,4%
Greek Bonds	4,9%	9,2%	-4,2%
Greek Equity	55,2%	28,9%	26,3%
Money Market	0,0%	0,0%	0,0%

Parametric VaR			
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	3,87%	3,73%	0,14%
Global Bonds	3,0%	3,0%	0,1%
Global Stocks	8,6%	9,1%	-0,5%
Greek Bonds	4,1%	3,1%	1,0%
Greek Equity	13,5%	12,3%	1,2%
Money Market	0,1%	0,0%	0,1%

Monte Carlo VaR			
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	5,02%	4,56%	0,46%
Global Bonds	3,8%	3,7%	0,1%
Global Stocks	11,2%	12,2%	-1,0%
Greek Bonds	3,9%	3,9%	-0,1%
Greek Equity	17,0%	15,6%	1,4%
Money Market	0,1%	0,0%	0,1%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Όσον αφορά τον κίνδυνο, όπως μετράται από το (Historical) VaR99%, παρατηρείται ότι αυτός παραμένει σε επίπεδα της τάξης του 4%, ενδεχόμενα επηρεαζόμενο από το ευμετάβλητο των αγορών κατά το τελευταίο έτος.

Το υφιστάμενο Historical VaR του 4% στο τέλος του 4^{ου} τριμήνου σημαίνει ότι υπάρχει ενδεχόμενο 2-3 ημέρες το χρόνο το χαρτοφυλάκιο να απωλέσει τουλάχιστον το 4% της αξίας του (χωρίς να υπάρχει άνω φράγμα στο πόσο θα χάσει).

Η συνολική αξία του χαρτοφυλακίου και η ανά κατηγορία αξία περιουσιακού στοιχείου έχει ως εξής.

Πίνακας 3.3 Αξία Χαρτοφυλακίου ανά κατηγορία

PORTFOLIO APPRAISAL												
December 31, 2024												
ASSET CLASSES	Base Curr.			Initial Amount	Acc.Int. 12-31-24	Value 12-31-24	Difference	Diff. %	FX Rate	Closing Price EUR	Value EUR	Contr.
CASH & EQUIVALENT												
EUR IN ALPHA BANK	EUR			246,582.76	0.00	246,582.76	0.00	0.00%	1.0000		246,582.76	10.89%
TRANSACTIONS LIABILITY IN EURO	EUR			-167,267.98	0.00	-167,267.98	0.00	0.00%	1.0000		-167,267.98	10.89%
											79,314.78	3.91%
ASSET CLASSES	Base Curr.	Quantity	Unit Cost	Total Cost	Closing 12-31-24	Value 12-31-24	Difference	Diff. %	FX Rate	Closing Price EUR	Value EUR	Contr.
MUTUAL FUNDS												
ALPHA ETF FTSE ATHEX LARGE CAP	EUR	7,550.0000	34.88	263,366.75	35.5500	268,402.50	5,035.75	1.91%	1.0000		268,402.50	13.77%
ISHARES CORE GLB AGGREGATE	EUR	159,500.0000	4.78	762,265.47	4.8131	767,689.45	5,423.98	0.71%	1.0000		767,689.45	39.40%
BOND UCITS ETF EUR-H ACC												
XTRACKERS MSCI WORLD UCITS ETF	EUR	41,800.0000	10.73	448,413.83	10.9115	456,100.70	7,686.87	1.71%	1.0000		456,100.70	23.41%
ALPHA GREEK CORPORATE BOND FUND (INSTITUTIONAL)	EUR	30,013.0290	5.79	173,826.40	5.9610	178,907.67	5,081.27	2.92%	1.0000		178,907.67	9.18%
ALPHA GREEK BOND FUND (INSTITUTIONAL)	EUR	8,469.1220	21.21	179,600.00	21.7357	184,082.30	4,482.30	2.50%	1.0000		184,082.30	9.45%
ALPHA MONEY MARKET STANDARD VAR. NAV FUND (INSTITUTIONAL)	EUR	6,403.5290	14.47	92,637.18	14.5868	93,407.00	769.82	0.83%	1.0000		93,407.00	4.79%
											1,948,589.61	96.09%
TOTAL PORTFOLIO											2,027,904.39	

Ταυτόχρονα υπολογίζεται και το VaR Contribution ώστε να φαίνεται από ποια κατηγορία περιουσιακών στοιχείων υπάρχει η μεγαλύτερη συνεισφορά. Έτσι,



διαπιστώνεται ότι τον Δεκέμβριο του 2024 ότι το μετοχικό μέρος που επενδύει σε ελληνικές μετοχές είχε συνεισφορά της τάξης του 55% (έναντι 29% του δείκτη αναφοράς) που είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή που είχε το μετοχικό μέρος παγκόσμιων μετοχών που ήταν της τάξης του 19% (έναντι 44% του δείκτη αναφοράς). Το ομολογιακό μέρος παγκοσμίων ομολόγων είχε ένα VaRC της τάξης του 21% (έναντι 18% του δείκτη) και των ελληνικών ομολόγων 5% (έναντι 9% του δείκτη). Συνολικά, σχεδόν το 100% του VaR προέρχεται από το ομολογιακό και μετοχικό μέρος του χαρτοφυλακίου. Το VaR Contribution δείχνει συνεπώς ότι από το παραπάνω ποσό που μπορεί (τουλάχιστον) να απωλέσει το χαρτοφυλάκιο, με πιθανότητα 1%, περίπου το 55% προέρχεται από το ελληνικό μετοχικό μέρος, περίπου το 19% από το παγκόσμιο μετοχικό μέρος, 21% από το παγκόσμιο ομολογιακό μέρος και 5% από το ελληνικό ομολογιακό μέρος.

Η ύπαρξη δείκτη αναφοράς συνιστά από μόνη της μία δικλείδα ασφαλείας, καθώς οι επενδυτικές επιλογές ακολουθούν μία συγκεκριμένη, προαποφασισμένη σύνθεση που συνάδει με τους επενδυτικούς στόχους του Ταμείου. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου φαίνεται σε γενικές γραμμές ευθυγραμμισμένη με το δείκτη αναφοράς (Πίνακας 3.4). Παρατηρείται ευθυγράμμιση ή μικρές παρεκκλίσεις που δεν ξεπερνούν το 5%, με τη μεγαλύτερη τιμή να λαμβάνεται στα μέσα διαχείρισης διαθεσίμων.

Πίνακας 3.4 Σύνθεση χαρτοφυλακίου

Σύνθεση Χαρτοφυλακίου			
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Total	100,0%	100,0%	0,0%
Global Bonds	38,1%	37,5%	0,6%
Global Stocks	22,7%	22,5%	0,2%
Greek Bonds	17,3%	17,5%	-0,2%
Greek Equity	13,3%	12,5%	0,8%
Money Market	8,6%	10,0%	-1,4%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Παρ' όλο που οι παρεκκλίσεις αυτές ενδεχόμενα συνάδουν με την αυξημένη προσοχή που απαιτείται λόγω του ενίοτε ευμετάβλητου των αγορών και της εκάστοτε ανάγκη προς αναζήτηση μελλοντικών ευκαιριών, αλλά και τη διαφύλαξη του κεφαλαίου από περαιτέρω πτώση (ως ένα μαξιλάρι ασφαλείας) **προτείνεται να τεκμηριώνεται και να αναφέρεται στις εκθέσεις του διαχειριστή επενδύσεων και να μη γίνεται σιωπηρά.**

3.1.1. Επιτοκιακός Κίνδυνος

Ο επιτοκιακός κίνδυνος έχει ως πηγή του την μεταβολή της καμπύλης επιτοκίων και την επίδρασή της στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων, κυρίως αυτών που είναι σταθερού εισοδήματος.

Τα επιτόκια βρίσκονται σε θετική περιοχή, γεγονός που ναι μεν διευκολύνει την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων, αλλά δεν αίρουν την ανησυχία μεταβολής των τιμών των ομολόγων καθώς δεν είναι σαφές αν θα υπάρξει σταθερότητα των επιτοκίων στη ζώνη του Ευρώ ή θα ακολουθήσει μείωσή τους σε ευθυγράμμιση με την σχετική προσδοκία στις ΗΠΑ. Η οποιαδήποτε προσπάθεια πρόβλεψης είναι παρακινδυνευμένη, αλλά μάλλον αναμένεται συνέχιση της μείωσης των επιτοκίων και μετά το 2024 αν δεν αλλάξει κάτι σημαντικά – με χαμηλότερο ενδεχόμενα ρυθμό σε σχέση με την προσδοκία ωστόσο, καθώς οι Κεντρικές Τράπεζες δεν δείχνουν να βιάζονται/ πείθονται ότι πρέπει να τα μειώσουν.

Ένα μέτρο του επιτοκιακού κινδύνου είναι το (modified) duration (η (σταθμισμένη) μεσοσταθμική διάρκεια) και το convexity (η κυρτότητα), το οποίο δείχνει τη μεταβολή της αξίας του χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος όταν μεταβληθούν τα επιτόκια. Το modified duration του χαρτοφυλακίου ήταν στο τέλος του 2024 είναι 3,37 έτη που σημαίνει ότι μία μεταβολή των επιτοκίων κατά μία ποσοστιαία μονάδα επιφέρει μεταβολή της αξίας του (ομολογιακού) χαρτοφυλακίου κατά 3,37 ποσοστιαίες μονάδες (αν και το (modified) duration δε χρησιμοποιείται για τόσο μεγάλες μεταβολές των επιτοκίων). (Πίνακας 3.5).

Πίνακας 3.5 Ομολογιακό χαρτοφυλάκιο – yield to maturity, modified duration & convexity

	Yield to Maturity	Modified Duration	Convexity	Maturity
Total	2,51	3,37	0,41	4,78
Global Bonds	3,62	6,66	0,86	8,68
Global Stocks				
Greek Bonds	5,43	4,69	0,50	8,40
Greek Equity				
Money Market	2,16	0,19	0,00	0,19

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Από τις εκτιμήσεις του Ταμείου, από το 2026 και μετά ενδεχομένως να γίνουν εκταμιεύσεις για παροχές θανάτου, Από το 2028 και μετά θα υπάρχει αυξημένη πιθανότητα για εκταμιεύσεις για παροχές συνταξιοδότησης. Παρ' όλο που δεν είναι γνωστή η αντιστοίχιση των περιουσιακών στοιχείων με τις υποχρεώσεις (που μάλλον δεν απαιτείται καθώς πρόκειται για χαρτοφυλάκιο καθορισμένων εισφορών), το modified duration των 3,37 θα πρέπει να αξιολογηθεί ώστε να είναι



ευθυγραμμισμένο με αυτό των υποχρεώσεων, αφού αυτές εκτείνονται σε περίοδο περισσότερων ετών και προβλέπεται ότι σταδιακά θα βαίνουν αυξανόμενες.

Ενδεικτικό των αποδόσεων από το μέρος του χαρτοφυλακίου που επενδύεται σε τίτλους σταθερού εισοδήματος είναι το yield to maturity, το οποίο διαμορφώθηκε στο 2,51 % στο τέλος του 2024 (Πίνακας 3.5).

Από τα παραπάνω διαφαίνεται ότι η το υψηλότερο yield to maturity είχαν τα ελληνικά ομόλογα (5,4%), στη συνέχεια τα παγκόσμια ομόλογα (3,6%) και τέλος τα μέσα χρηματαγοράς (2,2%). Προς το παρόν όμως υπάρχει η αναμονή για την εξέλιξη των επιτοκίων, ανάλογα με τις αποφάσεις των κεντρικών τραπεζών – που μάλλον αναμένεται να συνεχίσει να είναι πτωτική.

3.1.2 Κίνδυνος Πιστωτικού Περιθωρίου

Ο κίνδυνος πιστωτικού περιθωρίου (spread risk) προκύπτει από τη μεταβλητότητα του spread και αφορά επίσης επενδύσεις σταθερού εισοδήματος, όπως τα ομόλογα.

Καθώς οι επενδύσεις είναι κατά 35,6% σε περιουσιακά στοιχεία με βαθμολογία άνω του BBB, ο κίνδυνος αυτός είναι υπαρκτός. Υφίσταται καθώς πάνω από το μισό μέρος του χαρτοφυλακίου (64,4%) επενδύεται σε ομόλογα με βαθμολογία κάτω του BBB ή χωρίς βαθμολογία (NR) (προς επίτευξη θετικών αποδόσεων). Μάλιστα τα τελευταία συνιστούν το 42% του χαρτοφυλακίου ομολόγων. Επίσης, ένα σημαντικό μέρος του χαρτοφυλακίου επενδύεται σε ελληνικά ομόλογα (17,3%), τα οποία παρόλο που εν μέρη είναι κρατικά, δεν έχουν ακόμα βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας που τα χαρακτηρίζει investment grade από το σύνολο των οίκων αξιολόγησης (Πίνακας 3.6).

Λόγω όμως του κύκλου της οικονομίας που έχουμε εισέρθει και των προκλήσεων που εντοπίζονται, δεν αποκλείεται να εμφανιστούν επιπλέον υποβαθμίσεις (downgrades) των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας, το οποίο θα επιφέρει αύξηση του spread και άρα ο κίνδυνος αυτός να αναδειχθεί σε σημαντικότερο. Από την άλλη, η αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων ενδέχεται να κάνει πιο βιώσιμο το δανεισμό και άρα να λειτουργήσει ευεργετικά. Σε κάθε περίπτωση συνιστάται η παρακολούθηση της εξέλιξης των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων του χαρτοφυλακίου, αλλά και των τραπεζών στις οποίες είναι τοποθετημένα τα μετρητά και οι προθεσμιακές καταθέσεις. Αυξημένη παρακολούθηση συνιστάται για τα ομόλογα βαθμολογίας BBB, τα οποία είναι αυτά που κινδυνεύουν να υποβαθμιστούν και άρα να βρεθούν εκτός της κατηγορίας που θεωρείται κατάλληλη για επένδυση (από investment grade σε sub-investment grade) και όπως φαίνεται συνιστούν το 8,4% του χαρτοφυλακίου ομολόγων στο τέλος του 2024. Όμοια, και για τα ελληνικά ομόλογα που αποτελούν το 17,3% του χαρτοφυλακίου ομολόγων. Δίδουν βέβαια υψηλότερες αποδόσεις, γεγονός που δικαιολογεί ίσως την επιλογή. Εντούτοις αποτελούν πηγή αυξημένου πιστωτικού κινδύνου.

Πίνακας 3.6 Ομολογιακό χαρτοφυλάκιο – πιστοληπτική αξιολόγηση εκδοτών

Credit Ratings	Global Bonds	Greek Bonds	Bond portfolio	
AAA	1,7%	0,0%	1,2%	1,2%
AAA-	0,0%	0,0%	0,0%	
AA+	30,3%	0,0%	20,8%	22,3%
AA	1,6%	0,0%	1,1%	
AA-	0,5%	0,0%	0,3%	
A+	0,7%	0,0%	0,5%	3,7%
A	2,1%	0,0%	1,4%	
A-	2,6%	0,0%	1,8%	
BBB+	4,7%	0,8%	3,4%	8,4%
BBB	3,8%	0,0%	2,6%	
BBB-	3,3%	0,5%	2,4%	
BB+	0,7%	40,5%	13,1%	18,3%
BB	1,1%	5,1%	2,4%	
BB-	0,1%	8,8%	2,8%	
B+	0,0%	14,6%	4,6%	4,6%
B	0,0%	0,0%	0,0%	
B-	0,0%	0,0%	0,0%	
NR	47,0%	29,6%	41,6%	41,6%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Οι ληκτότητες των ομολόγων έχουν ως εξής (Πίνακας 3.7):

Πίνακας 3.7 Ομολογιακό χαρτοφυλάκιο – ληκτότητες ομολόγων

Maturity	Global Bonds	Greek Bonds	Bond portfolio	Money market
0 to 1	0,5%	7,3%	2,6%	100,0%
1 to 3	9,4%	7,1%	8,7%	
3 to 5	9,9%	13,5%	11,0%	
5 to 7	16,0%	22,8%	18,1%	
7 to 10	41,3%	25,9%	36,5%	
10 +	19,8%	23,4%	20,9%	
NR	3,0%	0,0%	2,1%	

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Το 11% περίπου των ομολόγων έχουν ληκτότητα έως 3 έτη, το 29% από 3 έως 7 και το 58% από 7 έτη και επάνω. Αυτό σημαίνει ότι το τμήμα αυτό του χαρτοφυλακίου είναι ευμετάβλητο σε μεταβολές των επιτοκίων/ spreads.



3.1.3 Κίνδυνος Μετοχών

Ο κίνδυνος αυτός έχει ως πηγή τη μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών.

Το χαρτοφυλάκιο επενδύει (με στοιχεία 31.12.2024) το 36% των κεφαλαίων του σε μετοχές (το 23% σε παγκόσμιες και το 13% σε ελληνικές) μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων. Αυτό διασφαλίζει ότι πρόκειται για επένδυση σε ήδη διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια και ως εκ τούτου ο κίνδυνος μετριαζεται.

Όπως όμως έχει εξηγηθεί, το περιβάλλον που βρισκόμαστε είναι εξαιρετικά ευμετάβλητο – λόγω διαφόρων συμβάντων, γεγονός που μπορεί να επηρεάσει τη μεταβλητότητα των μετοχικών αγορών. Η πορεία των τιμών των μετοχών θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη της παραγωγικής δραστηριότητας και άρα των κερδών των εταιριών που ενδέχεται να επηρεαστούν από τις πολιτικές επιβολής (ή μη) δασμών. Συνεπώς, μπορεί να αναμένεται αυξημένη διακύμανση και ο κίνδυνος αυτός θα πρέπει να παρακολουθείται ώστε αν απαιτηθεί να γίνουν οι απαραίτητες κινήσεις. Φυσικά, ο μακροχρόνιος ορίζοντας του Ταμείου του επιτρέπει να μην προβεί σε βεβιασμένες κινήσεις. Αντιθέτως μπορεί να αξιοποιήσει τυχόν επενδυτικές ευκαιρίες που θα εμφανιστούν.

3.1.4 Κίνδυνος Ακινήτων

Ο κίνδυνος αυτός προκύπτει από τη μεταβλητότητα των τιμών των ακινήτων. Το Ταμείο δε διαθέτει επενδύσεις σε ακίνητα και ως εκ τούτου δεν εκτίθεται στον κίνδυνο αυτό.

3.1.5 Συναλλαγματικός Κίνδυνος

Ο κίνδυνος αυτός προκύπτει από τη μεταβλητότητα των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Το Ταμείο δε διαθέτει επενδύσεις σε νόμισμα πλην του Ευρώ και ως εκ τούτου δεν εκτίθεται στον κίνδυνο αυτό.

3.1.6 Κίνδυνος Παραγώγων

Ο κίνδυνος αυτός προκύπτει από τη μεταβλητότητα των τιμών των παραγώγων. Το Ταμείο δε διαθέτει επενδύσεις σε παράγωγα και ως εκ τούτου δεν εκτίθεται στον κίνδυνο αυτό.

3.1.7 Κίνδυνος Συγκέντρωσης

Ο κίνδυνος αυτός απορρέει από τη μεγάλη έκθεση σε μία συγκεκριμένη πηγή κινδύνου που αφορά είτε σε κατηγορία περιουσιακών στοιχείων είτε σε εκδότη/αντισυμβαλλόμενο.

Στο ταμείο ο κίνδυνος αυτός θεωρείται ότι υφίσταται σε μέτριο επίπεδο, καθώς 17,3% του χαρτοφυλακίου είναι τοποθετημένο σε ελληνικά ομόλογα και 13,3% σε ελληνικές μετοχές (Πίνακας 3.4). Αυτό σημαίνει ότι το 30,6% του χαρτοφυλακίου

επενδύεται στην Ελλάδα. Επιπλέον το 8,6% βρίσκεται επενδυμένο σε μέσα χρηματαγοράς στο τέλος του 2024.

Σημειώνεται βέβαια εδώ ότι τα ποσοστά αυτά είναι ευθυγραμμισμένα με την Επενδυτική Πολιτική του Ταμείου και δεν υπάρχει κάποια σημαντική παρέκκλιση από το δείκτη αναφοράς - πλην αυτής των μετρητών – και σε καμία περίπτωση δεν υπάρχει υπέρβαση των ανωτάτων ορίων.

3.1.8 Κίνδυνος Ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας αφορά στην τυχόν αδυναμία του Ταμείου να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες κυρίως υποχρεώσεις του και πηγάζει από την ενδεχόμενη δυσκολία ρευστοποίησης των περιουσιακών του στοιχείων.

Παρατηρούμε ότι ο κίνδυνος αυτός είναι μικρός καθώς υπάρχει επαρκές ποσό άμεσα διαθέσιμο στον τραπεζικό λογαριασμό για την κάλυψη των δαπανών λειτουργίας του Ταμείου και το 8,6% του χαρτοφυλακίου είναι τοποθετημένο σε προϊόντα αγοράς χρήματος. Τα δε υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία συνιστούν αμοιβαία κεφάλαια τα οποία θεωρούνται εύκολα ρευστοποιήσιμα σε περίπτωση που αυτό χρειαστεί. Το ποσό δε που κατέχει το Ταμείο εκτιμάται ότι εύκολα θα μπορέσει να ρευστοποιηθεί – εάν απαιτηθεί – καθώς η υφιστάμενη εμπορευσιμότητα και όγκος συναλλαγών μπορεί να το απορροφήσει.

Οι υποχρεώσεις του Ταμείου αφορούν κυρίως τις υποχρεώσεις προς προμηθευτές (σε κοντινά διαστήματα) και τις παροχές προς τους ασφαλισμένους (σε μεσοπρόθεσμα διαστήματα).

3.1.9 Κίνδυνος ESG

Ο κίνδυνος ESG (Environmental, Social and Governance) αφορά κινδύνους περιβαλλοντικούς, κοινωνικούς, αλλά και διακυβέρνησης που προκύπτουν από τους εκδότες των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύει το Ταμείο. Καθώς η διαχείριση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου έχει ανατεθεί σε εξωτερικό διαχειριστή, έχει ζητηθεί να περιγραφεί η προσέγγιση του τελευταίου αναφορικά με τους κινδύνους αυτούς, ώστε να είναι σαφές πως αντιμετωπίζεται κατά την επιλογή των περιουσιακών στοιχείων. Ανάλογα θα ενταχθεί η παρακολούθησή του στο σύστημα διαχείρισης κινδύνων.

Θα πρέπει πάντως να σημειωθεί, ότι η εισαγωγή κριτηρίων ESG δεν συνιστά exclusion list, αλλά ουσιαστικά αποτυπώνει την αξιολόγηση του χαρτοφυλακίου όπως αυτή διαμορφώνεται από την πολιτική ESG των investees στους οποίους ο διαχειριστής (και κατ' επέκταση το Ταμείο) επενδύει. Ένα σημείο προσοχής είναι ότι υπάρχει ένα εύρος ESG scores και αυτό καθιστά την παρακολούθηση της αξιολόγησης αυτής δυσχερή και όχι μονοσήμαντα ορισμένη.

3.2 Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου (Πιστωτικός Κίνδυνος)

Ο πιστωτικός κίνδυνος προκύπτει από τη αθέτηση υποχρέωσης αντισυμβαλλομένου.

Στην περίπτωση του Ταμείου το 35,6% περίπου του ομολογιακού μέρους του χαρτοφυλακίου είναι επενδυμένο σε ομόλογα με βαθμολογία από BBB- και άνω. Το μεγαλύτερο μέρος του υπολοίπου 64,4% (41,6%) είναι σε ομόλογα που δεν έχουν αξιολόγηση και τα υπόλοιπα (22,8%) σε ομόλογα με βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητα από BB+ και κάτω (Πίνακας 3.6). Τα ομόλογα αυτά φέρουν τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο αφενός λόγω της βαθμολογίας ή της έλλειψης βαθμολογίας της πιστοληπτικής ικανότητας, αφετέρου λόγω της συγκέντρωσης σε εκδότες μίας και μόνο χώρας (στην περίπτωση των ελληνικών ομολόγων).

Πίνακας 3.8 Κατανομή Χαρτοφυλακίου

ASSET CLASSES	Curr.	Quantity	Unit Cost	Total Cost
MUTUAL FUNDS				
ALPHA ETF FTSE ATHEX LARGE CAP	EUR	7,550.0000	34.88	263,366.75
ISHARES CORE GLB AGGREGATE BOND UCITS ETF EUR-H ACC	EUR	159,500.0000	4.78	762,265.47
XTRACKERS MSCI WORLD UCITS ETF	EUR	41,800.0000	10.73	448,413.83
ALPHA GREEK CORPORATE BOND FUND (INSTITUTIONAL)	EUR	30,013.0290	5.79	173,826.40
ALPHA GREEK BOND FUND (INSTITUTIONAL)	EUR	8,469.1220	21.21	179,600.00
ALPHA MONEY MARKET STANDARD VAR. NAV FUND (INSTITUTIONAL)	EUR	6,403.5290	14.47	92,637.18

Είναι σαφές ότι τα ομόλογα αυτά απέδωσαν και ίσως ακόμα αποδίδουν υψηλότερες αποδόσεις από τα αντίστοιχα ομόλογα άλλων χωρών της ζώνης του ευρώ και άρα έχουν προτιμηθεί. Δε θα πρέπει να παραγνωριστεί όμως ότι ενέχουν και υψηλότερο κίνδυνο.

Συνδυαστικά λοιπόν, περίπου το 17,6% του συνολικού χαρτοφυλακίου είναι εκτεθειμένο στον κίνδυνο της χώρας μέσω της επένδυσης σε ομόλογα και μετοχές. Δεν είναι παράλογο, καθώς το Ταμείο δραστηριοποιείται στην Ελλάδα, και μπορεί να επιτύχει και υψηλότερες αποδόσεις από ότι σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης, αλλά αποτελεί σημείο προσοχής και παρακολούθησης.

Η πρόβλεψη των οίκων αξιολόγησης ήταν ότι ενδέχεται να υπάρξουν υποβαθμίσεις των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας εταιρικών αλλά και κρατικών ομολόγων σε βαθμολογίες κάτω από BBB- που θεωρούνται κατάλληλα για επένδυση (investment grade), και άρα αυτά τα ομόλογα θα θεωρηθούν υψηλών αποδόσεων και υποδεέστερα για επένδυση (sub-investment grade). Όμως, η μείωση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες, που ήδη λαμβάνει χώρα και αναμένεται να συνεχιστεί ενδέχεται να καταστήσει το μελλοντικό χρέος πιο εύκολα βιώσιμο/εξυπηρετούμενο. Όπως και να έχει, θα πρέπει να υπάρχει συνεχής παρακολούθηση



των συγκεκριμένων ειδικά ομολόγων για να είναι σαφές πως θα συμπεριφερθούν. Τα ομόλογα με βαθμολογία BBB αποτελούν το 8,4% του χαρτοφυλακίου ομολόγων με στοιχεία 31.12.2024 και συνεπώς συνιστούν ένα σημαντικό ποσοστό του. Παρ' όλο που δε συνίστανται πωλήσεις υπό πίεση, εντούτοις χρειάζεται συνεχής παρακολούθηση και αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου εφόσον απαιτηθεί.

3.3 Ασφαλιστικός Κίνδυνος (Αναλογιστικός Κίνδυνος)

Ο ασφαλιστικός (ή αναλογιστικός κίνδυνος) πηγάζει από την παροχή ασφαλιστικών καλύψεων εκ μέρους του ταμείου και εμφανίζεται όταν οι υποθέσεις ή/ και η μεθοδολογία που εφαρμόστηκαν για την τιμολόγηση των ασφαλιστικών προγραμμάτων δεν είναι επαρκείς ή ορθές ή/ και τα κριτήρια επιλογής και αποζημίωσης των ασφαλισμένων δε λειτούργησαν ορθά ή κατά τα αναμενόμενα τόσο στην έναρξη της ασφάλισης, όσο και στη συνέχεια. Το τελευταίο ενδεχόμενο επηρεάζεται από μεταβολές των δεδομένων που χρησιμοποιήθηκαν, τα οποία θα μπορούσε να είναι δημογραφικά, εισοδηματικά, ιατρικά, κ.ά. Ως εκ τούτου απαιτείται η συνεχής παρακολούθησή τους.

Το Ταμείο χορηγεί παροχές εφάπαξ υπό προϋποθέσεις. Οι παροχές αυτές καταβάλλονται στους δικαιούχους με τη μορφή εφάπαξ ποσού χωρίς να προβλέπεται οποιουδήποτε είδους εγγύηση σχετικά με το ύψος των παροχών, τη διατήρηση του κεφαλαίου ή το ύψος της επενδυτικής απόδοσης.

Ο ασφαλισμένος δικαιούται να λάβει το Εφάπαξ, εφόσον συμπληρώνεται οποιαδήποτε από τις εξής προϋποθέσεις (σύμφωνα με την Ιστοσελίδα του Ταμείου):

- Για ασφαλισμένους με ημερομηνία εγγραφής προ της 20/12/2023:
 - Συνταξιοδότηση από τον κύριο φορέα ασφάλισης.
 - Τουλάχιστον 5ετής ασφάλιση στο Ταμείο και ηλικία 55 ετών και άνω.
 - Τουλάχιστον 10ετής ασφάλιση στο Ταμείο ηλικία 50 ετών και άνω.
 - Τουλάχιστον 15ετής ασφάλιση στο Ταμείο, ανεξαρτήτως ηλικίας.
- Για ασφαλισμένους με ημερομηνία εγγραφής μετά την 20/12/2023:
 - Συνταξιοδότηση από τον κύριο φορέα ασφάλισης
 - Ηλικία 62 ετών, ανεξάρτητα από τον χρόνο ασφάλισης στο Ταμείο, όπως το ελάχιστο αυτό ηλικιακό όριο διαμορφώνεται κάθε φορά για τη λήψη πλήρους σύνταξης από τον κύριο φορέα ασφάλισης.
 - Ηλικία 55 ετών με τουλάχιστον 20 έτη ασφάλισης στο Ταμείο.



- Σε περίπτωση θανάτου του ασφαλισμένου, το δικαιούμενο κατά τον θάνατο ποσό αποδίδεται στους νόμιμους δικαιούχους του.

Όσον αφορά το πρόγραμμα εφάπαξ συνταξιοδοτικής παροχής, το Ταμείο δεν εκτίθεται σε ασφαλιστικό κίνδυνο, καθώς πρόκειται για συνταξιοδοτικό σχήμα που ακολουθεί το κεφαλαιοποιητικό σύστημα καθορισμένων εισφορών (funded – defined contribution scheme). Ως εκ τούτου, οι ασφαλισμένοι λαμβάνουν με τη λήξη του προγράμματος το ποσό που έχει συσσωρευτεί από τις τακτικές εισφορές και τις έκτακτες εισφορές τους, συν/πλην τις αποδόσεις των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύονται οι εισφορές αυτές.

Η λήψη της παροχής από ασφαλισμένους και η είσοδος νέων ασφαλισμένων επηρεάζουν τα υπό διαχείριση κεφάλαια και ως εκ τούτου το επενδυτικό αποτέλεσμα, καθώς το ταμείο καλείται να ρευστοποιεί περιουσιακά στοιχεία για την καταβολή της εφάπαξ παροχής και να επενδύει τις νέες εισφορές. Επιπλέον, θα πρέπει να μπορεί να εκτιμά το ύψος των συσσωρευμένων κεφαλαίων ώστε να προγραμματίζει σωστά αφενός την επενδυτική του δραστηριότητα, αφετέρου την εκταμίευση των εφάπαξ ποσών προς τους δικαιούχους. Συνιστάται συνεπώς – παρ' όλο που δεν απαιτείται λόγω της μορφής του σχήματος – η ταυτόχρονη παρακολούθηση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων (στο βαθμό που οι τελευταίες μπορούν να προβλεφθούν) ώστε να είναι γνωστή η αντιστοίχιση των χρηματορρών.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω εκτιμάται ότι ο αναλογιστικός κίνδυνος είναι προς το παρόν περιορισμένος και ελεγχόμενος.

3.4 Λειτουργικός Κίνδυνος

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται κίνδυνοι που δεν συμπεριλαμβάνονται στις προηγούμενες κατηγορίες και έχει ως πηγές του συνήθως τα μηχανογραφικά συστήματα, τον ανθρώπινο παράγοντα, τις διαδικασίες, καθώς και το εξωτερικό περιβάλλον ή εξωγενή συμβάντα που μπορούν να επηρεάσουν τη δραστηριότητα του Ταμείου. Σε αυτά εμπίπτουν το νομικό πλαίσιο, φυσικά ή τεχνητά φαινόμενα, απάτη και ενέργειες που επηρεάζουν τη φήμη του Ταμείου.

Συνολικά ο λειτουργικός κίνδυνος εκτιμάται ότι ελέγχεται και μετριάζεται αφενός από την ύπαρξη Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας, αφετέρου από τον διαχωρισμό αρμοδιοτήτων που ασκούνται από διάφορα πρόσωπα (νομικά ή φυσικά), δηλαδή τον Διαχειριστή του ηλεκτρονικού μητρώου των ασφαλισμένων, τον Λογιστή, τον Ορκωτό Ελεγκτή, την Επιτροπή Επενδύσεων, τον Διαχειριστή Επενδύσεων, τον Θεματοφύλακα, τον Αναλογιστή, τον Εσωτερικό Ελεγκτή, τον Διαχειριστή Κινδύνων.

3.4.1 Κίνδυνος Μηχανογραφικών Συστημάτων

Ο κίνδυνος αυτός αφορά την ενδεχόμενη δυσλειτουργία των μηχανογραφικών συστημάτων, υφαρπαγή στοιχείων από τα μηχανογραφικά συστήματα (ιδιαίτερα προσωπικών δεδομένων), κακή ποιότητα δεδομένων ή στοιχείων (πρωτογενών ή/ και δευτερογενών), και εισβολή στην ιστοσελίδα ή τα συστήματα του Ταμείου. Πηγές του κινδύνου αυτού θα μπορούσαν να είναι κάποιο κατασκευαστικό ή προγραμματιστικό σφάλμα πρόσκαιρο ή μόνιμο, η λανθασμένη αποστολή στοιχείων ή ανεπιθύμητη πρόσβαση σε αυτά, η λανθασμένη ή ελλιπής καταχώρηση στοιχείων, η λανθασμένη σύνδεση αρχείων, αστοχία προδιαγραφών ή ακατάλληλος προγραμματισμός και η κακόβουλη ενέργεια με σκοπό τη παρεμπόδιση της λειτουργίας του Ταμείου.

Οι λειτουργίες του Ταμείου υποστηρίζονται από εξωτερικό συνεργάτη (Prudential Informatics) γεγονός που καθιστά ασαφές προς το παρόν ποιες είναι οι δυνατότητες του συστήματος και ποια τα μέτρα προστασίας από τους κινδύνους που απειλούν τα εν λόγω πληροφοριακά συστήματα. **Συνιστάται εντός του 2025 και μέχρι την σύνταξη της επόμενης έκθεσης να γίνει σαφές (με κατάλληλα ερωτηματολόγια, συνεντεύξεις, ελέγχους κ.λπ.) κατά πόσο είναι προστατευμένο/ εκτεθειμένο το Ταμείο.**

Παρ' όλο που ο κίνδυνος θεωρείται εν γένει μικρής πιθανότητας λόγω του ρόλου του Ταμείου, χρειάζεται επιβεβαίωση ότι υπάρχουν οι δικλείδες ασφαλείας για τον ορθό υπολογισμό των ποσών και της διασφάλισης της πρόσβασης σε προσωπικά δεδομένα από μη πιστοποιημένα άτομα ή εξωτερικούς φορείς που κακόβουλα θα αποκτήσουν πρόσβαση σε αυτά. **Ως εκ τούτου στην παρούσα φάση θα πρέπει να αξιολογηθεί κατάλληλα.**



Επιπλέον, προς την κατεύθυνση αυτή έχει καταρτιστεί ο Κανονισμός 2022/2554 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου & Συμβουλίου της 14-12-2022 (DORA), σχετικά με την ψηφιακή επιχειρησιακή ανθεκτικότητα του χρηματοοικονομικού τομέα κ.λπ. Ο Κανονισμός αυτός καθορίζει τις ενιαίες απαιτήσεις για την ασφάλεια των συστημάτων – δικτύων – πληροφοριών για τις χρηματοοικονομικές οντότητες και θα εφαρμόζεται στα ΤΕΑ (άρθρο 2 παρ.1-ιστ), με ημερομηνία εφαρμογής την 17-01-2025.

3.4.2 Κίνδυνος Ανθρώπινων Πόρων

Ο κίνδυνος αυτός αφορά τους ανθρώπινους πόρους του Ταμείου, και ιδιαίτερα τα ανθρώπινα σφάλματα ή αστοχίες στην εκτέλεση των βασικών λειτουργιών του Ταμείου, όπως τις εισπράξεις εισφορών ή τις καταβολές παροχών, την προσθήκη ή αφαίρεση μελών καθώς και τους σχετικούς υπολογισμούς, αλλά και τις διαδικασίες που σχετίζονται με την επενδυτική δραστηριότητα του Ταμείου, έστω και αν αυτό εν μέρει επιτελείται μέσω εξωπορισμού. Ειδικά σε αυτό το σκέλος θα μπορούσε να αναφερθεί η βελτιστοποίηση και η ορθότητα της εκτέλεσης, καταγραφής και εκκαθάρισης εντολών, η ακριβής αποτίμηση των θέσεων του επενδυτικού χαρτοφυλακίου κ.λπ. καθώς και η τήρηση της επενδυτικής πολιτικής.

Μολονότι ο κίνδυνος αυτός θεωρείται εν γένει μικρής πιθανότητας, λόγω της συγκεκριμένης δραστηριότητας του Ταμείου, εάν εμφανιστεί ενδέχεται να ζημιώσει τους ασφαλισμένους ή το Ταμείο και ως εκ τούτου συνίσταται η παρακολούθησή του, όπως για παράδειγμα ο διπλός έλεγχος (four eyes principle), κ.λπ. **Επιπλέον, προκύπτει ότι το προσωπικό του Ταμείου είναι εξαιρετικά μικρό αριθμητικά, και η εξάρτησή του από εξωτερικούς συνεργάτες μεγάλη, και άρα ο κίνδυνος αυτός τοποθετείται στο προσκήνιο μέχρι να γίνουν σαφείς οι λεπτομέρειές του.**

3.4.3 Κίνδυνος Διαδικασιών

Ο κίνδυνος αυτός γεννάται από την έλλειψη ή μη εφαρμογή διαδικασιών για την εκτέλεση των λειτουργιών και καθημερινών δραστηριοτήτων του Ταμείου. Το Ταμείο διαθέτει αρχές, διοικητική δομή, πολιτικές και κανονισμούς που του επιτρέπουν να ασκεί το έργο του.

Η εύρυθμη λειτουργία του Ταμείου, η ενεργοποίηση των επιτροπών, η αποτελεσματική εκτέλεση των εσωτερικών διαδικασιών και πολιτικών του Ταμείου από το προσωπικό και τα στελέχη καθώς και η ύπαρξη εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας εκτιμάται ότι περιορίζουν σημαντικά τον κίνδυνο αυτό.

3.4.4 Κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης – Νομικού Πλαισίου

Ο κίνδυνος αυτός πηγάζει από το νομικό περιβάλλον, όπου ως σημαντικότερος κίνδυνος θεωρείται αφενός η αλλαγή της νομοθεσίας και η μη έγκαιρη προσαρμογή του Ταμείου σε αυτή και αφετέρου η τυχόν εμπλοκή σε δικαστική διαμάχη του Ταμείου. Αφορά νομικά θέματα, όπως η αλλαγή του εποπτικού πλαισίου ή τυχόν άλλες αλλαγές στο οικονομικό – φορολογικό πλαίσιο που επιφέρουν αλλαγές στη νομοθεσία και απαιτούν ενέργειες ευθυγράμμισης από το Ταμείο και τυχόν διαφωνία του Ταμείου με ασφαλισμένο, δικαιούχο ή τρίτο.

Το Ταμείο εφαρμόζει όσα η κείμενη νομοθεσία και εποπτική αρχή προβλέπει και διαθέτει τις δομές, πολιτικές και επιτροπές για την διασφάλιση της λειτουργίας του. Παρακολουθεί τις μεταβολές τις νομοθεσίας και συμμορφώνεται με αυτές. Χρειάζεται όμως συνεχής παρακολούθηση, καθώς η υιοθέτηση κοινών εποπτικών αρχών/ πλαισίων/ νόμων στις εθνικές νομοθεσίες από την ευρωπαϊκή νομοθεσία ενδέχεται να αλλάζει τον τρόπο λειτουργίας, ακόμα και αν δεν είναι άμεσα σχετιζόμενη.

Στις επερχόμενες αλλαγές είναι αυτή της εφαρμογής νομοθεσίας παρόμοιας με αυτής των ασφαλιστικών επιχειρήσεων όπως αυτής που εισάγεται με το Νόμο 5078/2023 (αλλά και ως αναμένεται αυτής των PRIIPs) και στα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης. Επίσης, η εφαρμογή του Κανονισμού 2022/2554 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου & Συμβουλίου της 14-12-2022 (DORA), όπως παραπάνω αναφέρθηκε (στο πεδίο των κινδύνων των μηχανογραφικών συστημάτων). Επιπλέον, οι εξελίξεις που βιώνουμε ενδέχεται να μεταβάλλουν μόνιμα ή προσωρινά κάποιους από τους υφιστάμενους νόμους, αλλά και τις απαιτήσεις των εποπτικών αρχών (όπως ο εν λόγω νόμος) που συνιστά ένα ακόμα λόγο για αδιάλειπτη παρακολούθηση και προσαρμογή.

Πιο συγκεκριμένα, απαιτείται ευθυγράμμιση με τα όσα ο Νόμος 5078/2023 προβλέπει αναφορικά με τη λειτουργία του Ταμείου στο σύνολό του, αλλά και ιδιαίτερα με τις συγκεκριμένες λειτουργίες που προβλέπονται, από τις οποίες προκύπτουν και συγκεκριμένες υποχρεώσεις. Έτσι, όπως και παραπάνω αναφέρεται, απαιτείται (μεταξύ άλλων) ευθυγράμμιση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου με τις ρυθμίσεις του νόμου, συμπερίληψη του κινδύνου ESG στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο, κ.ο.κ. Η μη συμμόρφωση του Ταμείου με το νόμο αυτό θα συνιστούσε νομικό κίνδυνο – κίνδυνο συμμόρφωσης. Συνεπώς, το επόμενο διάστημα θα πρέπει να εξασφαλιστεί η επιθυμητή συμμόρφωση/ ευθυγράμμιση αυτή. Όμοια ευθυγράμμιση θα πρέπει να διασφαλιστεί και με τις απαιτήσεις του Κανονισμού 2022/2554.

Καθώς το Ταμείο διανύει τα πρώτα έτη ζωής του υπάρχει ο κίνδυνος να μην επιτευχθεί η απαιτούμενη συμμόρφωση, όχι από πρόθεση, αλλά από αμέλεια ή ελλιπή παρακολούθηση. Αυτό εντείνεται από το γεγονός ότι το προσωπικό του



Ταμείου είναι μικρό αριθμητικά (και ενδεχόμενα χωρίς τις απαραίτητες ειδικότητες). Η δε ορθή τήρηση των διαδικασιών και όρων (που παραπάνω συνίσταται) μπορεί να αποτρέψει την δικαστική διαμάχη με τρίτους.

3.4.5 Κίνδυνος Συνέχισης Δραστηριότητας

Ο κίνδυνος αυτός σχετίζεται με την ικανότητα συνέχισης της δραστηριότητας του Ταμείου, η οποία εντοπίζεται στην τυχόν σοβαρή δυσλειτουργία ή και διακοπή της δραστηριότητας του Ταμείου σε περίπτωση επέλευσης κάποιου εξωτερικού συμβάντος (όπως για παράδειγμα ένα φυσικό φαινόμενο, πυρκαγιά, κακόβουλη ενέργεια, και άλλα). Τα φαινόμενα μπορεί να είναι φυσικά, όπως σεισμός, πλημμύρα, κ.λπ. που οδηγούν σε αδυναμία λειτουργίας του μηχανισμού του Ταμείου ή προκλητά, όπως πυρκαγιά, βραχυκύκλωμα, κακόβουλες ενέργειες, κ.α. τα οποία δεν επιτρέπουν τη συνέχιση της δραστηριότητας της εταιρίας.

Ο κίνδυνος αυτός μετριάζεται από το γεγονός ότι οι καταβολές των εφάπαξ ποσών γίνονται από εξωτερικό εξειδικευμένο συνεργάτη, ο οποίος ενδεχόμενα να έχει ήδη business continuity plan. Αυτό θα πρέπει να ελεγχθεί. Σε κάθε περίπτωση συνίσταται η σύνταξη business continuity plan για το Ταμείο.

3.4.6 Κίνδυνος Απάτης

Ο κίνδυνος αυτός προκαλείται από την απάτη, η οποία μπορεί να προέλθει είτε από εσωτερικούς φορείς (όπως προσωπικό, κ.λπ.) είτε από εξωτερικούς φορείς (όπως ασφαλισμένους, τρίτους, δικαιούχους, συνεργάτες, κ.λπ.). Δημιουργείται από πράξεις, όπως η πλαστογραφία, αφαίρεση χρημάτων, ψευδείς δηλώσεις κ.λπ. από σχετιζόμενο με το Ταμείο άτομο (προσωπικό, προσωπικό συνεργαζόμενων εταιριών, κ.λπ.), η ψευδής αίτηση αποζημίωσης, χωρίς να έχει επέλθει ουσιαστικά ο ασφαλιζόμενος κίνδυνος ή αυτός να προκλήθηκε με σκοπό τον πλουτισμό του ασφαλισμένου, του παρόχου, του δικαιούχου ή του τρίτου ή/ και η αφαίρεση περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας από τρίτο άτομο μη σχετιζόμενο με αυτή.

Λόγω της φύσης των δραστηριοτήτων του Ταμείου εκτιμάται ότι ως προς το πρόγραμμα παροχής εφάπαξ ποσού ο κίνδυνος περιορίζεται από το γεγονός ότι πρόκειται για μία καταβολή εφάπαξ ποσού με τη συμπλήρωση ορισμένων ετών ασφάλισης ή/ και έτους ηλικίας και μετά. Αναφορικά με τις υπόλοιπες μορφές του κινδύνου αυτού, οι εσωτερικές διαδικασίες λειτουργίας και ελέγχου του Ταμείου προσδοκάται ότι το προστατεύουν.

3.4.7 Κίνδυνος Φήμης

Ως κίνδυνος φήμης θεωρείται η προσβολή της φήμης του Ταμείου, η οποία μπορεί να προέλθει είτε από ασφαλισμένους, είτε από ενώσεις καταναλωτών, είτε από άλλους συνεργάτες, είτε από τα ΜΜΕ, είτε από τρίτους. Μπορεί να οφείλεται σε δυσαρέσκεια ασφαλισμένου ή άλλου δικαιούχου από το ύψος των παροχών που

έλαβε ή δεν έλαβε (ως ποσό) ή από τη διαδικασία αποζημίωσης (για τυχόν άλλες καλύψεις που θα προσφερθούν μελλοντικά), διαφωνία του ασφαλισμένου με το ύψος των εισφορών που καλείται να καταβάλει, ενδεχόμενα λόγω προσαρμογής τους (στο σκέλος των τυχόν άλλων καλύψεων περισσότερο), ρήξη της σχέσης με το Ταμείο, κακόβουλη τοποθέτηση μέσων ή ενώσεων απέναντι στο Ταμείο – συνήθως μετά από προσφυγή σε αυτά δυσανεστημένων ασφαλισμένων ή τρίτων.

Η πιθανότητα επέλευσης του κινδύνου αυτού αξιολογείται ως μικρή λόγω του ειδικού σκοπού του Ταμείου. Μπορεί όμως να επηρεαστεί από το επενδυτικό αποτέλεσμα (ως προς το σκέλος των συνταξιοδοτικών παροχών) και για αυτό συνιστάται διαφάνεια, η οποία διασφαλίζεται ως ένα βαθμό με την ανάρτηση των αποτελεσμάτων στην ιστοσελίδα του Ταμείου και τη δημοσιοποίηση της επενδυτικής πολιτικής (που ήδη γίνεται).

3.5 Κίνδυνος Κεφαλαιακής Επάρκειας

Ο κίνδυνος αυτός αφορά το ενδεχόμενο το ταμείο να μη διαθέτει τα απαραίτητα κεφάλαια για την ικανοποίηση των υποχρεώσεών του. Αυτός ο κίνδυνος είναι μηδενικός δεδομένων του κεφαλαιοποιητικού συστήματος και της μηδενικής εγγύησης αποδόσεων.

3.6 Συνολική Καταγραφή των Κινδύνων

Στο σημείο αυτό γίνεται μία καταγραφή των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται το Ταμείο σε heat matrix (Πίνακας 3.10) με βάση την (ποιοτικά) εκτιμώμενη πιθανότητα επέλευσης του κάθε ένα από αυτούς και την αναμενόμενη απώλεια σε περίπτωση επέλευσης.

Πίνακας 3.10 Heat matrix

	Αμελητέος	Οριακός	Μεσαίος	Κρίσιμος	Καταστροφικός
Βέβαιο					
Πιθανό					
Δυνατό	3.4.4	3.4.1 3.4.2 3.4.3	3.1.2 3.1.3 3.1.7 3.2		
Λιγότερο πιθανό	3.1.8 3.1.9 3.4.7	3.4.6 3.3	3.1.1 3.4.5		
Σπάνιο	3.5				

Πηγή: Αξιολόγηση με Διοίκηση του Ταμείου

Παρατηρούμε ότι στον πίνακα έχουν τοποθετηθεί με τον αντίστοιχο αριθμό της υποπαραγράφου μόνο οι κίνδυνοι στους οποίους εκτίθεται το Ταμείο. Δεν έχουν

αξιολογηθεί οι κίνδυνοι ακινήτων, συναλλαγματικής ισοτιμίας και παραγώγων καθώς το Ταμείο δεν εκτίθεται σε αυτούς.

Στην υψηλότερη κατηγορία τοποθετείται ο κίνδυνος πιστωτικού περιθωρίου (3.1.2), ο κίνδυνος μετοχών (3.1.3), ο κίνδυνος συγκέντρωσης (3.1.7), ο κίνδυνος αντισυμβαλλομένου (3.2), και στη συνέχεια ο κίνδυνος μηχανογραφικών συστημάτων (3.4.1), ο κίνδυνος ανθρωπίνων πόρων (3.4.2), ο κίνδυνος διαδικασιών (3.4.3), ο επιτοκιακός κίνδυνος (3.1.1) και συνέχισης δραστηριότητας (3.4.5).

- Οι κίνδυνοι μηχανογραφικών συστημάτων (3.4.1), ανθρωπίνων πόρων (3.4.2) διαδικασιών (3.4.3), και συνέχισης δραστηριότητας (3.4.5) είναι ως ένα βαθμό αλληλένδετοι και έχουν να κάνουν με την οργανωτική δομή του Ταμείου, ειδικά καθώς αυτό βρίσκεται στα πρώτα έτη λειτουργίας του.
- Στη συνέχεια, οι κίνδυνοι που θεωρείται ότι ανήκουν στην επόμενη κατηγορία είναι οι κίνδυνοι πιστωτικού περιθωρίου, μετοχών, συγκέντρωσης, αντισυμβαλλομένου (πιστωτικός) και ο επιτοκιακός κίνδυνος.
 - Οι τρεις πρώτοι έχουν την ίδια πηγή. Συγκεκριμένα, την έκθεση σε ομόλογα βαθμολογίας πιστοληπτικής ικανότητας κάτω από BBB, Ελληνικού Δημοσίου και εταιρικά. Για όλους αυτούς τους κινδύνους ο λόγος εμφάνισής τους είναι η προσπάθεια επίτευξης υψηλότερων αποδόσεων. Παρόλο που η τοποθέτηση σε αυτά τα περιουσιακά στοιχεία είναι εύλογη, εν τούτοις χρειάζεται προσοχή ώστε σε περίπτωση που διαγνωστεί επιδείνωση του κλίματος να γίνει η απαιτούμενη αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου.
 - Ο επιτοκιακός κίνδυνος, καθώς είναι ασαφής ο ρυθμός με τον οποίο οι Κεντρικές Τράπεζες προτίθενται να μειώσουν τα επιτόκια μετά το 2024 (μέχρι τώρα η μείωση δεν ήταν με τον αρχικά προσδοκώμενο ρυθμό). Στο επόμενο χρονικό διάστημα χρειάζεται παρακολούθηση της πορείας των επιτοκίων, καθώς αναμένεται σταθεροποίηση ή και μείωσή τους. Η τελευταία να μην θα οδηγήσει σε αύξηση της τιμής των ομολόγων, θα επιφέρει όμως μείωση της απόδοσης ως τη λήξη και μείωση του ύψους των κουπονιών και αποδόσεων των νεοεκδιδόμενων ομολόγων.
 - Ο κίνδυνος μετοχών έχει πλέον αυξημένη πιθανότητα επέλευσης στο επόμενο χρονικό διάστημα και με ενδεχόμενα σημαντικό αντίκτυπο σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, καθώς, όπως είδαμε παραπάνω, οι μετοχές συνιστούν το 38% του χαρτοφυλακίου. Καθώς αυτός ο κίνδυνος έχει αυξηθεί ενδεχόμενα να πρέπει να ειδωθεί με προσοχή – ήδη μετακινήθηκε κατά μία κατηγορία και χαρακτηρίζεται πλέον οριακός.



Οι υπόλοιποι κίνδυνοι αγοράς - επενδυτικοί, λειτουργικοί κίνδυνοι και κεφαλαιακής επάρκειας τοποθετούνται χαμηλότερα τόσο από πλευράς πιθανότητας όσο και από πλευράς σφοδρότητας.

- Οι υπόλοιποι λειτουργικοί κίνδυνοι, ήτοι κανονιστικού/ νομικού πλαισίου, απάτης και φήμης έχουν σημαντικά χαμηλότερη πιθανότητα επέλευσης αλλά και σφοδρότητα λόγω της μορφής, το σκοπού και της δομής του Ταμείου.
- Ο κίνδυνος κεφαλαιακής επάρκειας ομοίως, καθώς οι συνταξιοδοτικές παροχές είναι ορισμένων εισφορών.
- Ο πρωτοεμφανιζόμενος κίνδυνος ESG τοποθετείται στη χαμηλότερη κατηγορία, καθώς εκτιμάται ότι ο διαχειριστής επενδύσεων θα μεριμνήσει για την σχετική πολιτική και υλοποίησή της στο πλαίσιο της δικής του ευθυγράμμισης με τις σχετικές αρχές για το σύνολο των επενδύσεών του.

Για τους κινδύνους που εμφανίζεται να έχουν την υψηλότερη κατάταξη θα πρέπει αν υπάρξει μέριμνα για την αντιμετώπισή τους εάν επέλθουν ή για την πρόληψή τους ώστε να μην συμβεί αυτό.

4. Συμπεράσματα – Επόμενα Βήματα

Η έκθεση αυτή είναι η ετήσια έκθεση διαχείρισης κινδύνου για το 2024 και προσπαθεί να αποτυπώσει τους κινδύνους που εκτίθεται το Ταμείο αλλά και να δώσει κάποιες κατευθύνσεις μετριασμού ή και αποφυγής τους. Ως περιοχές ιδιαίτερης εστίασης επισημαίνονται:

- Ο κίνδυνος της αγοράς, κυρίως λόγω της εξαιρετικής μεταβλητότητας που επιδεικνύουν οι αγορές, πολλές φορές επηρεαζόμενες από μη χρηματοοικονομικά συμβάντα. Στο επόμενο διάστημα, παρά την προηγούμενη ανοδική πορεία των αγορών, χρειάζεται παρακολούθηση των συνθηκών που δημιουργούνται στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, καθώς τα τελευταία έτη έχουν υπάρξει αρκετές πηγές μεταβλητότητας (όπως π.χ. η πανδημία, οι συρράξεις, ο πληθωρισμός, οι αναταράξεις στον τραπεζικό κλάδο, η αλλαγές στην εμπορική πολιτική, η επιβολή δασμών, κ.α.)
 - Επιπλέον, αρχίζει να αποδεικνύεται ότι καθοριστικός είναι πλέον και ο επιτοκιακός κίνδυνος, ιδιαίτερα καθώς οι Κεντρικές Τράπεζες αρχικά έδειχναν να μην μειώνουν τα επιτόκια δυναμικά (σύμφωνα με τις αρχικές προσδοκίες), αλλά πλέον κινούνται σε μείωσή τους. Ακόμα και αν ο πληθωρισμός σταθεροποιείται και τα επιτόκια αναμένεται να παραμείνουν σταθερά ή και να μειωθούν, ο κίνδυνος αυτός θα πρέπει να παρακολουθείται.
 - Εκτός από την αυξημένη διακύμανση, πηγή κινδύνου ενδέχεται να αναδειχθεί και η αυξημένη συγκέντρωση σε εκδότες.
- Ο πιστωτικός κίνδυνος, καθώς το συνεχιζόμενο δυσμενές περιβάλλον αποτελεί πηγή ανησυχίας για την αξία ομολόγων μειωμένης πιστοληπτικής ικανότητας, δηλαδή επενδυτικών μέσων που το Ταμείο διαθέτει σε κάποιο βαθμό.
- Οι κίνδυνοι μηχανογραφικών συστημάτων, ανθρώπινου δυναμικού, διαδικασιών, και συνέχισης δραστηριότητας - που είναι ως ένα βαθμό αλληλένδετοι. Το Ταμείο θα πρέπει να διερευνήσει τρόπους αντιμετώπισης/αποφυγής/ μετριασμού τους, ανάλογα με την πηγή τους.
- Προτείνεται η παρακολούθηση των VaR limits και του VaR Contribution για την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση των κινδύνων αυτών και στενή παρακολούθηση των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας αλλά και των εκροών. Η προσπάθεια αξιολόγησης των κινδύνων με τη μορφή heat matrix δίνει μία πληρέστερη εικόνα των συνθηκών που έχουν διαμορφωθεί. Η κατάρτιση του πίνακα αυτού γίνεται με την συμμετοχή της Διοίκησης του Ταμείου, αλλά και θα παρακολουθείται σε συνεργασία με αυτή.

Είναι σαφές ότι η διαδικασία είναι συνεχής και η προσπάθεια του Ταμείου είναι να την πραγματοποιεί με συνεπή και συνεκτικό τρόπο. Αυτό σημαίνει ότι θα υπάρχουν πάντα κάποια επόμενα βήματα που θα πρέπει να γίνουν, μη αναιρώντας την ισχύ και



το αποτέλεσμα των προηγούμενων ενεργειών. Τα βήματα αυτά θα επαναλαμβάνονται με την ενδεδειγμένη περιοδικότητα ώστε να διασφαλίζεται η απαιτούμενη προστασία του Ταμείου από τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται.