



SANY
CONSULTING

Σ.ΑΝ.Υ. ΣΥΜΒΟΥΛΕΥΤΙΚΗ
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΕΣ-ΑΝΑΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

ΕΤΗΣΙΑ ΕΚΘΕΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ

*Ταμείο Επαγγελματικής Ασφάλισης του Ιατρικού Συλλόγου
Αθηνών (ΤΕΑ ΙΣΑ) ΝΠΙΔ*

Μάρτιος 2026



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 & Μακροοικονομικό Περιβάλλον	4
1.1.1 Πολιτικές Διαχείρισης των Κινδύνων (Μακροοικονομικό Επίπεδο)	6
1.2 Η έκθεση διαχείρισης κινδύνων.....	7
2. Βασικά Μεγέθη του Ταμείου	8
3. Διαχείριση Κινδύνων.....	10
3.1 Κίνδυνος Αγοράς – Επενδυτικός Κίνδυνος	10
3.1.1. Επιτοκιακός Κίνδυνος	15
3.1.2 Κίνδυνος Πιστωτικού Περιθωρίου	16
3.1.3 Κίνδυνος Μετοχών.....	19
3.1.4 Κίνδυνος Ακινήτων	19
3.1.5 Συναλλαγματικός Κίνδυνος.....	19
3.1.6 Κίνδυνος Παραγώγων	20
3.1.7 Κίνδυνος Συγκέντρωσης.....	20
3.1.8 Κίνδυνος Ρευστότητας	20
3.1.9 Κίνδυνος ESG	21
3.2 Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου (Πιστωτικός Κίνδυνος)	21
3.3 Ασφαλιστικός Κίνδυνος (Αναλογιστικός Κίνδυνος).....	23
3.4 Λειτουργικός Κίνδυνος	24
3.4.2 Κίνδυνος Ανθρώπινων Πόρων.....	26
3.4.3 Κίνδυνος Διαδικασιών	27
3.4.4 Κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης – Νομικού Πλαισίου	28
3.4.5 Κίνδυνος Συνέχισης Δραστηριότητας	28
3.4.6 Κίνδυνος Απάτης	29
3.4.7 Κίνδυνος Φήμης	29
3.5 Κίνδυνος Κεφαλαιακής Επάρκειας.....	30
3.6 Συνολική Καταγραφή των Κινδύνων	30
3.7 Ανάλυση Ανθεκτικότητας Χαρτοφυλακίου – Stress Testing.....	32
4. Συμπεράσματα - Επόμενα Βήματα	35



1. Εισαγωγή

Η αναφορά αυτή συνιστά την ετήσια έκθεση για το 2025 και εστιάζει στην αποτύπωση των κινδύνων για το 2026. Ο προσανατολισμός και ο ρόλος του Ταμείου σύμφωνα με το ΦΕΚ ίδρυσής του, παραμένει 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.

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:
 - 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, σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία:
 - 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.

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 έντονες ιδιαιτερότητες που το χαρακτηρίζουν. Έτσι, το διάστημα 2008-2021 χαρακτηρίστηκε από χαμηλά (έως και αρνητικά) επιτόκια, ενώ η διετία 2022-2023 σηματοδεύτηκε από επιθετικές αυξήσεις για την καταπολέμηση του πληθωρισμού.

Το 2024 και το μεγαλύτερο μέρος του 2025 αποτέλεσαν περίοδο σταδιακής νομισματικής χαλάρωσης, με τις κεντρικές τράπεζες να προχωρούν σε διαδοχικές μειώσεις των επιτοκίων τους, στηριζόμενες στη σημαντική αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Ωστόσο, εισερχόμενοι στο 2026, η προσδοκία μιας γραμμικής και αδιάκοπης πτώσης των επιτοκίων αναθεωρείται. Οι πληθωριστικές πιέσεις δείχνουν σημάδια αναζωπύρωσης, ενώ ταυτόχρονα, διάφορα μέτωπα αντιπαραθέσεων — τόσο με τη μορφή ενεργών συρράξεων, όσο και με τη μορφή εμπορικών διενέξεων και νέων δασμών— συνεχίζουν να προκαλούν σοβαρές διαταραχές στις οικονομίες των χωρών και στην πορεία των χρηματοοικονομικών αγορών.

Μέσα σε αυτό το εξαιρετικά ρευστό περιβάλλον, το Ταμείο καλείται να διαχειριστεί τα περιουσιακά του στοιχεία ώστε να καλύψει τις υποχρεώσεις του και συνάμα να θωρακιστεί απέναντι στους εντεινόμενους κινδύνους που αντιμετωπίζει.

1.1 Κίνδυνοι & Μακροοικονομικό Περιβάλλον

Μεσοπρόθεσμα, η ισορροπία των κινδύνων για τις προοπτικές κλίνει σαφώς προς τα κάτω, με την παγκόσμια ανάπτυξη να αναμένεται να παραμείνει χαμηλότερη από τον ιστορικό μέσο όρο, και τις προβλέψεις για την επόμενη πενταετία να δείχνουν ετήσια ανάπτυξη εγκλωβισμένη περίπου στο 3%. Οι βραχυπρόθεσμοι κίνδυνοι, αντίθετα, ενισχύουν δραματικά τις οικονομικές αποκλίσεις μεταξύ των χωρών: κλίνουν προς τα πάνω στις Ηνωμένες Πολιτείες (παρά τις όποιες ανισορροπίες), ενώ καθοδικοί κίνδυνοι επικρατούν στις περισσότερες άλλες οικονομίες, εν μέσω αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας και αντιξοοτήτων από τις συνεχιζόμενες διαρθρωτικές προσαρμογές (ιδίως στο ενεργειακό κόστος και τη βιομηχανία στην Ευρώπη, καθώς και στην αγορά ακινήτων στην Κίνα).

Η εντατικοποίηση των προστατευτικών πολιτικών παγκοσμίως, με τη μορφή ενός νέου κύματος δασμών και εμπορικού κατακερματισμού (fragmentation), επιδεινώνει τις εμπορικές εντάσεις. Οι πολιτικές αυτές αναμένεται να μειώσουν τις άμεσες ξένες



επενδύσεις, να πλήξουν την αποτελεσματικότητα των αγορών, να στρεβλώσουν τις εμπορικές ροές και να διαταράξουν εκ νέου τις παγκόσμιες αλυσίδες εφοδιασμού.

Η δημοσιονομική πολιτική στις Ηνωμένες Πολιτείες, ωθούμενη από επεκτατικά μέτρα και φορολογικές περικοπές, έχει ενισχύσει την οικονομική δραστηριότητα βραχυπρόθεσμα. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα, ο υψηλότερος δανεισμός για τη χρηματοδότηση αυτής της πολιτικής αυξάνει τη ζήτηση για κεφάλαια παγκοσμίως, διατηρώντας τις αποδόσεις σε υψηλά επίπεδα και συμπιέζοντας την οικονομική δραστηριότητα αλλού.

Ταυτόχρονα, η νομισματική δυναμική αποτελεί νέο παράγοντα κινδύνου. Ενώ το 2025 χαρακτηρίστηκε από σημαντική υποτίμηση του αμερικανικού δολαρίου έναντι του ευρώ (λόγω της έναρξης αποκλιμάκωσης των επιτοκίων από τη Fed), στις αρχές του 2026 παρατηρείται μια απότομη και βίαιη ανατίμησή του. Ωθούμενο από την αναζήτηση «ασφαλούς καταφυγίου» (safe haven) λόγω της γεωπολιτικής κλιμάκωσης στη Μέση Ανατολή, αλλά και από τις διαφορές των επιτοκίων, το ισχυρό δολάριο τροφοδοτεί εκ νέου κινδύνους εκροών κεφαλαίων από τις αναδυόμενες αγορές και πιέζει τα ασφάλιστρα κινδύνου (risk premiums) προς τα πάνω.

Η δυναμική του πληθωρισμού διαμορφώνεται σε ένα εξαιρετικά εύθραυστο περιβάλλον, με τον κίνδυνο ενός «δεύτερου κύματος» να είναι πλέον ορατός. Το μέγεθος της πληθωριστικής επίδρασης από τους νέους δασμούς και τα αντίποινα είναι κρίσιμο. Η παγκόσμια οικονομία μόλις εξέρχεται από μια βίαιη πληθωριστική κρίση, καθιστώντας τις προσδοκίες των καταναλωτών και των αγορών πολύ πιο ευαίσθητες. Παράλληλα, τα εμπορικά αντίποινα αφορούν πλέον κρίσιμα υλικά (π.χ. σπάνιες γαίες, ενέργεια, τεχνολογικά εξαρτήματα) που είναι δύσκολο να υποκατασταθούν. Αυτός ο κίνδυνος νέων πληθωριστικών πιέσεων αναγκάζει τις κεντρικές τράπεζες να αναθεωρήσουν την πολιτική τους. Το σενάριο τα επιτόκια να παραμείνουν υψηλότερα για ακόμη μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (higher for longer) επιδεινώνει τους δημοσιονομικούς και εταιρικούς κινδύνους.

Εκτός από τους κινδύνους της οικονομικής πολιτικής, οι γεωπολιτικές εντάσεις αποτελούν τον πιο απρόβλεπτο, συστημικό κίνδυνο. Το 2026 χαρακτηρίζεται από το άνοιγμα πολλαπλών μετώπων. Η ραγδαία κλιμάκωση στη Μέση Ανατολή, με την άμεση και ενεργή εμπλοκή περιφερειακών δυνάμεων όπως το Ιράν, σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη σύγκρουση στην Ουκρανία, έχουν διαταράξει άμεσα τις εμπορικές οδούς. Αυτές οι κρίσεις απειλούν με νέες απότομες αυξήσεις τις τιμές της ενέργειας και των τροφίμων. Για τις χώρες που εισάγουν βασικά προϊόντα (όπως η Ευρωζώνη), ο στασιμοληθωριστικός αντίκτυπος επιδεινώνεται ραγδαία από το ακριβό δολάριο.

Από την ανοδική πλευρά, η παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα μπορεί να ανακάμψει εάν οι κυβερνήσεις μπορέσουν να επαναδιαπραγματευτούν τις

εμπορικές συμφωνίες αποφεύγοντας έναν ολοκληρωτικό εμπορικό πόλεμο. Ενισχύοντας την εμπιστοσύνη, τέτοια αποτελέσματα θα μπορούσαν να στηρίξουν τις επενδύσεις. Τέλος, η δυναμική σε μέτωπα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων —όπως η αύξηση της προσφοράς εργασίας, η μετάβαση σε νέες πηγές ενέργειας, η ψηφιοποίηση και η ενίσχυση της καινοτομίας— αποτελεί το βασικό «αντίδοτο» που θα μπορούσε να αποτρέψει την οικονομική στασιμότητα και να αυξήσει τη μεσοπρόθεσμη ανάπτυξη.

1.1.1 Πολιτικές Διαχείρισης των Κινδύνων (Μακροοικονομικό Επίπεδο)

Στο πλαίσιο της αυξημένης αβεβαιότητας και των πολλαπλών μετώπων που χαρακτηρίζουν το 2026, οι μακροοικονομικές πολιτικές καλούνται αφενός να περιορίσουν τους άμεσους βραχυπρόθεσμους κινδύνους και να δημιουργήσουν εκ νέου αποθέματα ασφαλείας, και αφετέρου να προωθήσουν τις προσπάθειες για την ενίσχυση των ήδη αμυδρών μεσοπρόθεσμων προοπτικών ανάπτυξης.

Η νομισματική πολιτική καλείται πλέον να ισορροπήσει σε τεντωμένο σχοινί. Μετά τη χαλάρωση του 2025, η απειλή ενός δεύτερου πληθωριστικού κύματος —τροφοδοτούμενου από το ενεργειακό κόστος και τους νέους δασμούς— περιπλέκει την κατάσταση. Οι Κεντρικές Τράπεζες πρέπει να διασφαλίσουν την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών, στηρίζοντας παράλληλα τη δραστηριότητα. Σε οικονομίες στις οποίες οι πληθωριστικές πιέσεις αποδεικνύονται επίμονες και ο κίνδυνος ανοδικών εκπλήξεων αυξάνεται (όπως στις ΗΠΑ), αναμένεται να διατηρηθεί μια πιο περιοριστική στάση ("higher for longer") έως ότου τα δεδομένα επιβεβαιώσουν τη διατηρήσιμη επιστροφή στον στόχο. Αντίθετα, σε οικονομίες όπου η ανάπτυξη επιβραδύνεται επικίνδυνα (όπως στην Ευρωζώνη), οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής πρέπει να δράσουν με μεγαλύτερη ευελιξία για να αποτρέψουν την ύφεση.

Σε κάθε περίπτωση, η δημοσιονομική πολιτική θα πρέπει να εδραιωθεί για να θέσει το δημόσιο χρέος σε βιώσιμη πορεία, ειδικά στο τρέχον περιβάλλον υψηλού κόστους δανεισμού, και να αποκαταστήσει τον δημοσιονομικό χώρο που απαιτείται για μελλοντικές κρίσεις. Η πορεία εξυγίανσης πρέπει να προσαρμοστεί προσεκτικά: θα πρέπει να είναι σταδιακή ώστε να μην πλήττεται η οικονομική δραστηριότητα, να κοινοποιείται με σαφήνεια στις αγορές χρέους προς αποφυγή αναταράξεων και να μετριάξει τις δυσμενείς επιπτώσεις στα ευάλωτα κοινωνικά στρώματα.

Οι αποκλίνουσες πορείες της νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής μεταξύ των χωρών, σε συνδυασμό με την απότομη ανατίμηση του αμερικανικού δολαρίου στις αρχές του 2026, προκαλούν σημαντικές διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες και έντονες πιέσεις στις ροές κεφαλαίων. Όπως ορίζεται στο Ολοκληρωμένο Πλαίσιο Πολιτικής του ΔΝΤ, για χώρες με ρηχές αγορές συναλλάγματος και σημαντικά ποσά χρέους σε ξένο νόμισμα (κυρίως αναδυόμενες αγορές), οι προσωρινές παρεμβάσεις, τα μέτρα διαχείρισης ροών κεφαλαίων και οι



μακροπροληπτικές πολιτικές καθίστανται απαραίτητα εργαλεία για τη διατήρηση της μακροχρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Πέραν του βραχυπρόθεσμου ορίζοντα, απαιτείται αποφασιστική δράση πολιτικής για την ενίσχυση του οικονομικού δυναμισμού και την τόνωση της πλευράς της προσφοράς. Οι στοχευμένες μεταρρυθμίσεις στις αγορές εργασίας, την ενεργειακή μετάβαση, τον ανταγωνισμό και την ψηφιοποίηση αποτελούν τον μοναδικό δρόμο για να αναζωογονηθεί η αύξηση της παραγωγικότητας και να προσελκυθούν επενδυτικά κεφάλαια εν μέσω παγκόσμιας ρευστότητας.

Τέλος, η πολυμερής συνεργασία δοκιμάζεται ίσως περισσότερο από ποτέ, αποτελώντας ωστόσο ζωτικό παράγοντα για τον περιορισμό του κατακερματισμού. Οι εμπορικές πολιτικές θα πρέπει να προσπαθήσουν να διατηρήσουν τις βασικές αρχές του νομικού πλαισίου του Παγκόσμιου Οργανισμού Εμπορίου (ΠΟΕ). Η αποφυγή ενός ανεξέλεγκτου, παγκόσμιου εμπορικού πολέμου δασμών και αντιποίνων είναι υψίστης σημασίας για τη μείωση της αβεβαιότητας, την εξομάλυνση της αστάθειας των αγορών και τη διατήρηση της παγκόσμιας ανάπτυξης.

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 πώς αυτοί διαμορφώνονται κατά το τέλος του 2025.

Η δομή του κειμένου σκιαγραφεί στο δεύτερο κεφάλαιο τις αναμενόμενες εξελίξεις των βασικών μεγεθών του Ταμείου με βάση την υφιστάμενη γνώση και τα επικαιροποιημένα δεδομένα. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζει και αξιολογεί αναλυτικά τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται το Ταμείο, ενσωματώνοντας πλέον ενεργά στο πλαίσιο διαχείρισης και τις νέες αυξημένες κανονιστικές απαιτήσεις (όπως η ψηφιακή ανθεκτικότητα βάσει του Κανονισμού DORA και οι κίνδυνοι βιωσιμότητας - ESG). Τέλος, στο τέταρτο κεφάλαιο παρατίθενται τα κυριότερα συμπεράσματα και οι προτεινόμενες κατευθύνσεις.

2. Βασικά Μεγέθη του Ταμείου

Το κεφάλαιο αυτό παρουσιάζει τα επικαιροποιημένα στοιχεία του χαρτοφυλακίου του Ταμείου για το 2025.

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 κλάδου εφάπαξ (τακτικών και έκτακτων) σωρευτικά για το 2025 ανήλθε στο ποσό των 2.543.180,00 Ευρώ.

Η εξέλιξη των εισφορών και του κύκλου εργασιών για το 2025, σε σύγκριση με το προηγούμενο έτος, διαμορφώθηκε ως εξής:

Πίνακας 2.1 Κύκλος Εργασιών

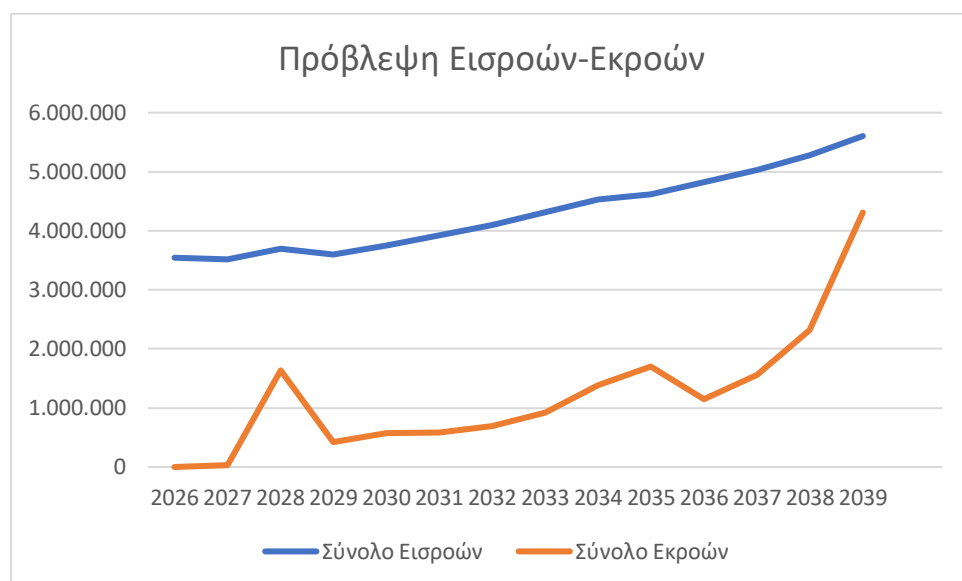
Κύκλος Εργασιών	31/12/2025	31/12/2024
Εισφορές Ειδικού αποθεματικού λειτουργίας	55.020,00	33.390
Εισφορές Κλάδου Εφάπαξ	2.543.180	1.382.720
Απόδοση Επενδύσεων	20.967,87	642
Διάφορα έσοδα προηγούμενου έτους	90,00	300
Σύνολο	2.619.257,87	1.417.052

Πηγή: Στοιχεία ΤΕΑ ΙΣΑ, Αναλογιστική Μελέτη

Από τα παραπάνω στοιχεία παρατηρείται μια εξαιρετικά δυναμική ανάπτυξη των μεγεθών του Ταμείου κατά το έτος 2025, με τον συνολικό κύκλο εργασιών να παρουσιάζει αύξηση της τάξεως του 85% περίπου. Η ενίσχυση των εισφορών του Κλάδου Εφάπαξ στα 2,54 εκατ. ευρώ επιβεβαιώνει τη σταθερή διεύρυνση της ασφαλιστικής βάσης. Παράλληλα, η σημαντική άνοδος στα κέρδη από ρευστοποίηση επενδύσεων (20.967,87 € έναντι 642,23 € πέρυσι) καταδεικνύει την αποτελεσματικότερη αξιοποίηση των διαθεσίμων κεφαλαίων του Ταμείου στην αγορά.

Κατά τη διάρκεια του 2025 δεν υπήρξαν καταβολές παροχών. Εν τούτοις, η πρόβλεψη για την εξέλιξη των εισφορών και παροχών για τα επόμενα έτη, σύμφωνα με τη νέα αναλογιστική μελέτη, είναι η εξής:

Σχήμα 2.1 Πρόβλεψη Εξέλιξης Εισφορών – Παροχών 2026 – 2038



Πηγή: Στοιχεία ΤΕΑ ΙΣΑ, Αναλογιστική Μελέτη

Πίνακας 2.2 Πρόβλεψη Εξέλιξης Εισφορών – Παροχών 2025 – 2038

ΕΤΟΣ	2026	2027	2029	2039
ΕΙΣΡΟΕΣ				
Ασφαλιστικές Εισφορές Ενεργών	3.192.695	2.920.380	2.558.393	1.527.950
Ασφαλιστικές Εισφορές Νεοεισερχομένων	148770	252.577	489.016	2.376.849
Σύνολο Εισφορών	3.341.465	3.172.958	3.047.409	3.904.799
Έσοδα Επενδύσεων	202.265	342.691	548.508	1.698.644
Σύνολο Εισροών	3.543.730	3.515.649	3.595.916	5.603.444
ΕΚΡΟΕΣ				
Παροχές Συνταξιοδότησης	0	0	361.549	3.653.555
Παροχές Θανάτου	0	33.082	59114,94656	182.720
Παροχές Πρόωρης Αποχώρησης	0	0	0	473.770
Εκρεμείς Παροχές	0	0	0	0
Σύνολο Εκροών	0	33.082	420.664	4.310.045
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ				
Αποτελέσματα έτους	3.543.730	3.482.566	3.175.252	1.293.398
Αποθεματικό Εφάπαξ Παροχής	8.600.358	12.082.924	17.308.607	48.069.551
ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΑΣΛ	8.600.358	12.082.924	17.308.607	48.069.551

Πηγή: Στοιχεία ΤΕΑ ΙΣΑ, Αναλογιστική Μελέτη

Καθώς το Ταμείο διανύει τα πρώτα έτη ζωής του, η τυχόν μεταβλητότητα στο πλήθος των ασφαλισμένων ή η μείωσή τους αποτελεί έναν κίνδυνο ο οποίος παρακολουθείται συστηματικά. Ωστόσο, οι μακροχρόνιες προβλέψεις της αναλογιστικής μελέτης υποδεικνύουν μια ισχυρή και συνεχή αύξηση του Αποθεματικού.

3. Διαχείριση Κινδύνων

Η διαδικασία διαχείρισης κινδύνων αποτελεί βασικό πυλώνα της ορθής και εύρυθμης λειτουργίας του Ταμείου. Μέσω αυτής, το Ταμείο εντοπίζει, αξιολογεί και παρακολουθεί συστηματικά τους κινδύνους που ενδέχεται να επηρεάσουν την ικανότητά του να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του προς τα μέλη του. Στο παρόν κεφάλαιο πραγματοποιείται η αναλυτική επικαιροποίηση και αποτύπωση των κινδύνων αυτών για το έτος 2025, λαμβάνοντας υπόψη το υφιστάμενο μακροοικονομικό περιβάλλον καθώς και το νέο, αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο (Ν. 5078/2023).

Το Ταμείο είναι εκτεθειμένο σε μία σειρά από κινδύνους, οι οποίοι, κατά τη συνήθη πρακτική, κατηγοριοποιούνται ως εξής:

Κίνδυνος Αγοράς (ή Επενδυτικός Κίνδυνος): Προκύπτει από την τοποθέτηση των κεφαλαίων του Ταμείου σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και τη μεταβλητότητα των τιμών τους. Στο πλαίσιο αυτό, ενσωματώνεται πλέον σταδιακά και η παρακολούθηση των κινδύνων βιωσιμότητας (ESG).

Πιστωτικός Κίνδυνος (ή Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου): Πηγάζει από την πιθανή αθέτηση υποχρέωσης κάποιου από τους αντισυμβαλλόμενους του Ταμείου ή την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών χρέους (ομολόγων) που διακρατά στο χαρτοφυλάκιό του.

Ασφαλιστικός Κίνδυνος (ή Αναλογιστικός Κίνδυνος): Σχετίζεται άμεσα με τη δραστηριότητα του Ταμείου να παρέχει ασφαλιστικές καλύψεις (εφάπαξ παροχές) και εξαρτάται από τις δημογραφικές αλλαγές και τις αναλογιστικές υποθέσεις.

Λειτουργικός Κίνδυνος: Περιλαμβάνει όλες τις υπόλοιπες πηγές κινδύνων που αφορούν ανεπάρκειες ή αστοχίες στις εσωτερικές διαδικασίες, τον ανθρώπινο παράγοντα, τα μηχανογραφικά συστήματα (με έμφαση στην ψηφιακή ανθεκτικότητα και την κυβερνοασφάλεια), καθώς και εξωτερικούς 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 επλεγμένων περιουσιακών στοιχείων.

Ακολουθείται ο κανόνας του συνετού επενδυτή (prudent investor rule), που πρακτικά προβλέπει διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων του Ταμείου ως αν 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 2025, η συνολική ετήσια απόδοση και η τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου σε σύγκριση με τον δείκτη αναφοράς (benchmark) διαμορφώθηκε ως εξής:

Πίνακας 3.1 Απόδοση και κίνδυνος χαρτοφυλακίου

Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark
Απόδοση	Απόδοση	Τυπική Απόκλιση	Τυπική Απόκλιση	CV	CV
11.27%	11.22%	5.73%	4.73%	0.51	0.42

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Η συνολική ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου για το 2025 κρίνεται εξαιρετικά ικανοποιητική, κλείνοντας στο 11,27% και επιτυγχάνοντας ελαφρά υπεραπόδοση έναντι του δείκτη αναφοράς (11,22%). Όσον αφορά την τυπική απόκλιση (volatility), παρατηρείται ότι το χαρτοφυλάκιο (5,73%) εμφάνισε υψηλότερη διακύμανση σε σχέση με την τυπική απόκλιση του δείκτη αναφοράς (4,73%).

Αυτό αποτυπώνεται και στον συντελεστή μεταβλητότητας (Coefficient of Variation - CV), ο οποίος διαμορφώθηκε στο 0,51 για το χαρτοφυλάκιο έναντι 0,42 του benchmark. Η ελαφρώς υψηλότερη μεταβλητότητα δικαιολογείται από την ενεργή διαχείριση, οι οποίες ωστόσο απέδωσαν καρπούς, διατηρώντας το συνολικό προφίλ κινδύνου/απόδοσης σε ιδιαίτερα υγιή επίπεδα, σε πλήρη ευθυγράμμιση με τον κανόνα του συνετού επενδυτή.

Όσον αφορά τον κίνδυνο, όπως μετράται από το Historical VaR 99%, παρατηρείται ότι αυτός έχει αυξηθεί, διαμορφούμενος στο 6,14% για το σύνολο του



χαρτοφυλακίου, επηρεαζόμενος σαφώς από το έντονα ευμετάβλητο και αβέβαιο γεωπολιτικό περιβάλλον των αγορών κατά το τελευταίο έτος (όπως αναλύθηκε στο μακροοικονομικό πλαίσιο).

Το υφιστάμενο Historical VaR του 6,14% στο τέλος του 2025 σημαίνει ότι υπάρχει ενδεχόμενο 2-3 ημέρες τον χρόνο το χαρτοφυλάκιο να απωλέσει τουλάχιστον το 6,14% της αξίας του (χωρίς να υπάρχει άνω φράγμα στο πόσο θα χάσει).

Επιπλέον, από την ανάλυση της συνεισφοράς στον κίνδυνο (Historical VaR Contribution), είναι αξιοσημείωτο ότι η συντριπτική πλειονότητα του κινδύνου του χαρτοφυλακίου προέρχεται από τη συνολική μετοχική έκθεση. Συγκεκριμένα, το μεγαλύτερο ποσοστό του κινδύνου (54,5%) προέρχεται από τις Διεθνείς Μετοχές (Global Stocks), ενώ ακολουθούν από κοντά οι Ελληνικές Μετοχές (Greek Equity) με 44,1%.

Υποδηλώνεται, ωστόσο, μια αυξημένη ευαισθησία (active risk) του Ταμείου στην πορεία του εγχώριου χρηματιστηρίου σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς (benchmark), καθώς το Ταμείο λαμβάνει το 44,1% του κινδύνου του από την Ελλάδα, έναντι μόλις 32,3% που προβλέπει το benchmark. Αντίθετα, η συνεισφορά των ομολόγων (ελληνικών και διεθνών) στον συνολικό κίνδυνο παραμένει εξαιρετικά χαμηλή (1,4% συνολικά έναντι 16,6% του benchmark).

Πίνακας 3.2 Κίνδυνος χαρτοφυλακίου - VaR

	Historical Simulation VaR		
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	6,14%	6,05%	0,09%
Global Bonds	2,2%	2,0%	0,2%
Global Stocks	14,5%	16,0%	-1,5%
Greek Bonds	5,3%	2,3%	3,0%
Greek Equity	18,2%	18,1%	0,1%
Money Market	0,0%	0,0%	0,0%

	Historical VaR Contribution		
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	100%	100%	0,00%
Global Bonds	0,3%	10,9%	-10,6%
Global Stocks	54,5%	51,1%	3,3%
Greek Bonds	1,1%	5,7%	-4,6%
Greek Equity	44,1%	32,3%	11,9%
Money Market	0,0%	0,0%	0,0%



Συμπληρωματικά, η εκτίμηση του κινδύνου της αγοράς εξετάζεται και μέσα από τις εναλλακτικές μεθοδολογίες υπολογισμού. Συγκεκριμένα, το Parametric VaR διαμορφώνεται στο 3,91% και το Monte Carlo VaR στο 4,78%. Παρατηρείται, συνεπώς, μια διακριτή απόκλιση αυτών των θεωρητικών μοντέλων σε σχέση με το Historical VaR (6,14%).

Η διαφοροποίηση αυτή δικαιολογείται πλήρως από το τρέχον επενδυτικό περιβάλλον: το Historical Simulation VaR ενσωματώνει αυτούσια τα πρόσφατα, πραγματικά ακραία γεγονότα και τη μεταβλητότητα των αγορών (fat tails), ενώ τα παραμετρικά μοντέλα τείνουν να «ομαλοποιούν» τις διακυμάνσεις βασιζόμενα σε υποθέσεις κανονικής κατανομής. Ως εκ τούτου, η υιοθέτηση του Historical VaR (6,14%) αποτελεί την πιο συντηρητική, ρεαλιστική και ασφαλή προσέγγιση για το Ταμείο, καθώς αποτυπώνει με τη μέγιστη δυνατή ακρίβεια τους τρέχοντες κινδύνους της αγοράς.

	Parametric VaR		
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	3,91%	3,79%	0,12%
Global Bonds	2,4%	2,5%	-0,1%
Global Stocks	9,3%	9,6%	-0,4%
Greek Bonds	4,2%	2,3%	1,8%
Greek Equity	12,6%	12,3%	0,3%
Money Market	0,1%	0,0%	0,1%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

	Monte Carlo VaR		
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Σύνολο	4,78%	4,78%	0,00%
Global Bonds	3,0%	3,2%	-0,2%
Global Stocks	11,8%	12,7%	-0,9%
Greek Bonds	3,9%	2,9%	0,9%
Greek Equity	15,2%	15,0%	0,2%
Money Market	0,1%	0,0%	0,1%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Η συνολική αξία του χαρτοφυλακίου και η ανά κατηγορία αξία περιουσιακού στοιχείου για το τέλος του 2025 έχει ως εξής:



Πίνακας 3.3 Αξία Χαρτοφυλακίου ανά κατηγορία

Επένδυση (Asset Class)	Ποσότητα	Κόστος Μονάδα	/ Αρχικό / Συνολικό Κόστος	Τιμή Κλεισ. (31/12)	Αξία (Value) 31/12/2025	Διαφορά (€)	Διαφορά %	Συμμετοχή %
Μετρητά & Ισοδύναμα								
EUR IN ALPHA BANK	-	-	1.217,24€	-	1.217,24€	-	-	0,03%
RECEIVABLE ACCOUNTS	-	-	2,49€	-	2,49€	-	-	0,00%
Αμ. Κεφάλαια & ETFs								
ALPHA ETF FTSE ATHEX L. CAP	11.300,00	42,35€	478.574,31€	54,09€	611.217,00€	132.642,69€	27,72%	13,54%
ISHARES CORE GLB AGGREGATE BD	364.100,00	4,85€	1.765.518,28€	4,95€	1.801.384,75€	35.866,47€	2,03%	39,89%
XTRACKERS WORLD UCITS	88.250,00	11,56€	1.020.166,55€	12,77€	1.127.261,38€	107.094,83€	10,50%	24,96%
ALPHA GREEK CORP. BOND FUND	54.125,96	5,93€	321.026,40€	6,15€	332.912,53€	11.886,13€	3,70%	7,37%
ALPHA GREEK BOND FUND	14.752,57	21,59€	318.500,00€	22,18€	327.138,15€	8.638,15€	2,71%	7,24%
ALPHA MONEY MARKET FUND	21.299,89	14,63€	311.578,49€	14,82€	315.668,56€	4.090,07€	1,31%	6,99%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ					4.516.802,09€			100,00%

Η ύπαρξη δείκτη αναφοράς (benchmark) συνιστά από μόνη της μία δικλείδα ασφαλείας, καθώς οι επενδυτικές επιλογές ακολουθούν μία συγκεκριμένη, προαποφασισμένη σύνθεση που συνάδει με τους επενδυτικούς στόχους και το προφίλ κινδύνου του Ταμείου. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου φαίνεται σε γενικές γραμμές ευθυγραμμισμένη με τον δείκτη αναφοράς (Πίνακας 3.4). Παρατηρούνται, ωστόσο, ελεγχόμενες παρεκκλίσεις (active weights) που δεν ξεπερνούν το 3%.

Πίνακας 3.4 Σύνθεση χαρτοφυλακίου

	Σύνθεση Χαρτοφυλακίου		
	Χαρτοφυλάκιο	Benchmark	Active
Total	100,0%	100,0%	0,0%
Global Bonds	39,9%	37,5%	2,4%
Global Stocks	25,0%	22,5%	2,5%
Greek Bonds	14,6%	17,5%	-2,9%
Greek Equity	13,5%	12,5%	1%
Money Market	7%	10,0%	-3%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Η μεγαλύτερη θετική απόκλιση (overweight) εντοπίζεται στις Διεθνείς Μετοχές (+2,5%) και στα Διεθνή Ομόλογα (+2,4%), ενώ αντίστοιχα το χαρτοφυλάκιο



υπολείπεται (underweight) σε σχέση με τον δείκτη κυρίως στα Διαθέσιμα/Money Market (-3,0%) και στα Ελληνικά Ομόλογα (-2,9%).

Παρ' όλο που οι παρεκκλίσεις αυτές ενδεχομένως συνάδουν με την αυξημένη προσοχή που απαιτείται λόγω του ενίοτε ευμετάβλητου των αγορών, την αναζήτηση μελλοντικών ευκαιριών (υπεραποδόσεων), αλλά και τη βέλτιστη διαχείριση της ρευστότητας, προτείνεται οι τακτικές αυτές αποκλίσεις να τεκμηριώνονται ρητά και να αναφέρονται στις περιοδικές εκθέσεις του διαχειριστή επενδύσεων προς την Επενδυτική Επιτροπή, και να μη γίνονται σιωπηρά, διασφαλίζοντας έτσι τη μέγιστη διαφάνεια της διαδικασίας.

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.

Όπως αναλύθηκε στο μακροοικονομικό πλαίσιο (Κεφάλαιο 1), το 2025 χαρακτηρίστηκε από τις διαδοχικές μειώσεις των βασικών επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες. Ωστόσο, εισερχόμενοι στο 2026, η αυξημένη γεωπολιτική αβεβαιότητα και ο κίνδυνος αναζωπύρωσης του πληθωρισμού ανακόπτουν την προσδοκία μιας γραμμικής και συνεχιζόμενης νομισματικής χαλάρωσης. Η πιθανότητα τα επιτόκια να διατηρηθούν σε υψηλότερα επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα (higher for longer) επαναφέρει τον επιτοκιακό κίνδυνο στο προσκήνιο, απαιτώντας προσεκτική διαχείριση της διάρκειας των ομολογιακών χαρτοφυλακίων.

Ένα βασικό μέτρο του επιτοκιακού κινδύνου είναι το Modified Duration (σταθμισμένη μεσοσταθμική διάρκεια) και το Convexity (κυρτότητα), τα οποία δείχνουν τη μεταβολή της αξίας του χαρτοφυλακίου σταθερού εισοδήματος όταν μεταβληθούν τα επιτόκια.

Στο τέλος του 2025, το modified duration του συνολικού χαρτοφυλακίου διαμορφώθηκε στα 3,07 έτη (μειωμένο έναντι των 3,37 ετών το 2024). Αυτό σημαίνει ότι μία θεωρητική μεταβολή των επιτοκίων κατά 1% θα επιφέρει αντίστροφη μεταβολή της αξίας του χαρτοφυλακίου κατά 3,07% (αν και πρακτικά το modified duration χρησιμοποιείται για μικρότερες, οριακές μεταβολές των επιτοκίων).

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

	Yield to Maturity	Modified Duration	Convexity	Maturity
Total	2,17	3,07	0,38	4,48
Global Bonds	3,46	5,90	0,78	8,12
Global Stocks				
Greek Bonds	4,45	4,79	0,47	8,34
Greek Equity				
Money Market	1,99	0,30	0,00	0,35

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Από τις εκτιμήσεις του Ταμείου, από το 2026 και μετά ενδεχομένως να ξεκινήσουν εκταμιεύσεις για παροχές θανάτου, ενώ από το 2028 και έπειτα θα υπάρχει αυξημένη πιθανότητα για εκταμιεύσεις παροχών συνταξιοδότησης. Παρ' όλο που δεν είναι αυστηρά απαραίτητη η απόλυτη αντιστοίχιση των περιουσιακών στοιχείων με τις υποχρεώσεις (δεδομένου ότι πρόκειται για χαρτοφυλάκιο καθορισμένων εισφορών - DC), η υφιστάμενη διάρκεια (modified duration) των 3,07 ετών κρίνεται ικανοποιητική. Αφενός θωρακίζει το χαρτοφυλάκιο (αμυντική τοποθέτηση) έναντι πιθανών αυξήσεων των αποδόσεων, και αφετέρου παραμένει ευθυγραμμισμένη με τον χρονικό ορίζοντα των υποχρεώσεων, οι οποίες εκτείνονται σε περίοδο πολλών ετών και σταδιακά θα βαίνουν αυξανόμενες.

Ενδεικτικό των αποδόσεων από το μέρος του χαρτοφυλακίου που επενδύεται σε τίτλους σταθερού εισοδήματος είναι η απόδοση στη λήξη (Yield to Maturity), η οποία υποχώρησε στο 2,17% στο τέλος του 2025 (από 2,51% το 2024). Η πτώση αυτή αντανakλά την άνοδο των τιμών των ομολόγων (κεφαλαιακά κέρδη) που έλαβε χώρα εντός του 2025 εξαιτίας των μειώσεων των επιτοκίων.

Αναλύοντας τις επιμέρους κατηγορίες, διαπιστώνεται ότι το υψηλότερο Yield to Maturity εξακολουθούν να προσφέρουν τα Ελληνικά Ομόλογα (4,45%), ακολουθούμενα από τα Παγκόσμια Ομόλογα (3,46%) και τέλος τα μέσα Χρηματαγοράς (1,99%). Η διατήρηση της έκθεσης στα ελληνικά ομόλογα εξακολουθεί να παρέχει ένα σημαντικό πλεονέκτημα απόδοσης (yield pickup) στο χαρτοφυλάκιο, εντός πάντα των ορίων της συνετής διαχείρισης.

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 ένα σημαντικό μέρος των επενδύσεων κατευθύνεται σε ομόλογα, ο κίνδυνος αυτός είναι υπαρκτός. Στο τέλος του 2025 παρατηρείται βελτίωση της πιστοληπτικής



ποιότητας του χαρτοφυλακίου, καθώς πάνω από το μισό (το 53,2%) επενδύεται πλέον σε περιουσιακά στοιχεία Επενδυτικής Βαθμίδας (Investment Grade, με βαθμολογία από BBB- και άνω). Ωστόσο, υφίσταται πιστωτικός κίνδυνος, καθώς το υπόλοιπο 46,8% του χαρτοφυλακίου επενδύεται σε ομόλογα με βαθμολογία κάτω του BBB- (High Yield) ή χωρίς επίσημη βαθμολογία (NR), προς επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων. Μάλιστα, τα τελευταία (NR) συνιστούν το 39,3% του χαρτοφυλακίου ομολόγων.

Επίσης, ένα αξιολογικό μέρος του συνολικού χαρτοφυλακίου επενδύεται σε ελληνικά ομόλογα (14,6%), τα οποία, παρόλο που έχουν ανακτήσει την επενδυτική βαθμίδα από τους περισσότερους οίκους αξιολόγησης, διατηρούν ακόμη ένα μέρος τους σε χαμηλότερες βαθμίδες (BB) ή χωρίς αξιολόγηση (Πίνακας 3.6).

Λόγω του κύκλου της οικονομίας και των προκλήσεων που εντοπίζονται στο τρέχον γεωπολιτικό περιβάλλον, δεν αποκλείεται να εμφανιστούν υποβαθμίσεις (downgrades) των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας σε διεθνές επίπεδο, το οποίο θα επέφερε αύξηση των spreads. Από την άλλη, η αποκλιμάκωση των επιτοκίων που ξεκίνησε το 2025 καθιστά πιο βιώσιμο τον εταιρικό και κρατικό δανεισμό, λειτουργώντας ευεργετικά για την πιστοληπτική ικανότητα των εκδοτών.

Σε κάθε περίπτωση, συνιστάται η στενή παρακολούθηση της εξέλιξης των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας των ομολόγων, αλλά και των τραπεζών στις οποίες είναι τοποθετημένα τα διαθέσιμα. Αυξημένη παρακολούθηση συνιστάται ιδίως για τα ομόλογα της ευρύτερης βαθμολογίας BBB, τα οποία είναι αυτά που κινδυνεύουν, σε περίπτωση υποβάθμισης, να βρεθούν εκτός της κατηγορίας που θεωρείται κατάλληλη για επένδυση (από investment grade σε sub-investment grade). Η κατηγορία αυτή (BBB+, BBB, BBB-) συνιστά το 17,4% του χαρτοφυλακίου ομολόγων στο τέλος του 2025. Όμοια προσοχή απαιτείται και για τα ελληνικά ομόλογα. Δίδουν βέβαια υψηλότερες αποδόσεις, γεγονός που δικαιολογεί την επιλογή του διαχειριστή, εντούτοις αποτελούν πηγή αυξημένου πιστωτικού κινδύνου.

Πίνακας 3.6 Ομολογιακό χαρτοφυλάκιο – πιστοληπτική αξιολόγηση εκδοτών

Credit Ratings	Global Bonds	Greek Bonds	Bond portfolio	
AAA	5,3%	0,0%	3,9%	3,9%
AAA-	0,0%	0,0%	0,0%	
AA+	22,2%	0,0%	16,2%	19,1%
AA	1,0%	0,0%	0,7%	
AA-	2,9%	0,0%	2,2%	
A+	9,9%	0,0%	7,2%	
A	2,9%	0,0%	2,1%	12,8%
A-	4,8%	0,0%	3,5%	
BBB+	3,6%	2,0%	3,2%	17,4%
BBB	4,4%	0,0%	3,2%	
BBB-	2,3%	34,7%	11,0%	
BB+	0,4%	3,4%	1,2%	6,6%
BB	0,0%	11,7%	3,1%	
BB-	0,0%	8,5%	2,3%	
B+	0,0%	3,4%	0,9%	0,9%
B	0,0%	0,0%	0,0%	
B-	0,0%	0,0%	0,0%	
NR	40,4%	36,3%	39,3%	39,3%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Οι ληκτότητες των ομολόγων (maturities) αναλύονται παρακάτω, αποτελώντας ένα επιπλέον στοιχείο αξιολόγησης της ευαισθησίας του χαρτοφυλακίου: (Πίνακας 3.7):

Πίνακας 3.7 Ομολογιακό χαρτοφυλάκιο – ληκτότητες ομολόγων

Maturity	Global Bonds	Greek Bonds	Bond portfolio	Money market
0 to 1	4,4%	5,6%	4,8%	100,0%
1 to 3	22,4%	5,1%	17,8%	
3 to 5	20,1%	10,2%	17,4%	
5 to 7	14,2%	22,0%	16,3%	
7 to 10	17,2%	40,4%	23,4%	
10 +	21,6%	16,6%	20,3%	
NR	0,0%	0,0%	0,0%	

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Από την ανάλυση των ληκτοτήτων προκύπτει ότι περίπου το 22,6% του ομολογιακού χαρτοφυλακίου έχει βραχυπρόθεσμη λήξη έως 3 έτη. Το 33,7% λήγει στη μεσοπρόθεσμη ζώνη μεταξύ 3 έως 7 ετών, ενώ το 43,7% έχει μακροπρόθεσμη λήξη από 7 έτη και άνω. Συγκριτικά με το προηγούμενο έτος, παρατηρείται μια λελογισμένη μείωση των μακροπρόθεσμων τοποθετήσεων (άνω των 7 ετών), γεγονός που καθιστά αυτό το τμήμα του χαρτοφυλακίου ελαφρώς λιγότερο ευμετάβλητο σε απότομες μεταβολές των επιτοκίων και των spreads.

3.1.3 Κίνδυνος Μετοχών

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

Το χαρτοφυλάκιο επενδύει (με στοιχεία 31.12.2025) το 38,5% των κεφαλαίων του σε μετοχικές αξίες, εκ των οποίων το 25,0% κατευθύνεται σε Διεθνείς μετοχές και το 13,5% σε Ελληνικές. Η έκθεση αυτή υλοποιείται αποκλειστικά μέσω Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ETFs), γεγονός που διασφαλίζει ότι πρόκειται για επένδυση σε ήδη ευρέως διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια (αποφεύγοντας τον κίνδυνο μεμονωμένων τίτλων - stock-specific risk) και ως εκ τούτου ο κίνδυνος συγκέντρωσης μετριάζεται σημαντικά.

Όπως όμως έχει εξηγηθεί, το τρέχον μακροοικονομικό και γεωπολιτικό περιβάλλον παραμένει εξαιρετικά ευμετάβλητο. Η πορεία των τιμών των μετοχών κατά το προσεχές διάστημα θα εξαρτηθεί από την εξέλιξη της παραγωγικής δραστηριότητας και την ανθεκτικότητα των εταιρικών κερδών, τα οποία ενδέχεται να επηρεαστούν άμεσα από τις μεταβαλλόμενες νομισματικές πολιτικές (επιτόκια) και τις διεθνείς πολιτικές εμπορίου (π.χ. επιβολή δασμών).

Συνεπώς, μπορεί να αναμένεται αυξημένη διακύμανση στις μετοχικές αγορές. Όπως διαπιστώθηκε και στην ανάλυση της Αξίας σε Κίνδυνο (VaR Contribution), η μετοχική έκθεση αποτελεί τον κύριο φορέα κινδύνου του Ταμείου (εισφέροντας σχεδόν το 98,6% του συνολικού κινδύνου) και, ως εκ τούτου, παρακολουθείται στενά ώστε αν απαιτηθεί να γίνουν οι απαραίτητες τακτικές κινήσεις. Φυσικά, ο μακροχρόνιος επενδυτικός ορίζοντας του Ταμείου (σε συνάρτηση με τον χρόνο των μελλοντικών παροχών) του επιτρέπει να αφομοιώνει τις βραχυχρόνιες διακυμάνσεις και να μην προβαίνει σε βεβαιασμένες ρευστοποιήσεις. Αντιθέτως, του παρέχει την ευελιξία να αξιοποιήσει τυχόν επενδυτικές ευκαιρίες που θα εμφανιστούν σε περιόδους ακραίας μεταβλητότητας.

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 σύνολο των επενδύσεων του Ταμείου (συμπεριλαμβανομένων των διεθνών ομολογιακών και μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων τα οποία φέρουν ρήτρα αντιστάθμισης - EUR Hedged) είναι εκπεφρασμένο σε Ευρώ. Ως εκ τούτου, το Ταμείο δεν εκτίθεται σε συναλλαγματικό κίνδυνο.

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 7,0% βρίσκεται επενδυμένο σε μέσα χρηματαγοράς στο τέλος του 2025.

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, καθυστέρηση ή αυξημένο κόστος ρευστοποίησης των περιουσιακών του στοιχείων.

Παρατηρείται ότι ο κίνδυνος αυτός διατηρείται σε εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα, καθώς υπάρχει επαρκές ποσό άμεσα διαθέσιμο στους τραπεζικούς λογαριασμούς για την απρόσκοπτη κάλυψη των τρεχουσών δαπανών λειτουργίας του Ταμείου, ενώ το 7,0% του συνολικού χαρτοφυλακίου στο τέλος του 2025 είναι τοποθετημένο σε άμεσα ρευστοποιήσιμα προϊόντα αγοράς χρήματος (Money Market) και μετρητά.

Τα δε υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία συνιστούν μερίδια Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ETFs) και παραδοσιακών Αμοιβαίων Κεφαλαίων (UCITS), τα οποία χαρακτηρίζονται από καθημερινή εμπορευσιμότητα και θεωρούνται άμεσα ρευστοποιήσιμα σε περίπτωση που αυτό χρειαστεί. Το συνολικό κεφάλαιο που κατέχει το Ταμείο εκτιμάται ότι μπορεί πολύ εύκολα να ρευστοποιηθεί – εάν απαιτηθεί – χωρίς να επηρεαστούν οι τιμές των τίτλων (market impact), καθώς ο ημερήσιος όγκος συναλλαγών και το βάθος των αγορών στις οποίες διαπραγματεύονται αυτά τα funds μπορούν να το απορροφήσουν άμεσα.



Οι υποχρεώσεις του Ταμείου αφορούν κυρίως τις υποχρεώσεις προς προμηθευτές (σε άμεσα/κοντινά διαστήματα) και τις παροχές προς τους ασφαλισμένους, οι οποίες αναμένονται σε μεσο-μακροπρόθεσμα διαστήματα (μετά το 2026/2028), επιτρέποντας τον ασφαλή και έγκαιρο προγραμματισμό των όποιων αναγκών ρευστοποιήσεων.

3.1.9 Κίνδυνος ESG

Σε συνέχεια των ανωτέρω, το Ταμείο, μέσω του διαχειριστή επενδύσεων, παρακολουθεί πλέον ποσοτικά την αξιολόγηση βιωσιμότητας του χαρτοφυλακίου (ESG metrics), χρησιμοποιώντας τη μεθοδολογία της MSCI.

Σύμφωνα με την αναφορά ESG για το κλείσιμο του 2025, το συνολικό χαρτοφυλάκιο παρουσιάζει πλήρη κάλυψη (100% ESG Coverage) και λαμβάνει συνολική βαθμολογία βιωσιμότητας (Fund Rating) "A", με γενικό ESG Score 6,45/10. Στους επιμέρους πυλώνες, το χαρτοφυλάκιο βαθμολογείται με 5,7 στο Περιβάλλον (E), 5,8 στην Κοινωνία (S) και 6,1 στην Εταιρική Διακυβέρνηση (G).

Από πλευράς κατανομής κινδύνου, αξιολογείται ως εξαιρετικά θετικό το γεγονός ότι δεν υπάρχει καμία απολύτως έκθεση (0,0%) σε «ουραγούς» (Laggards) της βιωσιμότητας, γεγονός που ελαχιστοποιεί τον ακραίο κίνδυνο ESG. Αντιθέτως, το 20,9% του χαρτοφυλακίου κατατάσσεται στους «Ηγέτες» (Leaders) και το 79,1% στον μέσο όρο (Average) της αγοράς.

Συμπερασματικά, ο ενσωματωμένος κίνδυνος βιωσιμότητας του χαρτοφυλακίου εκτιμάται ως χαμηλός προς μέτριος, καθώς όλες οι υποκείμενες επενδύσεις βρίσκονται εντός του φάσματος AA έως BBB, μακριά από τις ζώνες υψηλού κινδύνου που θα δικαιολογούσαν άμεσες ρευστοποιήσεις ή αποκλεισμούς.

3.2 Κίνδυνος Αντισυμβαλλομένου (Πιστωτικός Κίνδυνος)

Ο πιστωτικός κίνδυνος προκύπτει από την πιθανή αθέτηση υποχρέωσης κάποιου αντισυμβαλλομένου (εκδότη χρέους) να ανταποκριθεί στις ταμειακές του υποχρεώσεις.

Στην περίπτωση του Ταμείου, παρατηρείται σημαντική ποιοτική αναβάθμιση για το 2025. Πλέον το 53,2% του ομολογιακού μέρους του χαρτοφυλακίου είναι επενδυμένο σε ομόλογα με βαθμολογία από BBB- και άνω (Επενδυτική Βαθμίδα / Investment Grade), έναντι 35,6% το 2024. Από το υπόλοιπο 46,8%, το μεγαλύτερο μέρος (το 39,3% του συνολικού ομολογιακού) αφορά ομόλογα που δεν έχουν αξιολόγηση (NR), ενώ μόλις το 7,5% αφορά ομόλογα με βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας από BB+ και κάτω (High Yield) (Πίνακας 3.6).

Τα ομόλογα αυτά (NR και High Yield) φέρουν τον υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο αφενός λόγω της χαμηλής βαθμολογίας ή της έλλειψης επίσημης αξιολόγησης της



πιστοληπτικής ικανότητας, αφετέρου λόγω της γεωγραφικής συγκέντρωσης σε εκδότες μίας και μόνο χώρας (όπως στην περίπτωση των ελληνικών εταιρικών ομολόγων).

Πίνακας 3.8 Κατανομή Χαρτοφυλακίου

Αμοιβαίο Κεφάλαιο	Νόμισμα	Ποσότητα	Κόστος/ Μονάδα	Συνολικό Κόστος
ALPHA ETF FTSE ATHEX LARGE CAP	EUR	11.300,00	42,35 €	478.574,31 €
ISHARES CORE GLB AGGREGATE BOND UCITS ETF EUR-H	EUR	364.100,00	4,85 €	1.765.518,28 €
XTRACKERS MSCI WORLD UCITS ETF	EUR	88.250,00	11,56 €	1.020.166,55 €
ALPHA GREEK CORPORATE BOND FUND	EUR	54.125,96	5,93 €	321.026,40 €
ALPHA GREEK BOND FUND	EUR	14.752,57	21,59 €	318.500,00 €
ALPHA MONEY MARKET STANDARD VAR. NAV FUND	EUR	21.299,89	14,63 €	311.578,49 €

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Είναι σαφές ότι τα ελληνικά ομόλογα απέδωσαν και ενδεχομένως ακόμα αποδίδουν υψηλότερες αποδόσεις (yield premiums) από τα αντίστοιχα ομόλογα άλλων χωρών της ζώνης του Ευρώ, και άρα έχουν προτιμηθεί στρατηγικά. Δεν θα πρέπει να παραγνωριστεί όμως ότι ενέχουν και ελαφρώς υψηλότερο πιστωτικό κίνδυνο.

Συνδυαστικά λοιπόν, το 28,1% του συνολικού χαρτοφυλακίου (14,6% σε ομόλογα και 13,5% σε μετοχές) είναι εκτεθειμένο στον εγχώριο κίνδυνο (Country Risk) της Ελλάδας. Αυτό δεν είναι παράλογο (home bias), καθώς το Ταμείο δραστηριοποιείται στην Ελλάδα και τα εν λόγω στοιχεία μπορούν να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις από άλλες αγορές της Ευρωζώνης, ωστόσο αποτελεί σταθερό σημείο προσοχής και παρακολούθησης.

Κατά το παρελθόν, η πρόβλεψη των οίκων αξιολόγησης ήταν ότι ενδέχεται να υπάρξουν υποβαθμίσεις των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας εταιρικών αλλά και κρατικών ομολόγων κάτω από το όριο του BBB- (από investment grade σε sub-investment grade). Όμως, η σταδιακή αποκλιμάκωση των επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες εντός του 2025 καθιστά το υφιστάμενο και μελλοντικό χρέος των εκδοτών πιο εύκολα βιώσιμο και εξυπηρετήσιμο, μειώνοντας τον κίνδυνο αθέτησης (default risk).

Όπως και να έχει, θα πρέπει να υπάρχει συνεχής παρακολούθηση των συγκεκριμένων ομολόγων για να είναι σαφές πώς θα συμπεριφερθούν σε ενδεχόμενη επιδείνωση του οικονομικού κύκλου. Τα ομόλογα της ευρύτερης βαθμολογίας BBB (δηλαδή τα οριακά investment grade) αποτελούν το 17,4% του χαρτοφυλακίου ομολόγων με στοιχεία 31.12.2025 και συνεπώς συνιστούν ένα σημαντικό ποσοστό του. Παρ' όλο



που δεν συνιστώνται πωλήσεις υπό πίεση (panic selling), εντούτοις απαιτείται συνεχής παρακολούθηση και τακτική αναδιάρθρωση του χαρτοφυλακίου εφόσον το επιβάλλουν οι συνθήκες.

3.3 Ασφαλιστικός Κίνδυνος (Αναλογιστικός Κίνδυνος)

Ο ασφαλιστικός (ή αναλογιστικός) κίνδυνος πηγάζει από την παροχή ασφαλιστικών καλύψεων εκ μέρους ενός ταμείου και εμφανίζεται όταν οι υποθέσεις ή/και η μεθοδολογία που εφαρμόστηκαν για την τιμολόγηση των προγραμμάτων δεν είναι επαρκείς/ορθές, ή/και όταν τα κριτήρια επιλογής και αποζημίωσης των ασφαλισμένων δεν λειτούργησαν κατά τα αναμενόμενα. Το τελευταίο ενδεχομένως επηρεάζεται από μεταβολές στα δημογραφικά, βιομετρικά, εισοδηματικά ή ιατρικά δεδομένα.

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

Σύμφωνα με το ισχύον καταστατικό και τη νομοθεσία, ο ασφαλισμένος δικαιούται να λάβει το Εφάπαξ εφόσον πληροί οποιαδήποτε από τις εξής προϋποθέσεις:

- **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 και ηλικία 50 ετών και άνω.
 - Τουλάχιστον 15ετής ασφάλιση στο Ταμείο, ανεξαρτήτως ηλικίας.
- **Για ασφαλισμένους με ημερομηνία εγγραφής μετά την 20/12/2023 (Ν. 5078/2023):**
 - 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 αυστηρά το κεφαλαιοποιητικό σύστημα καθορισμένων εισφορών (funded – defined contribution scheme). Ως εκ τούτου, οι ασφαλισμένοι λαμβάνουν με τη λήξη του προγράμματος αποκλειστικά το ποσό που έχει συσσωρευτεί από τις τακτικές και έκτακτες εισφορές τους, πλέον των αποδόσεων (θετικών ή αρνητικών) των περιουσιακών στοιχείων στα οποία αυτές επενδύθηκαν.

Ωστόσο, η λήψη της παροχής από αποχωρούντα μέλη και η είσοδος νέων επηρεάζουν τα υπό διαχείριση κεφάλαια και, κατ' επέκταση, τον προγραμματισμό των επενδύσεων. Το Ταμείο καλείται να ρευστοποιεί εγκαίρως περιουσιακά στοιχεία για την καταβολή των εφάπαξ παροχών. Συνιστάται συνεπώς –παρ' όλο που δεν απαιτείται νομικά για την κεφαλαιακή επάρκεια λόγω της μορφής DC του σχήματος– η τακτική εκπόνηση αναλογιστικής μελέτης για την προβολή των μελλοντικών ταμειακών ροών (ALM - Asset Liability Management). Με αυτόν τον τρόπο διασφαλίζεται η βέλτιστη αντιστοίχιση των χρηματοροών και ο ορθός προγραμματισμός της ρευστότητας.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω, εκτιμάται ότι ο αναλογιστικός κίνδυνος του Ταμείου παραμένει σε μηδαμινά, απολύτως ελεγχόμενα επίπεδα.

3.4 Λειτουργικός Κίνδυνος

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται κίνδυνοι που δεν εμπίπτουν στις προηγούμενες κατηγορίες (χρηματοοικονομικούς ή αναλογιστικούς). Πηγές του λειτουργικού κινδύνου αποτελούν συνήθως η ανεπάρκεια ή η αστοχία των εσωτερικών διαδικασιών, ο ανθρώπινος παράγοντας και τα συστήματα πληροφορικής.

Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται πλέον στον κίνδυνο των πληροφοριακών συστημάτων, την ψηφιακή ανθεκτικότητα και την κυβερνοασφάλεια (cyber risk), καθώς και στον κίνδυνο από εξωτερικά συμβάντα. Στο πλαίσιο αυτό εμπίπτουν επίσης ο νομικός κίνδυνος, ο κίνδυνος κανονιστικής συμμόρφωσης (ειδικά ενόψει των αυξημένων απαιτήσεων εταιρικής διακυβέρνησης του Ν. 5078/2023), εξωγενή φυσικά ή τεχνολογικά φαινόμενα, πιθανά περιστατικά απάτης, καθώς και ενέργειες που θα μπορούσαν να πλήξουν τη φήμη του Ταμείου (reputational risk).

Συνολικά, ο λειτουργικός κίνδυνος του Ταμείου εκτιμάται ως πλήρως ελεγχόμενος. Αυτό επιτυγχάνεται και μετριάζεται δραστικά, αφενός μέσω της αυστηρής εφαρμογής του Εσωτερικού Κανονισμού Λειτουργίας και της διαρκούς επικαιροποίησης των εσωτερικών πολιτικών, και αφετέρου μέσω του σαφούς διαχωρισμού των αρμοδιοτήτων (segregation of duties).



Κομβικό ρόλο στη συγκράτηση του λειτουργικού κινδύνου διαδραματίζει το γεγονός ότι η Διοίκηση έχει προβεί σε προσεκτική ανάθεση (outsourcing) κρίσιμων εργασιών σε διακριτά, εξειδικευμένα και πιστοποιημένα πρόσωπα (νομικά ή φυσικά). Ενδεικτικά, στο πλέγμα ασφαλούς λειτουργίας του Ταμείου συμμετέχουν: ο Διαχειριστής του Ηλεκτρονικού Μητρώου των Ασφαλισμένων, ο Λογιστής, ο Ορκωτός Ελεγκτής, η Επενδυτική Επιτροπή, ο Διαχειριστής Επενδύσεων και ο Θεματοφύλακας, οι οποίοι ελέγχονται και πλαισιώνονται από τα πρόσωπα που ασκούν τις νομοθετημένες Βασικές Λειτουργίες του Ταμείου, ήτοι τη Λειτουργία Διαχείρισης Κινδύνων, τη Λειτουργία Εσωτερικού Ελέγχου και την Αναλογιστική Λειτουργία.

3.4.1 Κίνδυνος Μηχανογραφικών Συστημάτων (IT Risk & Data Security)

Ο κίνδυνος αυτός αφορά την ενδεχόμενη δυσλειτουργία των μηχανογραφικών συστημάτων, την υφαρπαγή στοιχείων (ιδιαίτερα προσωπικών δεδομένων) και την κυβερνοεπίθεση.

Οι κρίσιμες λειτουργίες του Ταμείου υποστηρίζονται από εξωτερικό πιστοποιημένο συνεργάτη (Prudential Informatics), ο οποίος έχει χαρακτηριστεί ως τρίτος κρίσιμος πάροχος στο Μητρώο Πληροφοριών που υποβάλλεται στην Τράπεζα της Ελλάδος. Στην πράξη, το Ταμείο προστατεύεται από αυστηρές δικλείδες ασφαλείας, οι οποίες περιλαμβάνουν:

- Τεκμηριωμένη Πολιτική Ασφάλειας Πληροφοριακών Συστημάτων, η οποία αναθεωρείται από τον πάροχο κάθε φορά που υφίσταται μεταβολή.
- Μηχανισμούς ελέγχου πρόσβασης (access controls) με λίστα χρηστών και συγκεκριμένα δικαιώματα, καθώς και διαδικασία περιοδικής αναθεώρησης αυτών.
- Οργανωμένο σύστημα αντιγράφων ασφαλείας (backups): καθημερινά στο cloud (Azure) με πλάνο ιστορικότητας (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία), καθώς και σε εξωτερικούς δίσκους που τηρούνται σε εξωτερικές τοποθεσίες. Ο server διαθέτει σύστημα RAID για mirroring των φυσικών δίσκων.
- Χρήση σύγχρονων συστημάτων firewall και antivirus, ενώ οι απομακρυσμένες συνδέσεις επιτρέπονται αποκλειστικά μέσω VPN και αναγνωρισμένων static IP addresses.
- Καταγραφή και παρακολούθηση ενεργειών χρηστών μέσω system logs, τα οποία ενεργοποιούν αυτόματη αποστολή alerts σε περίπτωση ύποπτου συμβάντος.
- Καθορισμένους χρόνους αποκατάστασης RTO (Recovery Time Objective) και RPO (Recovery Point Objective), οι οποίοι έχουν υποβληθεί στην Τράπεζα της Ελλάδος μέσω του Μητρώου Πληροφοριών.



Έχει προβλεφθεί διαδικασία διαχείρισης περιστατικών ασφαλείας (incident management), η οποία ωστόσο δεν έχει ακόμη ενεργοποιηθεί, καθώς μέχρι σήμερα δεν έχει προκύψει σχετικό συμβάν.

Αναφορικά με τις δοκιμές ασφάλειας, σημειώνεται ότι, λόγω διάθεσης κατάλληλου IT προσωπικού, οι έλεγχοι πραγματοποιούνται προς το παρόν από εσωτερική ομάδα. Μετά την ολοκλήρωση των αναβαθμίσεων εξοπλισμού που βρίσκονται σε εξέλιξη, προγραμματίζεται η διενέργεια penetration test σε συνεργασία με εξωτερικό πάροχο.

Λαμβάνοντας υπόψη το λειτουργικό μέγεθος του Ταμείου (περιορισμένος αριθμός προσωπικού και περίπου 500 ασφαλισμένοι), το Ταμείο αξιοποιεί την «Αρχή της Αναλογικότητας» του Κανονισμού DORA (EU 2022/2554). Στο πλαίσιο αυτό, έχει δρομολογήσει την πλήρη τεκμηρίωση της δικής του αυτόνομης Πολιτικής Ασφάλειας Πληροφοριακών Συστημάτων (ISP), η οποία αναμένεται να ολοκληρωθεί έως το τέλος του Q2 2026. Παράλληλα, επίκειται η υπογραφή επέκτασης της σύμβασης με τον κρίσιμο πάροχο, η οποία θα ενσωματώνει τους απαιτούμενους όρους συμμόρφωσης DORA, συμπεριλαμβανομένου παραρτήματος με στρατηγικό πλάνο εξόδου (exit strategy) σε περίπτωση αντικατάστασης του παρόχου. Η προσέγγιση αυτή εξασφαλίζει την ουσιαστική προστασία των δεδομένων, ενώ ταυτόχρονα ευθυγραμμίζεται σταδιακά με τις αυστηρές κανονιστικές απαιτήσεις.

3.4.2 Κίνδυνος Ανθρώπινων Πόρων

Ο κίνδυνος αυτός αφορά τα ανθρώπινα σφάλματα ή αστοχίες στην εκτέλεση των βασικών λειτουργιών του Ταμείου, όπως οι εισπράξεις εισφορών, οι καταβολές παροχών και η τήρηση του μητρώου μελών, καθώς και τις διαδικασίες που σχετίζονται με την επενδυτική δραστηριότητα.

Αναγνωρίζεται ότι το εσωτερικό προσωπικό του Ταμείου είναι εξαιρετικά περιορισμένο αριθμητικά, με αποτέλεσμα η εξάρτησή του από εξωτερικούς συνεργάτες να είναι σημαντική. Ο κίνδυνος αυτός συνδέεται άμεσα με τον κίνδυνο εξωτερικής ανάθεσης (outsourcing risk) και τοποθετείται σταθερά στο προσκήνιο της Διοίκησης.

Για τον μετριασμό του κινδύνου αυτού, το Ταμείο αξιοποιεί τις ακόλουθες τεκμηριωμένες δικλίδες ασφαλείας:

Αυτοματοποίηση εισπράξεων: Η είσπραξη εισφορών πραγματοποιείται αποκλειστικά μέσω του Διατραπεζικού Συστήματος Πληρωμών (ΔΙΑΣ), με εξατομικευμένο κωδικό πληρωμής (RF) ανά ασφαλισμένο. Η αντιστοίχιση πληρωμής-μέλους γίνεται αυτόματα, ελαχιστοποιώντας τον ανθρώπινο παράγοντα. Απαγορεύεται η πληρωμή με μετρητά.



Έλεγχος καταβολών παροχών: Η καταβολή εφάπαξ δεν γίνεται αυτοδίκαια. Απαιτείται αίτηση του ασφαλισμένου, έλεγχος πλήρωσης προϋποθέσεων, προσκόμιση δικαιολογητικών, και έγκριση από το ΔΣ. Οι εγκρίσεις ρευστοποιήσεων λαμβάνουν χώρα μόνο σε συγκεκριμένες συνεδριάσεις ΔΣ (Απρίλιο, Ιούλιο, Οκτώβριο).

Έλεγχος δαπανών: Για κάθε δαπάνη αξίας άνω των 500€ απαιτείται έγκριση από τουλάχιστον δύο (2) μέλη του ΔΣ. Όλες οι δαπάνες εγκρίνονται από το ΔΣ.

Ανεξαρτησία ελεγκτικών λειτουργιών: Ο Εσωτερικός Ελεγκτής του Ταμείου απαγορεύεται να ασκεί οποιαδήποτε άλλα καθήκοντα στο ΤΕΑ ΙΣΑ, διασφαλίζοντας τον διαχωρισμό αρμοδιοτήτων.

Ανεξάρτητος έλεγχος επενδυτικών εντολών: Ο Θεματοφύλακας ελέγχει ανεξάρτητα αν οι κινήσεις επενδύσεων συνάδουν με τη σχετική νομοθεσία και τον Κανονισμό Επενδύσεων του Ταμείου, πριν τις διεκπεραιώσει.

Αποτροπή σύγκρουσης συμφερόντων: Απαγορεύεται η πρόσληψη ατόμου συγγενούς έως 3ου βαθμού με μέλος ΔΣ, Επενδυτικής Επιτροπής ή πρόσωπο που ασκεί βασική λειτουργία (Αναλογιστής, Διαχειριστής Κινδύνων, Εσωτερικός Ελεγκτής, Θεματοφύλακας, Διαχειριστής Επενδύσεων, Λογιστής, Ορκωτός Ελεγκτής, Νομικός Σύμβουλος).

Παρά τις ανωτέρω δικλείδες, η μεγάλη εξάρτηση από εξωτερικούς συνεργάτες δημιουργεί κίνδυνο εξάρτησης από βασικά πρόσωπα (key-person dependency), τόσο εσωτερικά όσο και στους κρίσιμους παρόχους. Η Διοίκηση παρακολουθεί τον κίνδυνο αυτό, ωστόσο δεν υφίσταται ακόμη τεκμηριωμένο σχέδιο αντικατάστασης βασικών προσώπων (key-person contingency plan), το οποίο συνιστάται ως επόμενο βήμα.

3.4.3 Κίνδυνος Διαδικασιών

Ο κίνδυνος αυτός γεννάται από την έλλειψη, την ελλιπή τεκμηρίωση ή τη μη ορθή εφαρμογή των απαιτούμενων διαδικασιών για την εκτέλεση των λειτουργιών και των καθημερινών δραστηριοτήτων του Ταμείου.

Το Ταμείο διαθέτει πλέγμα εγκεκριμένων κανονιστικών κειμένων που πλαισιώνουν τις λειτουργίες του, ήτοι: τον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας (ΕΚΛ), τον Κανονισμό Επενδύσεων, τη Δήλωση Αρχών Επενδυτικής Πολιτικής (ΔΑΕΠ), τον Κανονισμό Οικονομικής & Λογιστικής Λειτουργίας, τον Κανονισμό Λειτουργίας Επενδυτικής Επιτροπής, και την Πολιτική Διαχείρισης Κινδύνων. Τα κείμενα αυτά εγκρίνονται και τροποποιούνται με απόφαση του ΔΣ, αναρτώνται στον ιστότοπο του Ταμείου, και αποτελούν τη βάση εφαρμογής του εσωτερικού συστήματος ελέγχου.

Η θεσμοθετημένη Λειτουργία Εσωτερικού Ελέγχου αξιολογεί τακτικά την καταλληλότητα και αποτελεσματικότητα του συστήματος εσωτερικού ελέγχου και



όλων των στοιχείων του συστήματος διοίκησης, συμπεριλαμβανομένων των δραστηριοτήτων που ανατίθενται εξωτερικά.

Στο πλαίσιο της προσαρμογής στο νέο σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης (Ν. 5078/2023), το Ταμείο μεριμνά για την πλήρη τυποποίηση και καταγραφή των λειτουργιών του. Η ολοκλήρωση αυτής της διαδικασίας αποτελεί προτεραιότητα με ορίζοντα υλοποίησης Q2 2026.

3.4.4 Κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης – Νομικού Πλαισίου

Ο κίνδυνος αυτός πηγάζει από το διαρκώς μεταβαλλόμενο νομικό και κανονιστικό περιβάλλον (π.χ. Ν. 5078/2023). Αφορά τη μη έγκαιρη ή ελλιπή προσαρμογή του Ταμείου σε νέες διατάξεις, καθώς και την τυχόν εμπλοκή του σε δικαστικές διενέξεις.

Η Διοίκηση του Ταμείου αναγνωρίζει τη σημασία της συμμόρφωσης με τις νέες απαιτήσεις της ψηφιακής διακυβέρνησης (DORA) και έχει καταρτίσει σαφές χρονοδιάγραμμα εναρμόνισης. Με ορίζοντα υλοποίησης το τέλος του Q2 2026, βρίσκεται σε εξέλιξη η συγκρότηση ενός πλήρους Πλαισίου Διαχείρισης Κινδύνων ΤΠΕ (ICT Risk Management Framework), το οποίο θα περιλαμβάνει διαδικασίες αναφοράς περιστατικών (Incident Reporting) και αξιολόγησης τρίτων παρόχων (Third-party risk management). Μέχρι την ολοκλήρωση της δομικής αυτής προσαρμογής, η διαρκής νομική υποστήριξη και η επίκληση της αρχής της αναλογικότητας λειτουργούν ως βασικές δικλείδες ασφαλείας έναντι του κανονιστικού κινδύνου.

Σημειώνεται ότι, πέραν του DORA, η πλήρης συμμόρφωση με τις ευρύτερες απαιτήσεις εταιρικής διακυβέρνησης του Ν. 5078/2023 (σύστημα εσωτερικού ελέγχου, πολιτική εξωτερικών αναθέσεων, σύγκρουση συμφερόντων) βρίσκεται σε εξέλιξη και αναμένεται να ολοκληρωθεί εντός του ίδιου χρονοδιαγράμματος.

3.4.5 Κίνδυνος Συνέχισης Δραστηριότητας

Ο κίνδυνος αυτός σχετίζεται με την ικανότητα αδιάλειπτης συνέχισης της δραστηριότητας του Ταμείου σε περίπτωση επέλευσης κάποιου καταστροφικού συμβάντος (π.χ. φυσικά φαινόμενα, τεχνική βλάβη, κυβερνοεπίθεση).

Δεδομένου ότι οι βασικές λειτουργίες του (Μητρώο και Επενδύσεις) εκτελούνται μέσω εξωτερικής ανάθεσης, το Ταμείο βασίζεται λειτουργικά στα Σχέδια Επιχειρησιακής Συνέχειας (BCP) και Ανάκαμψης (DRP) των κρίσιμων παρόχων του. Ο βασικός πάροχος πληροφοριακών συστημάτων (Prudential Informatics) διαθέτει εγκεκριμένα σχέδια BCP/DRP, καθορισμένους χρόνους RTO/RPO και σύστημα αντιγράφων ασφαλείας σε πολλαπλές τοποθεσίες. Ο διαχειριστής επενδύσεων (Alpha Asset Management) αναφέρει RTO και RPO μικρότερα της μίας ημέρας, ενώ διαθέτει ενεργό ασφαλιστήριο κυβερνοασφάλειας (cybersecurity insurance).

Ωστόσο, από τις εκτιμήσεις που πραγματοποιήθηκαν, εντοπίστηκε ότι οι δοκιμές των σχεδίων επιχειρησιακής συνέχειας πραγματοποιούνται σε περιορισμένο βαθμό, χωρίς τη συστηματική τήρηση τεκμηριωμένων αναφορών δοκιμών (test reports). Η τυποποίηση των δοκιμών αυτών και η τήρηση αρχείου αποτελεί προτεραιότητα για το επόμενο διάστημα.

Προς πλήρη συμμόρφωση με τον Κανονισμό DORA, η Διοίκηση έχει ήδη προγραμματίσει την εκπόνηση ενός αυτόνομου, τεκμηριωμένου Σχεδίου Επιχειρησιακής Συνέχειας (BCP) και Ανάκαμψης από Καταστροφή (DRP) για το ίδιο το Ταμείο, προσαρμοσμένου στις πραγματικές ανάγκες και στον μικρό λειτουργικό του όγκο, με ορίζοντα ολοκλήρωσης έως το Q2 2026. Παράλληλα, η υπό υπογραφή επέκταση της σύμβασης με τον κρίσιμο πάροχο πληροφοριακών συστημάτων περιλαμβάνει παράρτημα με στρατηγικό πλάνο εξόδου (exit strategy) σε περίπτωση ανάγκης αντικατάστασής του. Η ολοκλήρωση αυτών των ενεργειών εκτιμάται ότι θα μετριάσει δραστικά τον κίνδυνο λειτουργικής διακοπής.

3.4.6 Κίνδυνος Απάτης

Ο κίνδυνος αυτός αφορά δόλιες ενέργειες (πλαστογραφία, ψευδείς δηλώσεις, αφαίρεση χρημάτων) από εσωτερικούς ή εξωτερικούς παράγοντες.

Ο κίνδυνος περιορίζεται σημαντικά από τη φύση του Ταμείου, καθώς η καταβολή εφάπαξ παροχής απαιτεί: ενυπόγραφη αίτηση του ασφαλισμένου, επιβεβαίωση ότι πληρούνται οι προϋποθέσεις (π.χ. συνταξιοδότηση από κύριο φορέα), προσκόμιση δικαιολογητικών, και έγκριση από το ΔΣ. Η παροχή δεν καταβάλλεται αυτοδίκαια. Επιπλέον, η αυτοματοποιημένη είσπραξη εισφορών μέσω ΔΙΑΣ (με εξατομικευμένο RF κωδικό) εξαλείφει τη δυνατότητα χειραγώγησης εισπράξεων. Η απαγόρευση πληρωμής με μετρητά συμβάλλει επίσης στη μείωση του κινδύνου.

Τέλος, ο Καταστατικός Κανονισμός προβλέπει ρητά ότι η απώλεια ιδιότητας ασφαλισμένου επέρχεται σε περιπτώσεις δόλου, κλοπής, υπεξαίρεσης, δωροδοκίας ή παραπλάνησης εις βάρος του ΤΕΑ ΙΣΑ.

3.4.7 Κίνδυνος Φήμης

Αφορά την πιθανή προσβολή της αξιοπιστίας του Ταμείου. Η πιθανότητα επέλευσης αξιολογείται ως μικρή. Η διαφάνεια μέσω της ιστοσελίδας και η τακτική ενημέρωση των μελών για τις επενδυτικές αποδόσεις και την ESG βαθμολογία (η οποία είναι υψηλή, επιπέδου "Α") θωρακίζουν τη φήμη του Ταμείου.



3.5 Κίνδυνος Κεφαλαιακής Επάρκειας

Ο κίνδυνος κεφαλαιακής επάρκειας αφορά την ικανότητα του Ταμείου να διατηρεί επαρκή κεφάλαια για την κάλυψη των υποχρεώσεών του.

Καθώς το Ταμείο λειτουργεί αμιγώς βάσει του συστήματος καθορισμένων εισφορών (Defined Contribution) χωρίς παροχή οποιασδήποτε εγγύησης σχετικά με το ύψος των παροχών, τη διατήρηση του κεφαλαίου ή τις αποδόσεις, δεν υφίσταται κίνδυνος κεφαλαιακής ανεπάρκειας με τη στενή αναλογιστική έννοια. Οι ασφαλισμένοι λαμβάνουν αποκλειστικά το ποσό που έχει συσσωρευτεί στον ατομικό τους λογαριασμό, πλέον των αποδόσεων (θετικών ή αρνητικών) των επενδύσεων.

Παρ' όλα αυτά, η Διοίκηση παρακολουθεί συστηματικά την επάρκεια του Ειδικού Αποθεματικού Λειτουργίας για την κάλυψη των τρεχουσών λειτουργικών δαπανών του Ταμείου (αμοιβές συμβούλων, ελεγκτών, λειτουργικά έξοδα). Τα εν λόγω αποθεματικά κρίνονται επαρκή για τον προβλεπόμενο ορίζοντα λειτουργίας, ενώ η αξιολόγηση αυτή επικαιροποιείται κατ' ελάχιστον σε ετήσια βάση.

Ως εκ τούτου, ο κίνδυνος κεφαλαιακής επάρκειας τοποθετείται στη χαμηλότερη δυνατή βαθμίδα του heat matrix («Σπάνιο» / «Αμελητέος»).

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 καθενός από αυτούς και την αναμενόμενη σφοδρότητα / απώλεια σε περίπτωση επέλευσης.

Πίνακας 3.10 Heat matrix

	Αμελητέος	Οριακός	Μεσαίος	Κρίσιμος	Καταστροφικός
Βέβαιο					
Πιθανό				3.1.3	
Δυνατό	3.4.4	3.4.1 3.4.2 3.4.3	3.1.2 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 από τη Διοίκηση και τη Λειτουργία Διαχείρισης Κινδύνων 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.

Αναλύοντας τις μετακινήσεις και τις θέσεις των κινδύνων για το 2025:

- Κίνδυνος Μετοχών (3.1.3): Τοποθετείται στην υψηλότερη κατηγορία («Κρίσιμος» με «Πιθανή» εμφάνιση). Η μετακίνηση αυτή αντανακλά την αύξηση της έκθεσης του χαρτοφυλακίου σε μετοχές (πλέον στο 38,5%), οι οποίες συνεισφέρουν το 98,6% του συνολικού κινδύνου (VaR). Η έντονη γεωπολιτική αβεβαιότητα και οι διακυμάνσεις των αγορών απαιτούν στενή παρακολούθηση της συγκεκριμένης κατηγορίας.
- Πιστωτικός Κίνδυνος (3.2), Πιστωτικού Περιθωρίου (3.1.2) & Συγκέντρωσης (3.1.7): Παραμένουν ψηλά σε σφοδρότητα, κυρίως λόγω της αυξημένης έκθεσης του Ταμείου στον ελληνικό χώρο. Ωστόσο, η σημαντική βελτίωση της ποιότητας του χαρτοφυλακίου (με το 53,2% των ομολόγων να είναι πλέον Investment Grade) συγκρατεί την πιθανότητα επέλευσης, καθώς μειώνεται ο κίνδυνος αθέτησης (default).
- Επιτοκιακός Κίνδυνος (3.1.1): Τοποθετείται στη μεσαία κατηγορία. Παρόλο που οι Κεντρικές Τράπεζες προχώρησαν σε μειώσεις επιτοκίων, ο ρυθμός αποκλιμάκωσης παραμένει ασαφής. Η διατήρηση της μέσης διάρκειας (duration) του χαρτοφυλακίου στα 3,07 έτη μετριάξει τις όποιες απότομες επιπτώσεις από τις καμπύλες αποδόσεων.
- Λειτουργικοί Κίνδυνοι (3.4.1 έως 3.4.5): Τοποθετούνται στη ζώνη «Δυνατό» ως προς την πιθανότητα, αλλά με ελεγχόμενη σφοδρότητα («Οριακός» έως «Μεσαίος»).
- Ο κίνδυνος Κανονιστικής Συμμόρφωσης (3.4.4) και των Μηχανογραφικών Συστημάτων (3.4.1) επηρεάζεται άμεσα από την εφαρμογή του Ν.5078/2023 και του Κανονισμού DORA αντίστοιχα. Το Ταμείο αξιοποιεί την αρχή της αναλογικότητας, λειτουργώντας υπό καθεστώς προσωρινής εξάρτησης από τις ισχυρές υποδομές των κρίσιμων εξωτερικών παρόχων (Prudential, Alpha Asset), ενώ έχει δρομολογήσει την οριστικοποίηση των δικών του εσωτερικών εγχειριδίων (ISP, BCP) έως το Q2 2026.
- Οι κίνδυνοι Ανθρώπινων Πόρων (3.4.2) και Διαδικασιών (3.4.3) συνδέονται με τον μικρό αριθμό του προσωπικού και αντισταθμίζονται μέσω της ενισχυμένης εποπτείας των εξωτερικών συνεργατών (outsourcing risk).
- Υπόλοιποι Κίνδυνοι: Οι κίνδυνοι Απάτης (3.4.6), Φήμης (3.4.7), ESG (3.1.9) και Ρευστότητας (3.1.8) παραμένουν στα χαμηλότερα επίπεδα του χάρτη, λόγω της κεφαλαιοποιητικής φύσης (εφάπαξ), της ευρείας διαφοροποίησης και του άμεσου ορίζοντα εκκαθάρισης (1 ημέρα) του χαρτοφυλακίου.
- Τέλος, ο Κίνδυνος Κεφαλαιακής Επάρκειας (3.5) τοποθετείται στη χαμηλότερη δυνατή βαθμίδα («Σπάνιο» / «Αμελητέος»), αφού το Ταμείο λειτουργεί



αμιγώς βάσει του συστήματος καθορισμένων εισφορών (DC) χωρίς παροχή εγγυήσεων.

Για τους κινδύνους που συγκεντρώνονται στο άνω δεξιό τμήμα του πίνακα (κυρίως επενδυτικοί), συνιστάται η διατήρηση των αρχών του συνετού επενδυτή και η ετοιμότητα αναδιάρθρωσης του χαρτοφυλακίου σε περίπτωση επιδείνωσης του μακροοικονομικού κλίματος.

3.7 Ανάλυση Ανθεκτικότητας Χαρτοφυλακίου – Stress Testing

Στο πλαίσιο της ενίσχυσης της διαχείρισης κινδύνων, πραγματοποιήθηκε σειρά stress / scenario tests, με σκοπό την αποτύπωση της επίπτωσης ακραίων αλλά εύλογων σεναρίων στις βασικές κατηγορίες κινδύνων του Ταμείου. Τα τεστ/σενάρια έχουν επιλεγεί με βάση προηγούμενα συμβάντα που έχουν οδηγήσει σε σημαντικές μεταβολές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου (π.χ. κρίσεις, αθετήσεις υποχρεώσεων κ.λπ.), καθώς και κινδύνους που δεν έχουν επέλθει αλλά αν εμφανιστούν εκτιμάται ότι θα έχουν επιπτώσεις (π.χ. κλιματικοί κίνδυνοι). Επίσης, περιλαμβάνουν μεταβολές που παρακολουθούν οι διαχειριστές (π.χ. σημαντική άνοδος ή πτώση μετοχών ή/και επιτοκίων).

Τα σενάρια περιλαμβάνουν μεταβολές επιτοκίων, τιμών μετοχών, ρευστότητας, μακροοικονομικές μεταβολές, κυβερνοεπιθέσεις, κλιματικούς κινδύνους και σενάρια ιστορικών κρίσεων (π.χ. Global Financial Crisis / COVID-19). Ένας εγγενής περιορισμός αυτής της μεθοδολογίας είναι ότι ενώ αποτυπώνει την πιθανή ζημία, δεν υπολογίζει την πιθανότητα επέλευσης του κινδύνου. Ο περιορισμός αυτός αντισταθμίζεται με τη χρήση του δείκτη VaR (Value at Risk), ο οποίος συν-παρακολουθείται και έχει αναλυθεί σε προηγούμενη ενότητα της παρούσας έκθεσης.

Ακολουθούν τα σημαντικότερα αποτελέσματα:

Πίνακας 3.11 Επίδραση στο επενδυτικό χαρτοφυλάκιο για επιλεγμένα stress/ scenario tests

Market Risk Scenarios	Μεταβολή στην Αξία του Χαρτοφυλακίου
EU Equity Market -30%	-8,9%
US Equity Market -30%	-8,4%
EUR Term Structure Correlated up200	-4,3%
EUR Term Structure Correlated down200	4,5%

Credit Risk Scenarios
Μεταβολή στην Αξία του Χαρτοφυλακίου

EUR Corporate Spreads +100%	-11,7%
USD Corporate Spreads +100%	-11,2%

Macroeconomic Scenarios
Μεταβολή στην Αξία του Χαρτοφυλακίου

Stagflation scenario L 2025Q2	-7,9%
-------------------------------	-------

Operational/IT Risk Scenarios

Alpha Asset Management Operations RTO	< 1 day
Alpha Asset Management Operations RPO	< 1 day
Cybersecurity Insurance cover	Active

Climate Value-at-Risk (MSCI)
Μεταβολή στην Αξία του Χαρτοφυλακίου

Transition to 1.5oC and Aggressive Physical Risk	-31,2%
Transition to 2.0oC and Aggressive Physical Risk	-28,8%
Transition to 3.0oC and Aggressive Physical Risk	-12%

Bloomberg Scenarios
Μεταβολή στην Αξία του Χαρτοφυλακίου

Equity Markets Rebound in 2009	11,7%
Greece Financial Crisis – 2015	-1,0%
Libya Oil Shock - Feb 2011	-1,0%
Russian Financial Crisis – 2008	-10,9%
Oil prices Drop - May 2010	-0,4%
Japan Earthquake in Mar 2011	-0,4%
Debt Ceiling Crisis & Downgrade in 2011	-5,2%
EUR up 10% vs. USD	-2,5%
Lehman Default – 2008	-8,1%
EUR down 10% vs. USD	2,5%
Equities down 10%	-3,8%
Equities up 10%	3,8%
2007-2009 Credit Crisis	-25,6%
COVID-19 Scenario	-6,6%

Πηγή: Στοιχεία διαχειριστή επενδύσεων

Από τα ανωτέρω παρατηρείται ότι:

- Τα stress tests που αφορούν ακραίες κινήσεις της αγοράς (Market Risk) οδηγούν σε μεταβολές που, λόγω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου, διατηρούνται σε απολύτως διαχειρίσιμα επίπεδα (πτώση μικρότερη του 10% ακόμα και σε κραχ των αγορών κατά 30%).
- Τα σενάρια απότομης αύξησης των πιστωτικών περιθωρίων (Credit Spreads +100%) οδηγούν σε οριακά υψηλότερες αρνητικές επιπτώσεις (-11,7% για EUR Corporates και -11,2% για USD Corporates), αναδεικνύοντας τη σημασία της παρακολούθησης του πιστωτικού κινδύνου.

- Τα σενάρια κλιματικών κινδύνων (Climate VaR) εμφανίζουν τις υψηλότερες δυνητικές επιπτώσεις, φτάνοντας έως και -31,2% στο σενάριο επιθετικής μετάβασης (1.5°C), επιβεβαιώνοντας τη σημασία των κριτηρίων ESG.
- Στις ιστορικές δοκιμές κρίσεων (π.χ. Lehman Default, COVID-19), η επίπτωση κυμαίνεται σε εξαιρετικά περιορισμένα επίπεδα (-8,1% και -6,6% αντίστοιχα). Η μεγαλύτερη θεωρητική πτώση παρατηρείται αποκλειστικά σε περίπτωση πλήρους επανάληψης της ακραίας πιστωτικής κρίσης του 2007-2009 (-25,6%).

Το Ταμείο παρακολουθεί τόσο την εξέλιξη του χαρτοφυλακίου όσο και τις μακροοικονομικές μεταβολές. Μέσω της επαγγελματικής διαχείρισης και της ευρείας διασποράς, εκτιμάται ότι διαθέτει υψηλή ανθεκτικότητα απέναντι στους ανωτέρω κινδύνους.

Προς τούτο συναινεί και ο Κίνδυνος Ρευστότητας, ο οποίος εκτιμάται ως εξαιρετικά χαμηλός. Ακόμα και αν χρειαστεί να ρευστοποιηθεί το σύνολο του χαρτοφυλακίου σε συνθήκες στρες, αυτό συνεπάγεται ένα ιδιαίτερα διαχειρίσιμο κόστος. Βάσει της Πολιτικής Διαχείρισης Κινδύνου Ρευστότητας της Alpha Asset Management, υπολογίστηκε το target liquidation cost (στόχος κόστους ρευστοποίησης) του χαρτοφυλακίου, ως σταθμισμένος μέσος όρος του κόστους των επιμέρους asset classes:

Πίνακας 3.12 Κόστος ρευστοποίησης χαρτοφυλακίου

Asset Class	Weight	Target Cost (bps)
Global Stocks	24,96%	50
Greek Equity	13,53%	200
Money Market	7,02%	0
HY Bonds	25,49%	125
IG Bonds	29%	63
TEA ISA Portfolio	100,00%	90

Αναφορικά με τον ορίζοντα ρευστοποίησης, σύμφωνα με τα αποτελέσματα του μοντέλου της Plutus Analytics που χρησιμοποιεί ο διαχειριστής για το κλείσιμο του 2025, προκύπτει ότι το 100% του χαρτοφυλακίου μπορεί να ρευστοποιηθεί εντός μίας (1) ημέρας.

Ως εκ τούτου, ο κίνδυνος ρευστότητας κρίνεται χαμηλός, επιτρέποντας στο Ταμείο να ανταποκριθεί σε τυχόν έκτακτες υποχρεώσεις με εύλογο κόστος (90 bps), αν και τονίζεται πως η Διοίκηση δεν ενθαρρύνει τις βεβιασμένες πωλήσεις υπό πίεση (panic selling), αλλά λειτουργεί πάντα βάσει των αρχών του συνετού επενδυτή.

4. Συμπεράσματα - Επόμενα Βήματα

Η παρούσα έκθεση αποτελεί την ετήσια αποτύπωση της διαχείρισης κινδύνων του Ταμείου για το 2025. Το έτος αυτό υπήρξε ορόσημο για το ΤΕΑ ΙΣΑ, με τον κύκλο εργασιών να παρουσιάζει εντυπωσιακή αύξηση κατά 85% (2,62 εκατ. €), επιβεβαιώνοντας τη σταθερή διεύρυνση της ασφαλιστικής βάσης. Η συνολική ετήσια απόδοση του χαρτοφυλακίου (11,27%) κρίνεται εξαιρετικά ικανοποιητική, ενώ διατηρήθηκε πλήρης ευθυγράμμιση με τον δείκτη αναφοράς και τις αρχές του συνετού επενδυτή.

Ως περιοχές ιδιαίτερης εστίασης και κυριότερα συμπεράσματα της ανάλυσης επισημαίνονται τα ακόλουθα:

Κίνδυνος Αγοράς και Γεωπολιτική Αβεβαιότητα

Ο κίνδυνος αγοράς αποτελεί τη σημαντικότερη πηγή κινδύνου για το Ταμείο. Η μετοχική έκθεση (38,5% του χαρτοφυλακίου) εισφέρει το 98,6% του συνολικού κινδύνου (VaR Contribution) και τοποθετείται στην υψηλότερη θέση του heat matrix. Ωστόσο, ο μακροχρόνιος επενδυτικός ορίζοντας του Ταμείου (σε συνάρτηση με τον χρόνο των μελλοντικών παροχών) επιτρέπει την αφομοίωση βραχυχρόνιων διακυμάνσεων χωρίς βεβιασμένες ρευστοποιήσεις.

Ειδικότερα, ενώ οι αρχικές εκτιμήσεις έδειχναν ξεκάθαρη πτωτική τάση επιτοκίων, οι πρόσφατες γεωπολιτικές εντάσεις στη Μέση Ανατολή (με επίκεντρο το Ιράν) δημιουργούν νέα δεδομένα. Η πιθανή άνοδος των τιμών ενέργειας ενδέχεται να συντηρήσει τον πληθωρισμό, ανατρέποντας τον προγραμματισμό για επιθετικές μειώσεις επιτοκίων. Ο επιτοκιακός κίνδυνος απαιτεί πλέον δυναμική παρακολούθηση, ενώ η σημαντική αύξηση των υπό διαχείριση κεφαλαίων επιβάλλει την αυστηρή τήρηση των επενδυτικών ορίων ανά εκδότη (κίνδυνος συγκέντρωσης).

Πιστωτικός Κίνδυνος

Παρά τη σημαντική ποιοτική αναβάθμιση του χαρτοφυλακίου (53,2% Investment Grade, έναντι 35,6% πέρυσι), η στενή παρακολούθηση των πιστοληπτικών αξιολογήσεων παραμένει προτεραιότητα. Αυξημένη προσοχή απαιτείται ιδίως για τα ομόλογα βαθμολογίας BBB (17,4% του ομολογιακού χαρτοφυλακίου), τα οποία κινδυνεύουν σε περίπτωση υποβάθμισης να εκπέσουν εκτός επενδυτικής βαθμίδας, καθώς και για τα ελληνικά ομόλογα (14,6% του συνολικού χαρτοφυλακίου). Δεν συνιστώνται πωλήσεις υπό πίεση (panic selling), αλλά συνεχής παρακολούθηση και τακτική αναδιάρθρωση εφόσον το επιβάλουν οι συνθήκες.



Λειτουργικός Κίνδυνος και Ψηφιακή Ανθεκτικότητα (DORA)

Ο λειτουργικός κίνδυνος εκτιμάται ως πλήρως ελεγχόμενος, αξιοποιώντας τον σαφή διαχωρισμό αρμοδιοτήτων (segregation of duties) και τις δικλίδες ασφαλείας που τεκμηριώνονται στον Εσωτερικό Κανονισμό Λειτουργίας. Το Ταμείο αξιοποιεί την «Αρχή της Αναλογικότητας» του Κανονισμού DORA (EU 2022/2554). Στο πλαίσιο αυτό, έχει δρομολογηθεί η πλήρης τεκμηρίωση της Πολιτικής Ασφάλειας Πληροφοριακών Συστημάτων (ISP), η ολοκλήρωση του Σχεδίου Επιχειρησιακής Συνέχειας (BCP/DRP) του ίδιου του Ταμείου, η τυποποίηση των αναφορών δοκιμών ανάκτησης (test reports), καθώς και η επέκταση σύμβασης με τον κρίσιμο πάροχο πληροφοριακών συστημάτων (Prudential Informatics) με ενσωμάτωση exit strategy, με ορίζοντα ολοκλήρωσης το Q2 2026.

Αναγνωρίζεται επίσης ως σημείο προσοχής η εξάρτηση από βασικά πρόσωπα (key-person dependency), τόσο εσωτερικά όσο και στους κρίσιμους παρόχους, για την οποία συνιστάται η εκπόνηση τεκμηριωμένου σχεδίου αντικατάστασης βασικών προσώπων.

Επόμενα Βήματα

Η προσπάθεια αξιολόγησης των κινδύνων με τη μορφή heat matrix δίνει μια πληρέστερη εικόνα των συνθηκών. Η κατάρτιση του πίνακα αυτού γίνεται με τη συμμετοχή της Διοίκησης του Ταμείου και θα παρακολουθείται σε συνεργασία με αυτή. Προτείνεται η παρακολούθηση των VaR limits και του VaR Contribution για την αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση των κινδύνων, καθώς και η στενή παρακολούθηση των βαθμολογιών πιστοληπτικής ικανότητας και των εκροών.

Είναι σαφές ότι η διαδικασία διαχείρισης κινδύνων είναι συνεχής και η προσπάθεια του Ταμείου είναι να την πραγματοποιεί με συνεπή και συνεκτικό τρόπο. Αυτό σημαίνει ότι θα υπάρχουν πάντα 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.