

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

**Σπήλιου Αντ. Μούζουλα
Δ.Ν., Δικηγόρου**

Κοινωνική προστασία και χρηματοοικονομική κερδοσκοπία

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

Χρηματοοικονομική κερδοσκοπία και επενδυτικοί κίνδυνοι

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

Η οριοθέτηση της χρηματοοικονομικής κερδοσκοπίας ως μέτρου κοινωνικής προστασίας

3. Η εξισορρόπηση κερδοσκοπίας και κινδύνων επιτυγχάνεται με την οριοθέτηση της πρώτης σε συνάρτηση με τους δεύτερους. Αυτή η οριοθέτηση προβάλλει ως μέτρο κοινωνικής προστασίας, αφού η μείωση του αναλαμβανόμενου κινδύνου λειτουργεί προς όφελος των μελών του συνταξιοδοτικού οργανισμού. Αυτή δε η προστασία, από τη φύση της, είναι απαραίτητο να διασφαλιστεί με την κρατική παρέμβαση, με τη θέσπιση σχετικών κανόνων δικαίου. Ο κίνδυνος μειώνεται καταρχήν με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του οργανισμού, με την οποία επιτυγχάνεται η αντιστάθμιση των επενδυτικών κινδύνων, αφού η μείωση της αξίας

κάποιου στοιχείου αντισταθμίζεται με την αύξηση της αξίας άλλου στοιχείου. Αξιολογείται δε το συνολικό αποτέλεσμα των επενδυτικών επιλογών του διαχειριστή της περιουσίας του οργανισμού, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι δεν ελέγχονται και οι κατ' ιδίαν επενδυτικές πράξεις, ως μεμονωμένες ενέργειες, στο πλαίσιο μίας επενδυτικής στρατηγικής. Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου του συνταξιοδοτικού οργανισμού επιτρέπει και την αντιμετώπιση των τρεχουσών υποχρεώσεών του. Πράγματι, οι επενδύσεις σε βραχυπρόθεσμο ορίζονται επιτρέπουν τη χρήση των σχετικών κεφαλαίων για την τακτοποίηση των τρεχουσών υποχρεώσεων του οργανισμού, ενώ οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις διενεργούνται από τα διαθέσιμα που ο οργανισμός δε θα χρειαστεί άμεσα για ίδια χρήση.

Οι επιλογές για την εξισορρόπηση κερδοσκοπίας και κινδύνων

4. Το δίκαιο συνελώς, σύμφωνα με τα ανωτέρω, έρχεται για να θέσει κανόνες οι οποίοι οριοθετούν τις κερδοσκοπικές τάσεις που μπορεί να διακρίνουν το διαχειριστή συνταξιοδοτικού οργανισμού, στο πλαίσιο της επιδίωξης διασφάλισης μίας κοινωνικής προστασίας. Αυτοί οι κανόνες, επιδιώκοντας και μία ελάχιστη διαφοροποίηση των επενδύσεων του οργανισμού, τείνουν στη διασφάλιση μίας ποιότητας των στοιχείων που συνθέτουν το υπό διαχείριση χαρτοφυλάκιο, με αυτή την ποιότητα να λειτουργεί επίσης ως μέτρο κοινωνικής προστασίας. Οι κερδοσκοπικές τάσεις επομένως περιορίζονται, αφού στενεύει το πεδίο εντός του οποίου δικαιούται να κινηθεί ελεύθερα ο διαχειριστής. Κλασσική μέθοδος περιορισμού αυτών των τάσεων συνιστά η θέσπιση ανώτατων επενδυτικών ορίων, τα οποία οφείλει να τηρεί ο διαχειριστής. Παράλληλα, προβλέπονται και συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, τα οποία θα πρέπει να πληρούν τα επενδυτικά μέσα που επιλέγει ο διαχειριστής. Η ευρωπαϊκή οδηγία 2003/41 για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα επαγγελματικής απασχόλησης εκφράζει μία διαφορετική φιλοσοφία, που βασίζεται στην επιλογή ποιοτικών επενδύσεων, δηλαδή επενδύσεων οι οποίες παρουσιάζουν ποιοτικά χαρακτηριστικά, χωρίς την προσήλωση σε ποσοτικούς περιορισμούς, για την απόκτηση συγκεκριμένων στοιχείων. Αυτή η φιλοσοφία, την οποία ακολουθεί και ο ελληνικός ν. 3029/02 για τα ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης, θέτει το βάρος της επιλογής στο διαχειριστή του συνταξιοδοτικού οργανισμού. Αυτή η προσέγγιση επιτρέπει την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων, εφόσον η ανυπαρξία ποσοτικών περιορισμών καθιστά δυνατή την πραγματοποίηση επένδυσης σε προσοδοφόρα ποιοτικά μέσα, κατά την κρίση του διαχειριστή. Συγχρόνως όμως προϋποθέτει την

εφαρμογή διαδικασιών μέτρησης των κινδύνων και, γενικότερα, αρχών διακυβέρνησης του οργανισμού, μέσα από τις οποίες θα διασφαλίζεται η καταλληλότητα των προσώπων που λαμβάνουν τις επενδυτικές αποφάσεις. Αυτά τα πρόσωπα θα πρέπει να ενεργούν με σύνεση, ώστε να μην αναλαμβάνουν, για λογαριασμό του οργανισμού, κινδύνους, η επέλευση των οποίων θα διακινδυνεύσει την ικανότητά του να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Η αρχή της συνετής, υπό αυτή την έννοια, διαχείρισης, θέτει επομένως ποιοτικό περιορισμό για τις επενδύσεις, αντί για ποσοτικό τέτοιο.

Η προσέγγιση του ν. 3586/07

5. Ο ν. 3586/07 για την αξιοποίηση της περιουσίας των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, σε συνδυασμό με την απόφαση του Υπουργού Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας με αριθμό Β7/26028/4468/2008 για τους κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς αυτών των φορέων, ακολουθεί μία ενδιάμεση στάση. Στο άρθρο 3 του ανωτέρω νόμου, ορίζεται καταρχήν ότι οι φορείς κοινωνικής ασφάλισης μπορούν να επενδύουν σε τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου, πλην των σύνθετων ομολόγων και να διενεργούν πράξεις *per os* σε τέτοιους τίτλους, χωρίς περιορισμό. Η έκφραση «χωρίς περιορισμό» έχει την έννοια ότι οι επενδύσεις δεν υπόκεινται σε επενδυτικό όριο ή σε άδεια. Δε σημαίνει όμως ότι, κατά τη διενέργειά τους, ο φορέας δεν υποχρεούται να τηρεί τις αρχές επενδυτικής συμπεριφοράς που αναφέρονται στο άρθρο 17 αυτού του νόμου και στην ανωτέρω υπουργική απόφαση. Η τελευταία όμως περιέχει ρητή αναφορά στην αρχή της συνετής διαχείρισης, στο άρθρο 5 παρ, 4 στοιχ. δ, μόνο για το μετοχικό χαρτοφυλάκιο των φορέων κοινωνικής ασφάλισης. Αυτή η αναφορά φαίνεται να προσλαμβάνει τη σημασία ότι η αρχή της συνετής διαχείρισης δεν ισχύει για τις επενδύσεις σε τίτλους του Δημοσίου, πλην των σύνθετων ομολόγων, για τα οποία επίσης φαίνεται να μην ισχύει, αφού, για αυτές τις επενδύσεις, προβλέπεται ανώτατο επενδυτικό όριο. Ιδιαίτερα τονίζεται ωστόσο ότι ο φορέας οφείλει να λαμβάνει τις επενδυτικές αποφάσεις του με γνώμονα την επίτευξη της μεγαλύτερης δυνατής απόδοσης, παράλληλα όμως, με ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Η κερδοσκοπία κατά συνέπεια αναγνωρίζεται ως νόμιμη επιδίωξη, οριοθετείται όμως, αφενός μεν από τις αρχές επενδυτικής συμπεριφοράς που θέτει η νομοθεσία, αφετέρου δε από την αντίστροφη επιδίωξη ελαχιστοποίησης του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Δε θα πρέπει ωστόσο να παραλείψει κανείς να διαπιστώσει, μέσα από την ανυπαρξία επενδυτικού περιορισμού στις επενδύσεις σε

τίτλους του Δημοσίου, ένα μηχανισμό απορρόφησης του δημόσιου χρέους από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης, σε παρεκτροπή από το σκοπό που αυτοί οι φορείς τείνουν να εξυπηρετήσουν, από τη φύση τους. Η πρόβλεψη επενδυτικών ορίων στο σύνολο των λοιπών στοιχείων, ακόμη και για αυτά που παρουσιάζουν εχέγγυα ισοδύναμης ασφάλειας με τους τίτλους του Δημοσίου, επιβεβαιώνει αυτό το συμπέρασμα. Πράγματι, το άρθρο 4 ν. 3586/07 ακολουθεί μία διαφορετική προσέγγιση, ως προς τις επενδύσεις στα λοιπά επιτρεπόμενα μέσα, ενώ το άρθρο 5 παρ. 5 της απόφασης για τους κανόνες επενδυτικής συμπεριφοράς των φορέων κοινωνικής ασφάλισης προβλέπει πρόσθετα όρια, στο πλαίσιο της διασφάλισης της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του φορέα. Αυτά τα όρια ισχύουν παράλληλα με τις αρχές επενδυτικής συμπεριφοράς, η οποία καλύπτει το σύνολο της επενδυτικής δραστηριότητας του φορέα.

Οι επενδύσεις σε σύνθετα ομόλογα

6. Ειδικά ως προς τις επενδύσεις σε σύνθετα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου, τα οποία τοποθετούνται εκτός του πεδίου των επενδύσεων χωρίς περιορισμό, κρίθηκε ότι η θέσπιση επενδυτικού ορίου συνιστά μέτρο διασφάλισης κοινωνικής προστασίας, από τις τάσεις κερδοσκοπίας που διακρίνουν τις συγκεκριμένες επενδύσεις. Η λύση που ακολουθήθηκε, για λόγους καθαρά σκοπιμότητας, κάθε άλλο παρά ικανοποιητική αναδεικνύεται. Φανερόνεται δε και αντίθετη με τις τάσεις που εκφράζονται από την επενδυτική πολιτική συνταξιοδοτικών οργανισμών, τα τελευταία έτη. Συγκεκριμένα, όπως αναφέρεται σε σχετική μελέτη¹, σε διεθνές επίπεδο, εκδίδονταν μεγάλος αριθμός τέτοιων προϊόντων, που διοχετεύονταν στην αγορά προς επένδυση. Ειδικότερα για την Ελλάδα, αυτή η τάση παρατηρείται για το διάστημα από το 2001 μέχρι το 2005 (η σχετική έρευνα καλύπτει την περίοδο 1996-2005). Η έκδοση τέτοιων τίτλων από το Δημόσιο εξυπηρετούσε τις δανειακές ανάγκες των εθνικών κυβερνήσεων, ενώ παράλληλα επέτρεπε την τόνωση της δημιουργίας μίας εθνικής αγοράς ομολόγων, με την έννοια όχι απαραίτητα της οργανωμένης αγοράς, αλλά της προσφοράς αυτών προς επένδυση. Τα ασφαλιστικά ταμεία αντιπροσώπευαν, μαζί με τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, βασικό φορέα επένδυσης σε τέτοια προϊόντα, με εκδότη το Δημόσιο, για

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

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

Η διενέργεια πράξεων repos σε τίτλους του Δημοσίου από τους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς

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

απαγορεύεται ρητά από το νόμο και, κυρίως, δεύτερο, παρ. 2 του άρθρου 3 ν. 3586/07 επιτρέπει τη ρευστοποίηση των τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου χωρίς περιορισμό, με τη ρευστοποίηση να συνιστά πράξη εκποίησης του τίτλου, δηλαδή πράξη βαρύτερη της ενεχυρίασης. Η υπουργική απόφαση όμως επιβάλλει η σύμβαση γερο να συνάπτεται με ένα μόνο αντισυμβαλλόμενο του φορέα, ο οποίος θα πρέπει να είναι πιστωτικό ίδρυμα.

Ο δανεισμός τίτλων του Δημοσίου από τους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς

8. Το άρθρο 6 παρ. 10 ν. 2198/94 επιτρέπει ρητά το δανεισμό άυλων τίτλων του Ελληνικού Δημοσίου με αναλογική εφαρμογή των διατάξεων του άρθρου 806 του ΑΚ. Ο δανειολήπτης, στο πέρας του δανείου, οφείλει επομένως να επιστρέψει τίτλους της ίδιας ποσότητας και ποιότητας. Εάν μάλιστα οι δανεισθέντες τίτλοι είναι τίτλοι σταθερής απόδοσης, θα πρέπει να επιστραφεί ίσος αριθμός τίτλων της ίδιας ημερομηνίας έκδοσης, της ίδιας ονομαστικής αξίας, της ίδιας διάρκειας και με τον ίδιο τρόπο υπολογισμού της απόδοσης. Ο ν. 3586/07 και η υπουργική απόφαση για τους κανόνες συμπεριφοράς των φορέων κοινωνικής ασφάλισης δεν περιέχουν ρητή αναφορά στο δανεισμό τίτλων του ελληνικού δημοσίου, ως μέσο αξιοποίησης της περιουσίας αυτών των φορέων. Ωστόσο, η αναγνώριση της δυνατότητας ρευστοποίησης τίτλων του Δημοσίου χωρίς περιορισμό, όπως διατυπώνεται στο άρθρο 3 παρ. 2 ν. 3586/07, υπαγορεύει και την αποδοχή της δυνατότητας δανεισμού αυτών των τίτλων, από τους φορείς κοινωνικής ασφάλισης. Στην έννοια της «ρευστοποίησης» συμπεριλαμβάνεται κάθε πράξη εκποίησης του τίτλου που οδηγεί στην αποξένωση του φορέα από αυτόν, είτε προσωρινά (γερο: προσωρινή μεταβίβαση κυριότητας) είτε οριστικά (πώληση και μεταβίβαση κυριότητας). Αυτή η έννοια συνεπώς θα πρέπει να θεωρηθεί ότι καλύπτει και τη σύμβαση δανεισμού τίτλων, δεδομένου ότι με το δανεισμό των τίτλων, ο φορέας μεταβιβάζει κατά κυριότητα τους τίτλους και ο αντισυμβαλλόμενος υποχρεούται να μεταβιβάσει κατά κυριότητα στο φορέα, σε συγκεκριμένη ημερομηνία ή όταν απαιτήσει αυτό ο φορέας, τίτλους αντίστοιχης αξίας με ομοειδή χαρακτηριστικά. Ο νόμος ρυθμίζει και επιτρέπει χωρίς περιορισμό τη «ρευστοποίηση», δηλαδή την εκποιητική δικαιοπραξία, η οποία έχει ως αποτέλεσμα τη μεταβίβαση της κυριότητας ανεξάρτητα από την αιτία αυτής, η οποία μπορεί να είναι είτε σύμβαση πώλησης είτε δανεισμού, είτε οποιαδήποτε μη απαγορευμένη στις συναλλαγές σύμβαση. Εξάλλου, όταν ο φορέας κοινωνικής ασφάλισης δανείζει τους τίτλους, αποξενώνεται μεν νομικά από

την κυριότητα αυτών (όπως άλλωστε και στην περίπτωση μεταβίβασης κυριότητας λόγω πώλησης) αλλά δεν αποξενώνεται οικονομικά διότι, αφενός μεν διατηρεί την ενοχική αξίωση επιστροφής τίτλων της ίδιας ποσότητας και ποιότητας, αφετέρου δε, όχι απλά εισπράττει αντάλλαγμα για τη σύμβαση δανείου, αλλά και μπορεί να επιφυλάσσει στον εαυτό του, μέσω σχετικής συμβατικής ρύθμισης, την είσπραξη των ωφελημάτων από τους τίτλους.

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

9. Ο ν. 3586/07 αναγράφει συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία στα οποία είναι δυνατό να επενδυθούν τα διαθέσιμα των φορέων κοινωνικής ασφάλισης, αν και, παράλληλα, προβλέπεται η δυνατότητα καθορισμού και άλλων επενδυτικών προϊόντων ως αποδεκτού κινδύνου για αυτούς τους φορείς, με κοινή απόφαση των Υπουργών Οικονομίας και Οικονομικών και Απασχόλησης και Κοινωνικής Προστασίας. Ως προς τις κινητές αξίες, το άρθρο 4 αυτού του νόμου ακολουθεί μία προσέγγιση περιοριστικής αρίθμησης τέτοιων αξιών, με γνώμονα κάποια ποιοτικά χαρακτηριστικά τους, αποκλείοντας την επένδυση σε άλλες αξίες, οι οποίες δε συγκεντρώνουν αυτά τα χαρακτηριστικά, με την επιφύλαξη του καθορισμού τέτοιων αξιών, με υπουργική απόφαση, κατά τα ανωτέρω εκτιθέμενα. Οι μετοχές, ειδικότερα, θα πρέπει να έχουν εκδοθεί από εταιρία κράτους μέλους της Ευρωπαϊκής Ένωσης και να είναι εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά τέτοιου κράτους, ενώ επιτρέπεται η τοποθέτηση σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, μόνο εφόσον αυτοί εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της οδηγίας 85/611, αν και πλέον, μετά την επικείμενη κατάργηση αυτής της οδηγίας, θα διευρυνθεί ο επενδυτικός ορίζοντας σε σχήματα συλλογικής διαχείρισης, αφού η πρόσφατη οδηγία 2009/65 έχει ευρύτερο πεδίο εφαρμογής, ως προς τους οργανισμούς που ρυθμίζει. Η αναφορά του νόμου μόνο σε αμοιβαία κεφάλαια εμφανίζεται ωστόσο ανακριβής, διότι φαίνεται να μην καλύπτει και τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων που λειτουργούν με τη μορφή της εταιρίας επενδύσεων. Μία τέτοια, περιοριστική του πεδίου εφαρμογής της διάταξης, ερμηνεία δε θα πρέπει όμως να γίνει αποδεκτή. Πρόθεση των συντακτών της υπήρξε, με τον όρο «αμοιβαία κεφάλαια» να νοούνται οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες γενικότερα, ανεξάρτητα της νομικής μορφής τους. Η ρητή δυνατότητα επένδυσης σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων ακίνητης περιουσίας του ν. 2778/99, τουλάχιστον με τα σημερινά δεδομένα, εμφανίζεται ως θεωρητική, αφού

τέτοια αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν ακόμη συσταθεί, ούτε προβλέπεται να συσταθούν στο εγγύς μέλλον. Οι επενδύσεις σε ομόλογα πλην του Ελληνικού Δημοσίου επιτρέπεται, εφόσον αυτά έχουν εκδοθεί από άλλο κράτος μέλος της Ευρωζώνης, εκτός εάν πρόκειται για σύνθετο ομόλογο, οπότε η επένδυση, κατ' εξαίρεση, δεν επιτρέπεται. Η διάκριση των χωρών της Ευρωζώνης από τα λοιπά κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς και η απόλυτη εξαίρεση της επένδυσης σε σύνθετα ομόλογα άλλων κρατών μελών της Ένωσης, πλην της Ελλάδας, δημιουργεί πάντως ζήτημα συμφωνίας με τις αρχές της κοινοτικής νομοθεσίας. Η λύση του νόμου σε αυτό το σημείο μαρτυρεί τις προθέσεις των συντακτών του να αποτρέψουν τα ταμεία από την ανάληψη συναλλαγματικού κινδύνου. Η ίδια λογική παρατηρείται και για τις επενδύσεις σε μετοχές, αφού αυτές θα πρέπει να αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε Ευρώ. Δεν ισχύει όμως το ίδιο για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, οι οποίοι αρκεί να είναι εναρμονισμένοι στο επίπεδο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ενώ η αξία των μετοχών ή μεριδίων τους μπορεί να εκφράζεται και σε άλλο νόμισμα πλην του Ευρώ. Η ανάληψη συναλλαγματικού κινδύνου από το φορέα κοινωνικής ασφάλισης, ως προς αυτές τις επενδύσεις, κρίθηκε συνεπώς αποδεκτή, χωρίς όμως δικαιολογία της διαφορετικής ρύθμισης σε αυτό το σημείο. Στο ίδιο πλαίσιο ιδεών, η αποδοχή της δυνατότητας επένδυσης μόνο σε συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης και σε δικαιώματα προαίρεσης που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αθηνών και όχι σε αντίστοιχα συμβόλαια ή δικαιώματα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε άλλες οργανωμένες αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης, συνιστά διακριτική μεταχείριση των τελευταίων αγορών έναντι του Χρηματιστηρίου Αθηνών, καθώς και των προϊόντων που διαπραγματεύονται στις πρώτες αγορές έναντι εκείνων που διαπραγματεύονται στη δεύτερη. Πέρα από αυτό όμως, η απόλυτη εξαίρεση από τη δυνατότητα επένδυσης σε άλλα στοιχεία, εκτός εκείνων που αριθμούνται στο άρθρο 4, δεν επιτρέπει στους συνταξιοδοτικούς οργανισμούς να εκμεταλλευθούν ευκαιρίες που παρέχονται, για αποκόμιση κερδών, με τη μορφή της υπεραξίας, από επενδύσεις σε οργανισμούς που παρουσιάζουν υψηλές αποδόσεις. Η περίπτωση των Funds of Hedge Funds, στα οποία επενδύουν συνταξιοδοτικά σχήματα της αλλοδαπής, σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, είναι χαρακτηριστική. Ο Έλληνας νομοθέτης επέλεξε την οδό της απαγόρευσης, ενώ η εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης θα μπορούσε να λειτουργήσει σε αυτό το σημείο ως εξισορροπητικός παράγοντας της τάσης προς κερδοσκοπία και της κοινωνικής προστασίας. Η επιδίωξη κοινωνικής προστασίας περιόρισε εδώ το πεδίο

για κερδοσκοπία, με τον περιορισμό να επιτυγχάνεται με τη μείωση των επενδυτικών επιλογών του διαχειριστή.

Οριοθέτηση της κερδοσκοπίας με τη θέσπιση ανώτατων ορίων επένδυσης

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

σε κάθε έννοια διασποράς του χαρτοφυλακίου που θα έχει ενταχθεί σε αυτό το Κεφάλαιο.

Οριοθέτηση της κερδοσκοπίας από την αρχή της συνετής διαχείρισης

11. Η αρχή της συνετής διαχείρισης², η οποία απαιτεί την εξισορροπημένη και υπεύθυνη διαχείριση, δια μέσου μίας διαφοροποίησης των επενδύσεων και αυτοπεριορισμών, υπό το πρίσμα της ποιότητας των επενδύσεων, από την πλευρά της, παρέχει στο φορέα ο οποίος έχει επιφορτιστεί με την ευθύνη για τη διαχείριση του συνταξιοδοτικού οργανισμού, το δικαίωμα να αποφασίζει την επενδυτική στρατηγική αυτού του οργανισμού, χωρίς να υπόκειται σε νομικούς περιορισμούς, ως προς ανώτατο ή κατώτατο όριο επενδύσεων του ενεργητικού του σε συγκεκριμένα στοιχεία ή στην αλλοδαπή. Αυτό το δικαίωμα περιορίζεται μόνο από την υποχρέωση της διενέργειας επενδυτικών πράξεων με σύνεση. Η εφαρμογή αυτής της αρχής, η οποία πάντως δεν είναι απόλυτα ασυμβίβαστη με τη θέσπιση επενδυτικών ορίων, αρκεί αυτά τα όρια να δικαιολογούνται υπό το πρίσμα της αρχής της συνετής διαχείρισης, επιτρέπει ελαστικότητα στην επενδυτική πολιτική του οργανισμού, ανάλογα με τις διαχειριστικές επιδιώξεις και τα χαρακτηριστικά του και παρέχει τη δυνατότητα μεταβολής της επενδυτικής στρατηγικής, ανάλογα με τις οικονομικές, νομισματικές ή άλλες συνθήκες, που ισχύουν τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Η αρχή της συνετής διαχείρισης δεν αποκλείει ωστόσο την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου. Απλά επιτάσσει το επίπεδο του κινδύνου στο οποίο εκτίθεται ο οργανισμός να είναι ανάλογο, αφενός με το σκοπό και τις υποχρεώσεις του οργανισμού και αφετέρου με το ύψος της αναμενόμενης, υπό κανονικές συνθήκες, απόδοσης. Εξάλλου, η επένδυση σε παράγωγα δε φανερώνει, αφ' εαυτή, μη συνετή διαχείριση. Η αρχή της συνετής διαχείρισης σημαίνει κατ' ακολουθία ότι ο διαχειριστής θα ασκεί τα καθήκοντά του με την επιμέλεια, την ικανότητα και τη σύνεση, την οποία θα επεδείκνυε ένας συνετός επαγγελματίας, που θα ενεργούσε, με αυτή την ιδιότητα, ανάλογη δραστηριότητα. Ο διαχειριστής θα ενεργεί δηλαδή με βάση αποκλειστικά το συμφέρον των μελών του οργανισμού, αποσκοπώντας στην επίτευξη κερδών για τους δικαιούχους. Αυτό που αναμένεται από το διαχειριστή, είναι να ενεργεί με καλή πίστη και να ασκεί συνετά τη διακριτική του ευχέρεια. Σε αυτό το πλαίσιο ιδεών, η

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

αρχή της συνετής διαχείρισης συνδέεται άμεσα με την επιμέλεια. Το ερώτημα, κάτω από αυτές τις συνθήκες τίθεται, κατά πόσο η συνετή διαχείριση περιλαμβάνει και την επιμέλεια, ή εάν η σύνεση θα κρίνεται και με βάση την επιμέλεια. Το Ανώτατο Δικαστήριο των Η.Π.Α³ φαίνεται να εντάσσει την επιμέλεια, όπως και την υποχρέωση πίστης, στη συνετή διαχείριση, στο μέτρο που, με βάση τη σχετική νομολογία, η συνετή διαχείριση απαιτεί και καλόπιστη συμπεριφορά. Μία τέτοια ένταξη, ωστόσο, παραγνωρίζει το γενικότερο χαρακτήρα της επιμέλειας, η οποία δεν περιορίζεται στην επενδυτική συμπεριφορά. Δε θα μπορούσε πάντως κανείς να διαφοροποιήσει τη σύνεση από την επιμέλεια, αποδεχόμενος ότι η πρώτη αφορά μόνο τη διαχείριση, ενώ η δεύτερη τη λοιπή συμπεριφορά. Είναι δε αναντίρρητο ότι η υποχρέωση επιμέλειας και πίστης εφαρμόζονται και για τη διενέργεια των επενδύσεων. Η επιμέλεια ωστόσο θα πρέπει να καλύπτει και την οργάνωση του συνταξιοδοτικού οργανισμού, κατά τρόπο ώστε αυτός να είναι σε θέση να ανταποκριθεί αποτελεσματικά στα καθήκοντά του, δηλαδή στην εκπλήρωση των στόχων του. Αντίστροφα, η σύνεση, ως υπόδειγμα συμπεριφοράς, εφαρμόζεται στις επενδύσεις, αλλά και στις άλλες περιπτώσεις όπου αναγνωρίζεται διακριτική ευχέρεια, δηλαδή δυνατότητα επιλογής μεταξύ διαφορετικών λύσεων. Ωστόσο, θα πρέπει να διακρίνεται η επιμέλεια, η πίστη και η σύνεση. Αυτό προκύπτει και από τη διαφορετική αναφορά και στις τρεις λέξεις.

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

12. Η αρχή της συνετής διαχείρισης μεταθέτει όμως τη μεθοδολογία για τη θεμελίωση της ευθύνης⁴. Η τελευταία θα καταδεικνύεται όχι με την προσφυγή σε μία συγκεκριμένη νομοθετική ή κανονιστική διάταξη, αλλά με γνώμονα μία γενικότερη συμπεριφορά, που θα αποτελεί πρότυπο για το διαχειριστή, κατά τρόπο ώστε η εκτροπή από αυτή τη συμπεριφορά να συνιστά το γενεσιουργό λόγο της ευθύνης. Απομακρύνεται συνεπώς κανείς από μία περιπτωσιολογική ευθύνη, που θα προκύπτει από ειδικές διατάξεις και κατευθύνεται σε μία αναζήτηση του υπόβαθρου για τη θεμελίωση της ευθύνης στην εφαρμογή γενικής αρχής. Αυτή η τάση ανταποκρίνεται στις σύγχρονες αντιλήψεις του δικαίου, με βάση τις οποίες αξιολογείται η συμπεριφορά. Η ευθύνη θα μπορεί να είναι δε αυξημένη, στο μέτρο που η εφαρμογή

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

⁴ Βλ. Μούζουλα, ό. π., αριθ. 11.

μίας γενικής αρχής, με ευρύτατο περιεχόμενο, δεν αφήνει πεδίο για καταστρατήγηση κανόνα δικαίου. Υπό αυτή την έννοια, η λειτουργία της ευθύνης, ως μηχανισμός αποτροπής επιλήψιμης συμπεριφοράς, αλλά και επανόρθωσης της ζημίας, εμφανίζεται περισσότερο αποτελεσματική. Η θεμελίωση δε της ευθύνης σε μία γενική αρχή αντιστοιχίζεται με τον περιορισμό της εξουσίας του διαχειριστή από μόνο ένα γενικό πλαίσιο αρχών, το οποίο επιτρέπει την αναζήτηση της υψηλότερης δυνατής απόδοσης, μέσα από την ποιότητα. Η ποιότητα της συμπεριφοράς, από την αντίστροφη πλευρά, απομακρύνει την ευθύνη για μη προσήκουσα συμπεριφορά. Ο διαχειριστής που ενεργεί σύμφωνα με το υφιστάμενο κανονιστικό πλαίσιο, τηρώντας τους τυχόν επενδυτικούς περιορισμούς και, γενικότερα, τις διαδικασίες διενέργειας των επενδύσεων, κατά τεκμήριο, ενεργεί πάντως με σύνεση. Η τελευταία όμως δεν κρίνεται μόνο με βάση αυτό το κριτήριο, όπως και η επιμέλεια. Επομένως, η συμμόρφωση του διαχειριστή με τους κανόνες για την επενδυτική πολιτική του οργανισμού δε συνεπάγεται τον αποκλεισμό του ενδεχόμενου να του αναζητηθούν ευθύνες από τη διαχείριση. Στο ίδιο πλαίσιο ιδεών, η ενέργεια σύμφωνα με τον εσωτερικό κανονισμό της εταιρίας, με την έννοια ότι θα έχουν ακολουθηθεί οι διαδικασίες που εκεί προβλέπονται, δημιουργεί (μαχητό) τεκμήριο για την έλλειψη της ευθύνης του διαχειριστή. Βασικό στοιχείο για τη διακυβέρνηση των συνταξιοδοτικών οργανισμών συνιστά και η διατύπωση επενδυτικών αρχών, οι οποίες δεσμεύουν το διαχειριστή, κατά την ενάσκηση των καθηκόντων του. Η ύπαρξη τέτοιων αρχών, που θα καθιερώνονται στο επίπεδο των κατ' ιδίαν συνταξιοδοτικών οργανισμών, δεν αναιρεί την αρχή της συνετής διαχείρισης, σύμφωνα με την οποία δε θα προβλέπονται ποσοτικά όρια επένδυσης σε συγκεκριμένα στοιχεία, αλλά το βάρος θα τίθεται στην αναζήτηση της ποιότητας των επενδύσεων, μέσα από ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, εξειδικεύοντας ιδίως τα είδη των επενδύσεων του οργανισμού, την ισορροπία μεταξύ αυτών των ειδών επενδύσεων και τον κίνδυνο, την αναμενόμενη απόδοση των επενδύσεων, καθώς και τις πραγματοποιηθείσες επενδύσεις. Σύμφωνα δε με πρόσφατες θέσεις του Υπουργείου Εργασίας των Η.Π.Α., η ERISA απαιτεί να μην ακολουθείται η επενδυτική πολιτική που αναγράφεται στα έγγραφα του συνταξιοδοτικού οργανισμού, όταν η εφαρμογή αυτής της πολιτικής δε θα συνιστούσε συνετή διαχείριση. Σε τελική ανάλυση, θα πρέπει να διακρίνει κανείς μεταξύ μη προσήκουσας και μη νόμιμης συμπεριφοράς: μη προσήκουσα μπορεί να είναι και συμπεριφορά που δεν απαγορεύεται από τη νομοθεσία, ενώ μη νόμιμη είναι αυτή που

δεν επιτρέπεται. Βέβαια, η μη προσήκουσα συμπεριφορά μπορεί τελικά να είναι και μη νόμιμη, στο μέτρο που η συμπεριφορά παραβαίνει αρχή του δικαίου, που οφείλει να σέβεται το υποκείμενο ης συμπεριφοράς. Τέτοια αρχή συνιστά η καλή πίστη, η υποχρέωση πίστωσης, επιμέλειας κλπ. Διερωτάται πάντως κανείς, πώς η εποπτική αρχή ή το δικαστήριο θα διαπιστώνει εάν μία επένδυση υπήρξε συνετή, ή εάν η διαχείριση γενικότερα είναι συνετή, χωρίς να υπεισέρχεται στο επίπεδο του ελέγχου σκοπιμότητας. Το ίδιο πρόβλημα ενυπάρχει στην αναζήτηση του εάν ή όχι συγκεκριμένη επένδυση είναι προς το συμφέρον των μελών του οργανισμού. Το μόνο που θα μπορεί να ελέγξει η αρχή ή το δικαστήριο, είναι εάν η υπό κρίση επένδυση εντάσσεται στην επενδυτική στρατηγική του οργανισμού και έχει αποφασιστεί και υλοποιηθεί σύμφωνα με τις προβλεπόμενες διαδικασίες.

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

13. Η ανωτέρω προσέγγιση του τρόπου επενδυτικής διαχείρισης των συνταξιοδοτικών οργανισμών, με βάση την αρχή της συνετής διαχείρισης, θεωρεί ως δεδομένο ότι ο διαχειριστής διαθέτει την αξιολογική ικανότητα, ώστε να σταθμίσει, με βάση τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επένδυσης, εάν θα επιλέξει αυτή για το χαρτοφυλάκιο του οργανισμού. Η οδηγία για τα συνταξιοδοτικά ιδρύματα επαγγελματικής απασχόλησης, η οποία βασίζει τη διαχείριση αυτών των ιδρυμάτων στην τήρηση της αρχής της συνετής διαχείρισης, περιέχει διατάξεις που διασφαλίζουν την καταλληλότητα του διαχειριστή, για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων. Από την άλλη πλευρά, η ανάθεση της διαχείρισης των συνταξιοδοτικών οργανισμών σε εταιρίες του χρηματοπιστωτικού τομέα, οι οποίες αποτελούν αντικείμενο προληπτικής εποπτείας και δραστηριοποιούνται με βάση μία οργανωτική δομή η οποία παρέχει εγγύα αξιοπιστίας, λειτουργεί ως μία ασφαλιστική δικλείδα για τη διασφάλιση της κοινωνικής προστασίας, από κερδοσκοπικές τάσεις οι οποίες θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων. Ο ν. 3586/07 και η υπουργική απόφαση για τους κανόνες συμπεριφοράς των φορέων κοινωνικής ασφάλισης περιέχουν επίσης ένα πλέγμα κανόνων, η εφαρμογή των οποίων θα οδηγήσει σε σημαντική βελτίωση του τρόπου διακυβέρνησης αυτών των φορέων. Δε θα πρέπει όμως να διαφεύγει της προσοχής ότι η θέσπιση των όποιων κανόνων δε μπορεί παρά να λαμβάνει υπόψη και τις πραγματικές περιστάσεις, όπως ισχύουν στην πράξη. Δυστυχώς, σε αυτό το σημείο, η ελληνική εμπειρία εμφανίζεται ιδιαίτερα

αρνητική. Μόνο όταν η διαχείριση του χαρτοφυλακίου έχει ανατεθεί σε εξειδικευμένο προς τούτο επαγγελματία, παρέχονται εχέγγυα για μία αποτελεσματική διαχείριση. Στην πραγματικότητα, όπως και σε άλλους τομείς, το σύστημα διαχείρισης πάσχει περισσότερο στο επίπεδο των προσώπων που ασκούν αυτή, παρά στο επίπεδο των κανόνων για την άσκηση της διαχείρισης. Η έλλειψη καταλληλότητας καθιστά την ορθή εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης αμφίβολης αποτελεσματικότητας. Υπό αυτό το πρίσμα, η θέσπιση επενδυτικών ορίων εμφανίζεται ως περισσότερο ενδεδειγμένη, για την αποτροπή καταστάσεων από επενδύσεις σε στοιχεία που παρουσιάζουν αυξημένους κινδύνους, την ύπαρξη των οποίων δεν είναι σε θέση να κατανοήσει αυτός που λαμβάνει τις επενδυτικές αποφάσεις, αν και θα μπορούσε κανείς βάσιμα να υπογραμμίσει ότι η αξιολογική ικανότητα είναι αναγκαία και όταν οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται με την τήρηση ανώτατων ορίων επένδυσης. Σε κάθε περίπτωση, κάτω από αυτή την οπτική γωνία, η ελληνική νομοθεσία στερείται μεν καινοτόμων λύσεων, που θα επέτρεπαν την υιοθέτηση κερδοσκοπικών τάσεων προς την επίτευξη υψηλότερων αποδόσεων, προβλέπει όμως επενδυτικούς κανόνες που περιορίζουν τη διακριτική ευχέρεια του διαχειριστή, θεωρώντας ότι τέτοιοι περιορισμοί επενεργούν ως μέτρα κοινωνικής προστασίας, προς αποτροπή μίας υπέρμετρης κερδοσκοπίας. Απλά η συντηρητική προσέγγιση του Έλληνα νομοθέτη βρίσκει τη δικαιολογητική της βάση στην έλλειψη μίας υποδομής που θα επιτρέψει την υποστήριξη των όποιων διαδικασιών λήψης επενδυτικών αποφάσεων, με κριτήρια που θα μετριάσουν την κερδοσκοπία με τη σωστή στάθμιση και αξιολόγηση των υφιστάμενων κινδύνων. Αυτή η έλλειψη όμως δεν υφίσταται και στο επίπεδο των επαγγελματιών διαχειριστών, που θα μπορούσαν να αναλάβουν τη διαχείριση των συνταξιοδοτικών οργανισμών με την εφαρμογή της αρχής της συνετής διαχείρισης, με αυτή την αρχή να συνιστά τότε το ενδεδειγμένο μέτρο κοινωνικής προστασίας, για την αποτροπή της ανάληψης υπέρμετρων κινδύνων από τάσεις κερδοσκοπίας.