



ΙΔΡΥΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ & ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΡΕΥΝΩΝ
FOUNDATION FOR ECONOMIC & INDUSTRIAL RESEARCH

Τ. Καρατάσου 11, 117 42 Αθήνα, Τηλ.: 210 92 11 200-10, Fax: 210 92 33 977, www.iobe.gr
11 T. Karatassou Str., 117 42 Athens, Greece, Tel.: (+30) 210 92 11 200-10, Fax: (+30) 210 92 33 977

Ενίσχυση της αποταμίευσης και ανάπτυξη με μοχλό την κεφαλαιαγορά

Αθήνα, Νοέμβριος 2019

Σκοπός

Εξέταση μέτρων πολιτικής για αύξηση της αποταμίευσης

- Επισκόπηση Ευρωπαϊκών πρακτικών
- Παροχή φορολογικών κινήτρων για αποταμίευση μέσω κεφαλαιαγοράς
- Ενίσχυση του δεύτερου και τρίτου πυλώνα στο συνταξιοδοτικό σύστημα

Εκτίμηση οικονομικών επιδράσεων από την ενίσχυση της αποταμίευσης

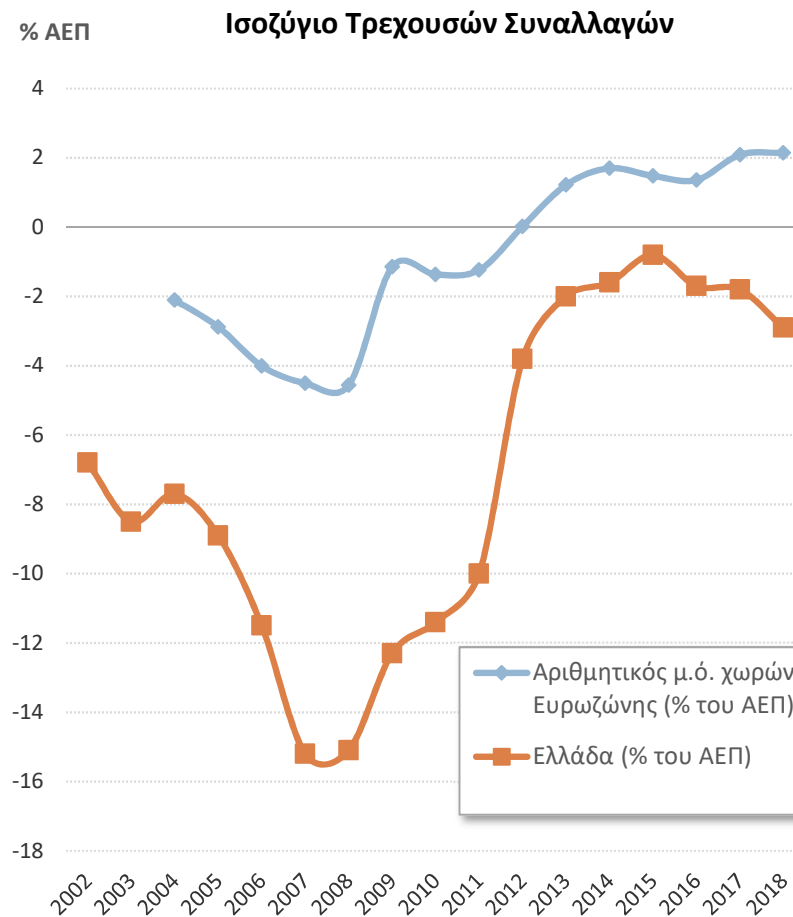
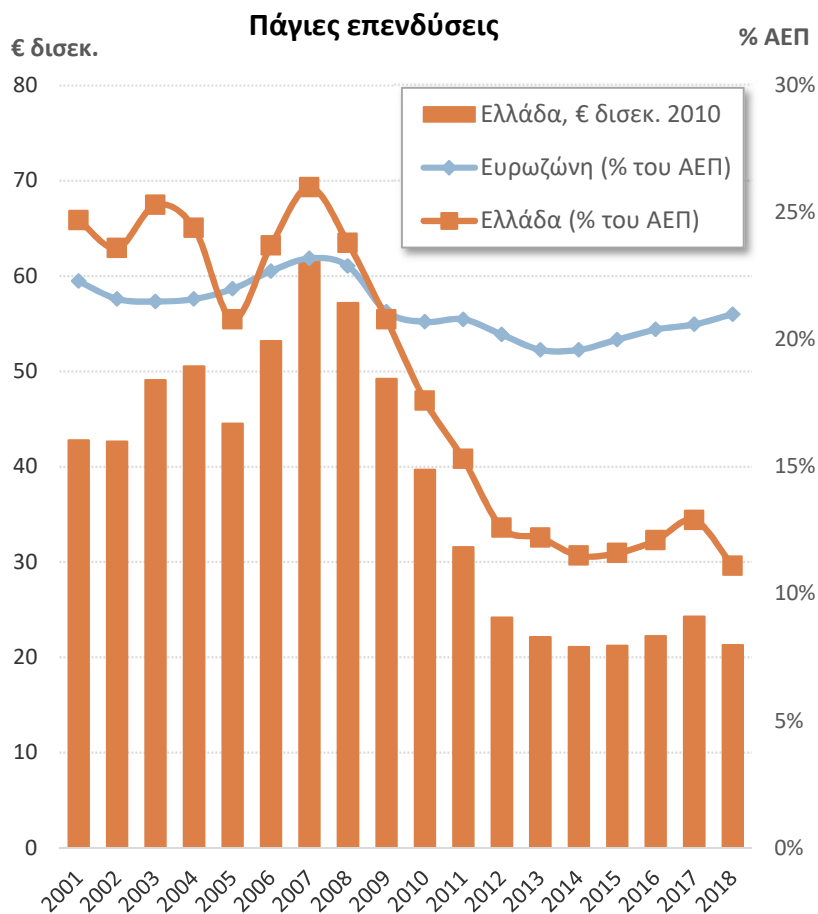
- Σε επενδύσεις, απασχόληση και εμπάθυνση της κεφαλαιαγοράς
- Βελτίωση μακροχρόνιας αναπτυξιακής προοπτικής

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή
2. Χαρακτηριστικά της αποταμίευσης και κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα
3. Ευρωπαϊκή στρατηγική και πρακτικές για ενίσχυση της αποταμίευσης και κεφαλαιαγοράς
4. Παράγοντες που επιδρούν στη συμμετοχή των νοικοκυριών στην κεφαλαιαγορά
5. Μέτρα πολιτικής για ενίσχυση της αποταμίευσης στην Ελλάδα
6. Συμπεράσματα & προτεραιότητες πολιτικής

1. Εισαγωγή

Για την ανάκαμψη του βιοτικού επιπέδου στην Ελλάδα απαιτούνται σημαντικές νέες επενδύσεις



Πηγές: Eurostat, ELSTAT, ΤτΕ

...χωρίς η χρηματοδότησή τους να βασίζεται σε υπερβολικά ελλείμματα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

Μακροοικονομικές ταυτότητες



*Δημόσια & ιδιωτική, που επιλέγει τοποθετήσεις στην Ελλάδα



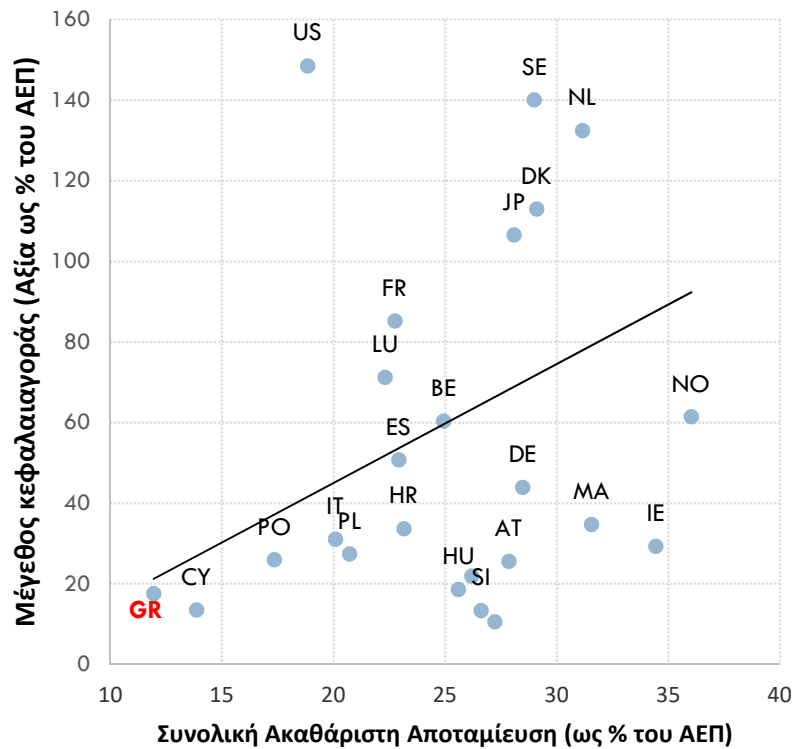
Αλυσίδα

- Οι εγχώριες επενδύσεις στηρίζονται σε εγχώρια και ξένη αποταμίευση
- Η δημόσια αποταμίευση αυξάνει με το δημοσιονομικό πλεόνασμα
- Η ιδιωτική αποταμίευση εξαρτάται κύρια από την συμπεριφορά νοικοκυριών
- Μεγαλύτερη εγχώρια αποταμίευση συμβάλει:
 - στην χρηματοδότηση περισσότερων επενδύσεων
 - στην μακροχρόνια βιωσιμότητα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών

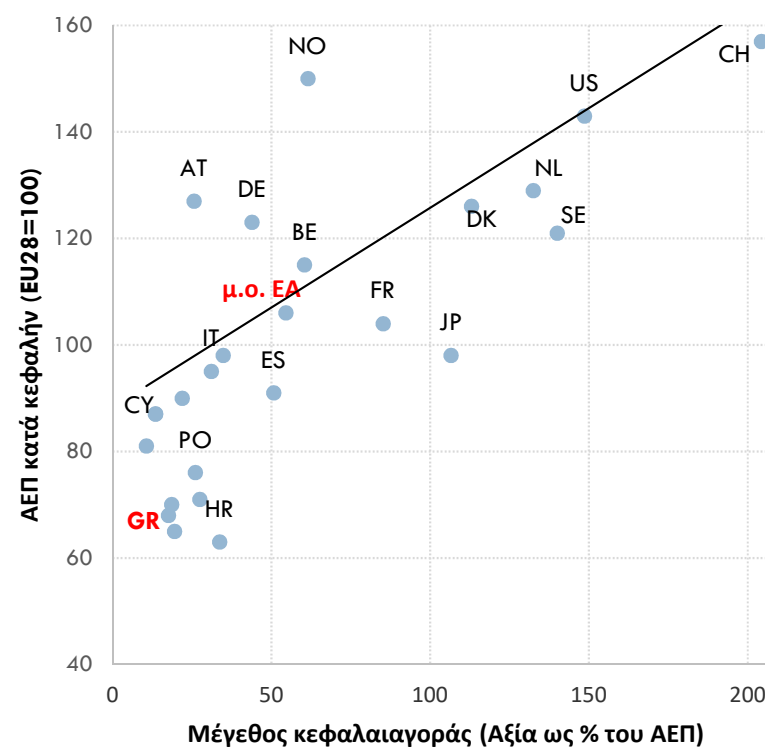
Οι αγορές κεφαλαίου και οι τράπεζες είναι συνδεδεμένοι κρίκοι μεταξύ αποταμίευσης, επενδύσεων και ανάπτυξης



Χώρες με υψηλότερη αποταμίευση έχουν ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές



Χώρες με ανεπτυγμένες κεφαλαιαγορές έχουν υψηλότερο βιοτικό επίπεδο



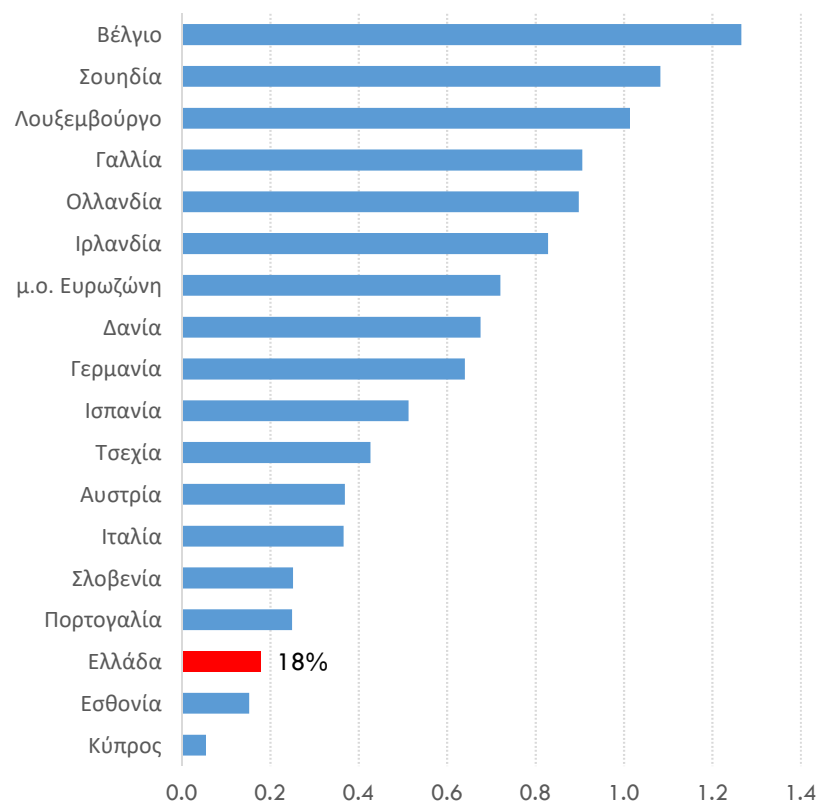
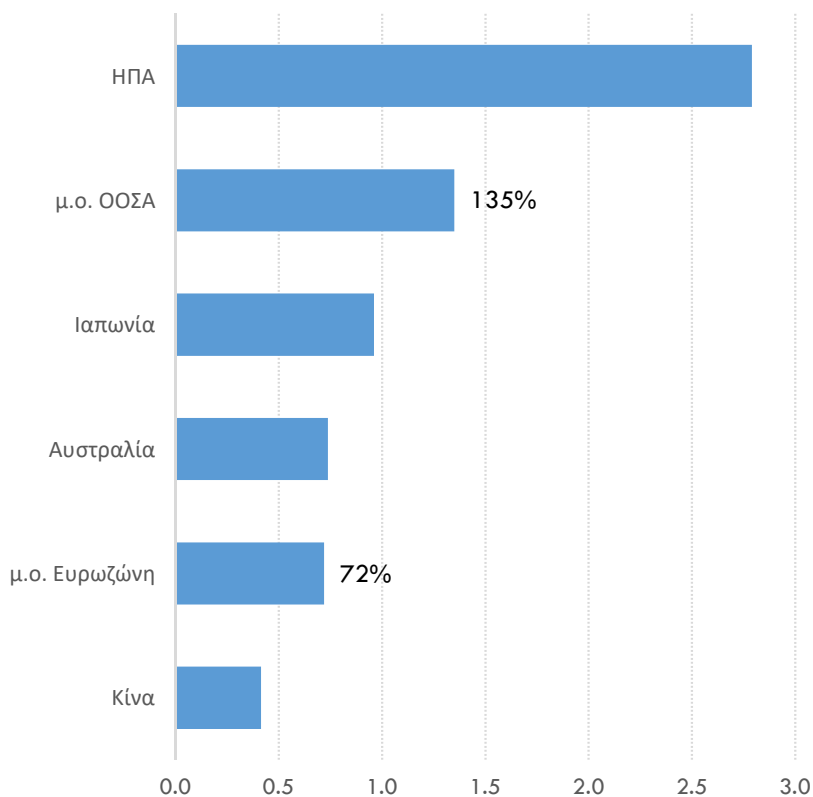
Πηγές: Eurostat, Παγκόσμια Τράπεζα, Eurostat, Παγκόσμια Τράπεζα, World Federation of Exchanges. Τα στοιχεία αφορούν το 2018.



Οι αγορές κεφαλαίου προσφέρουν εργαλεία χρηματοδότησης συμπληρωματικά του τραπεζικού δανεισμού



Χρηματοοικονομική διάρθρωση οικονομιών, 2016
(Αξία κεφαλαιαγοράς / Αξία τραπεζικού δανεισμού στον ιδιωτικό τομέα)



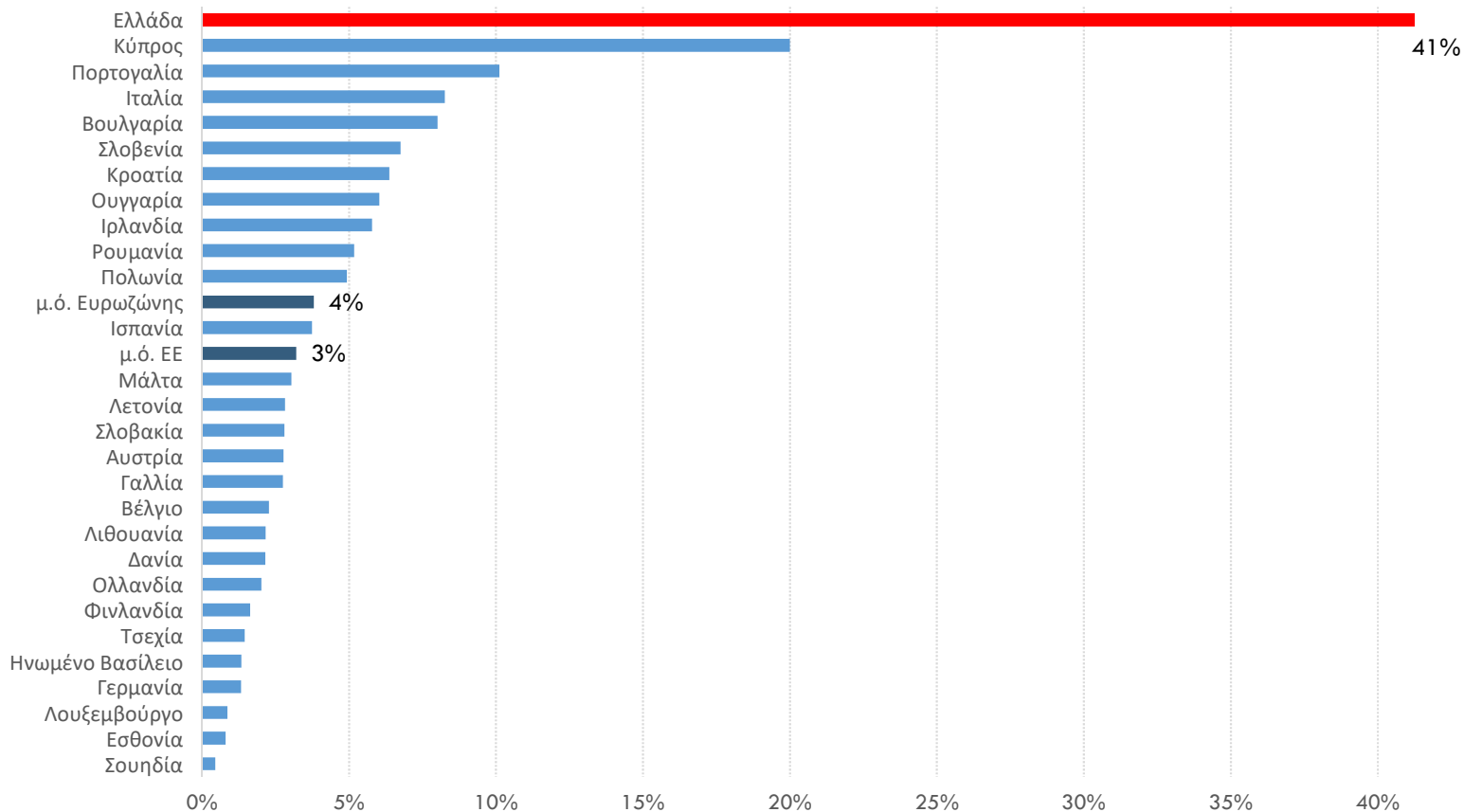
Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα, World Federation of Exchanges

Σε σύγκριση με τον τραπεζικό δανεισμό, οι αγορές κεφαλαίου υπο-αξιοποιούνται στην Ευρώπη (72%) και ειδικά στην Ελλάδα (18%)

Η τραπεζική χρηματοδότηση στην Ευρώπη αντιμετωπίζει περιορισμούς ειδικά σε χώρες με υψηλό ποσοστό κόκκινων δανείων



Μη Εξυπηρετούμενα Δάνεια σε χώρες της ΕΕ, 4^ο τρίμηνο 2018
(ποσοστό επί του συνόλου)

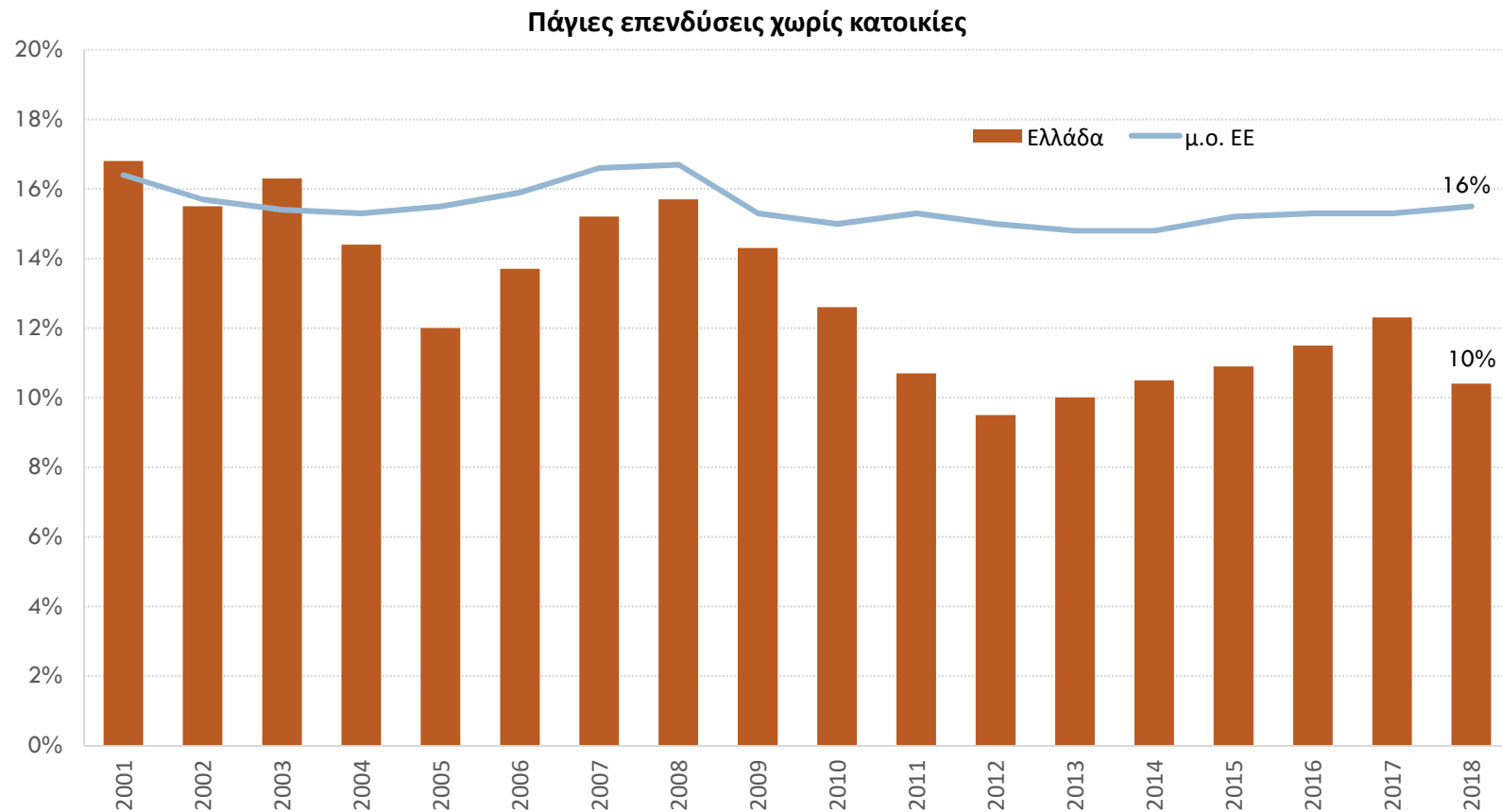


Πηγή: ΕΚΤ

Συνεπώς, είναι κρίσιμο να αναπτυχθεί η αγορά κεφαλαίων

2. Χαρακτηριστικά της αποταμίευσης και κεφαλαιαγοράς στην Ελλάδα

Οι παραγωγικές επενδύσεις στην Ελλάδα υστερούν σημαντικά σε σχέση με τον Ευρωπαϊκό μέσο όρο



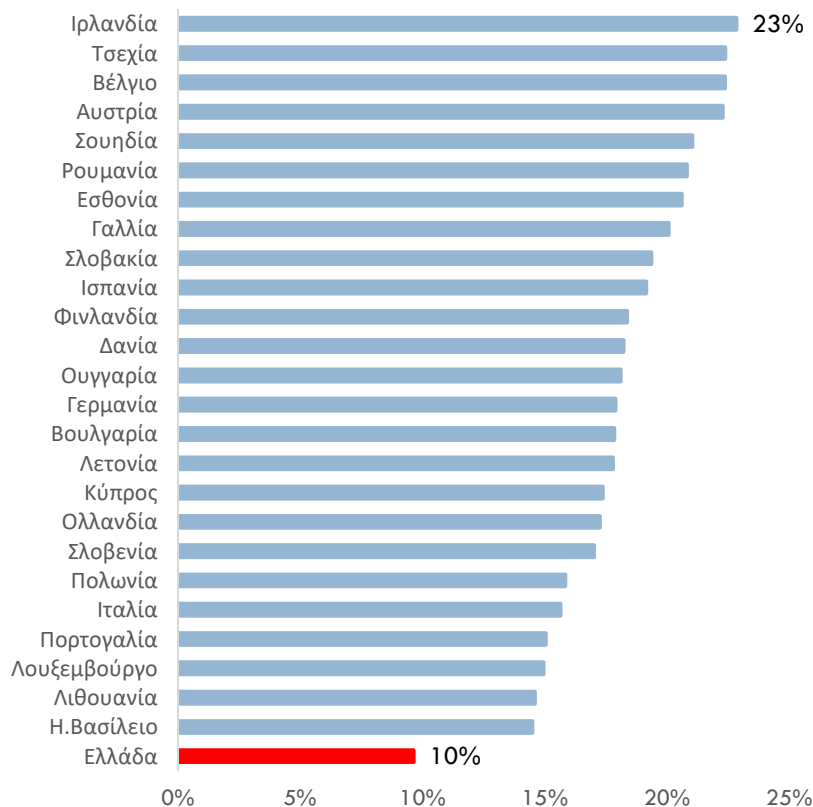
Πηγές: Eurostat/ELSTAT

Το «κενό» επενδύσεων πλην κατοικιών την περίοδο 2000-2018 κυμάνθηκε κατά μ.ό. σε 2,6 π.μ. του ετήσιου ΑΕΠ, σωρευτικά περί τα €94 δισεκ.

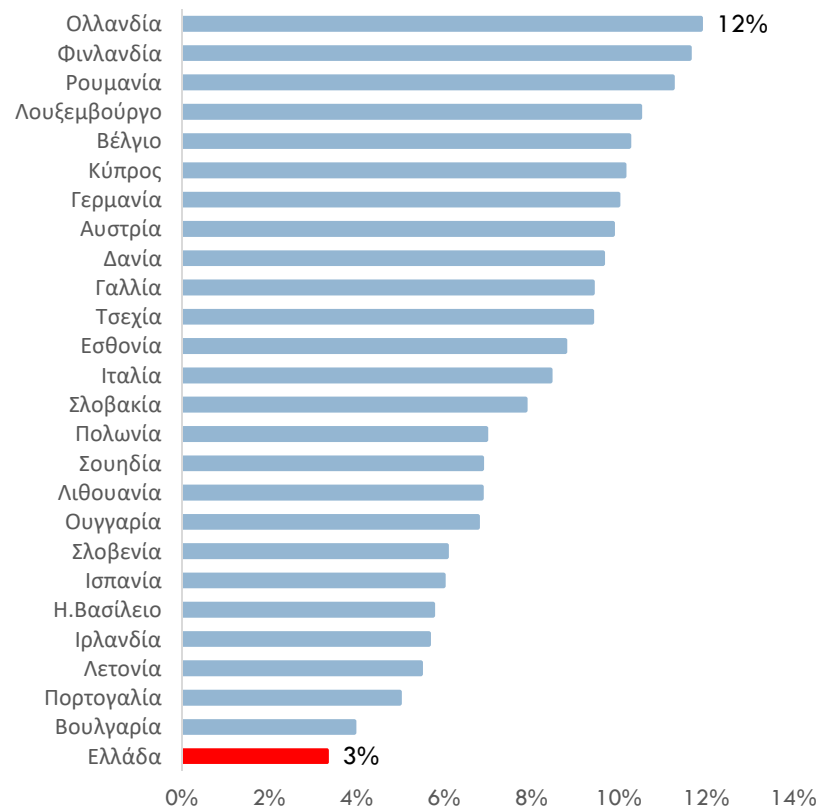
Η Ελλάδα σημειώνει το μικρότερο ποσοστό ιδιωτικών επενδύσεων μεταξύ των χωρών της ΕΕ



Επενδύσεις ιδιωτικού τομέα, 2017
(ως % του ΑΕΠ)



Επενδύσεις νοικοκυριών, 2017
(ως % του διαθέσιμου εισοδήματος)



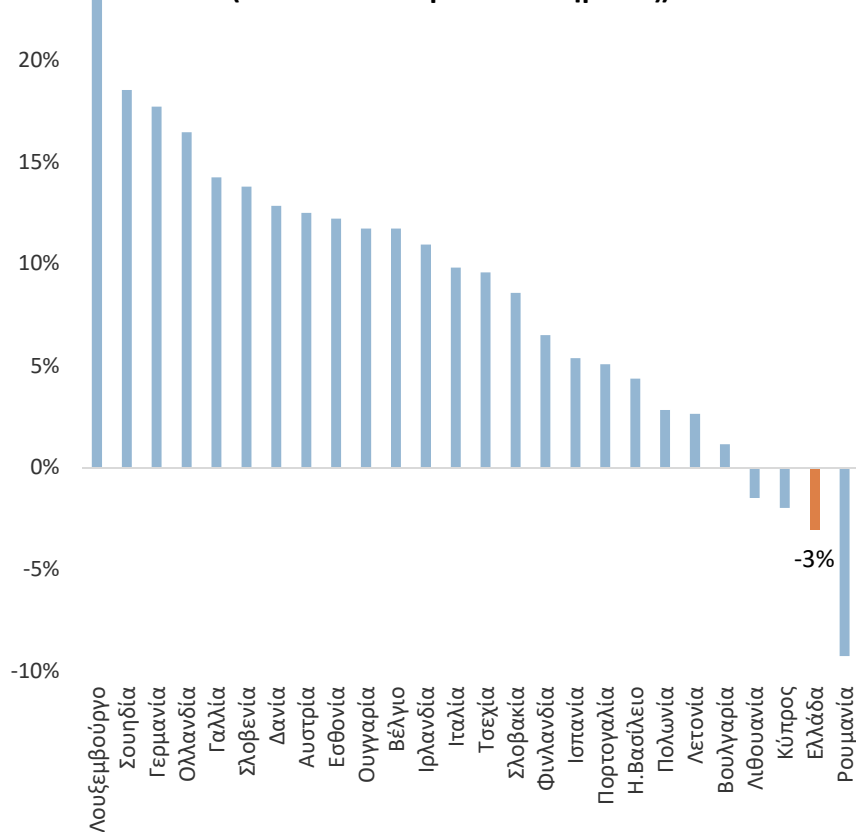
Πηγές: Eurostat/ELSTAT

Οι ιδιωτικές επενδύσεις αντιστοιχούν σε μόλις 10% του ΑΕΠ, ενώ εκείνες των νοικοκυριών σε 3% του διαθέσιμου εισοδήματος

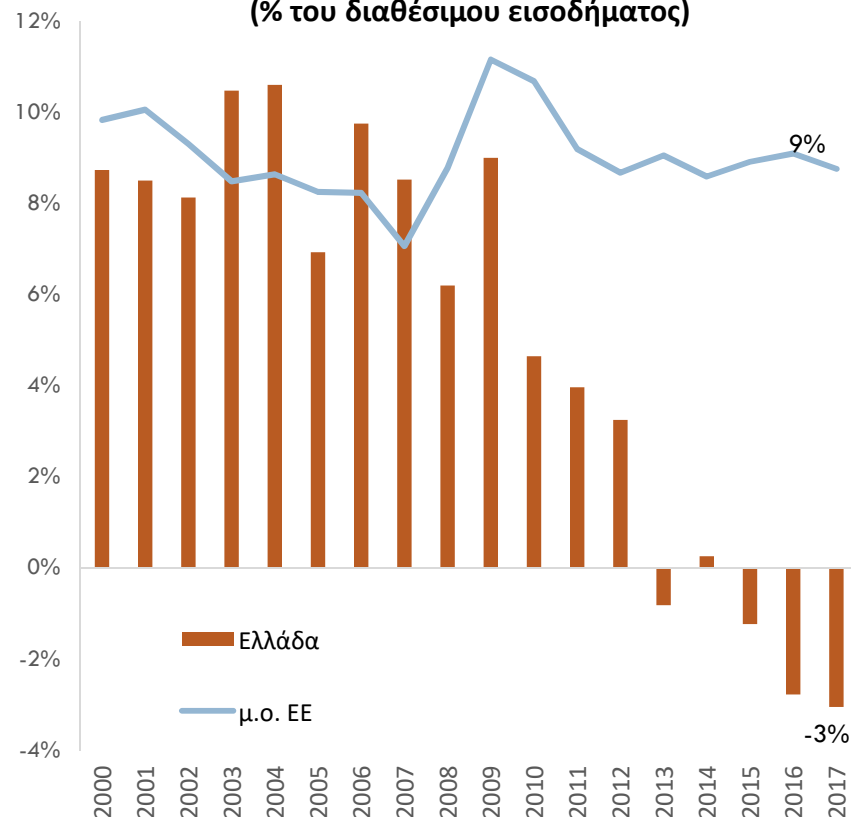
Τα ελληνικά νοικοκυριά καταγράφουν αρνητική αποταμίευση τα τελευταία χρόνια, τη δεύτερη χαμηλότερη επίδοση στην ΕΕ το 2017



Αποταμιεύσεις νοικοκυριών ανά χώρα της ΕΕ, 2017
(% του διαθέσιμου εισοδήματος)



Αποταμιεύσεις νοικοκυριών, 2000-2017
(% του διαθέσιμου εισοδήματος)



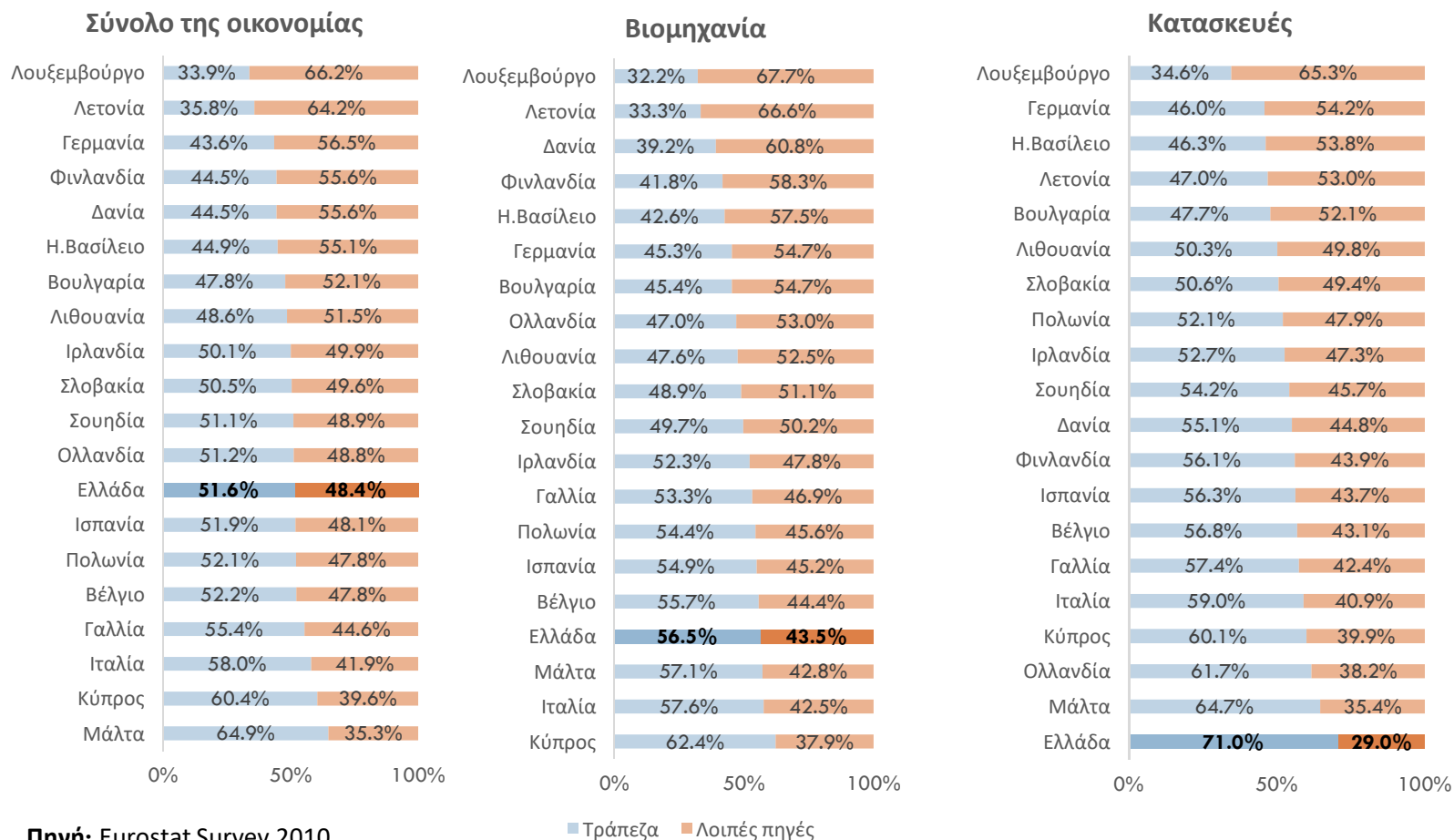
Πηγές: Eurostat/ELSTAT

Το αποταμιευτικό «κενό» των Ελληνικών νοικοκυριών την δεκαετία 2008-2017 κυμάνθηκε κατά μ.ό. σε 7,3 π.μ. του ετήσιου διαθέσιμου εισοδήματός τους, σωρευτικά περί τα €94 δισεκ.

Η χρηματοδότηση της οικονομίας ήταν παραδοσιακά «τραπεζικοκεντρική»



Ποσοτό επιχειρήσεων που βασίζονται σε τραπεζική χρηματοδότηση, 2010



Πηγή: Eurostat Survey 2010

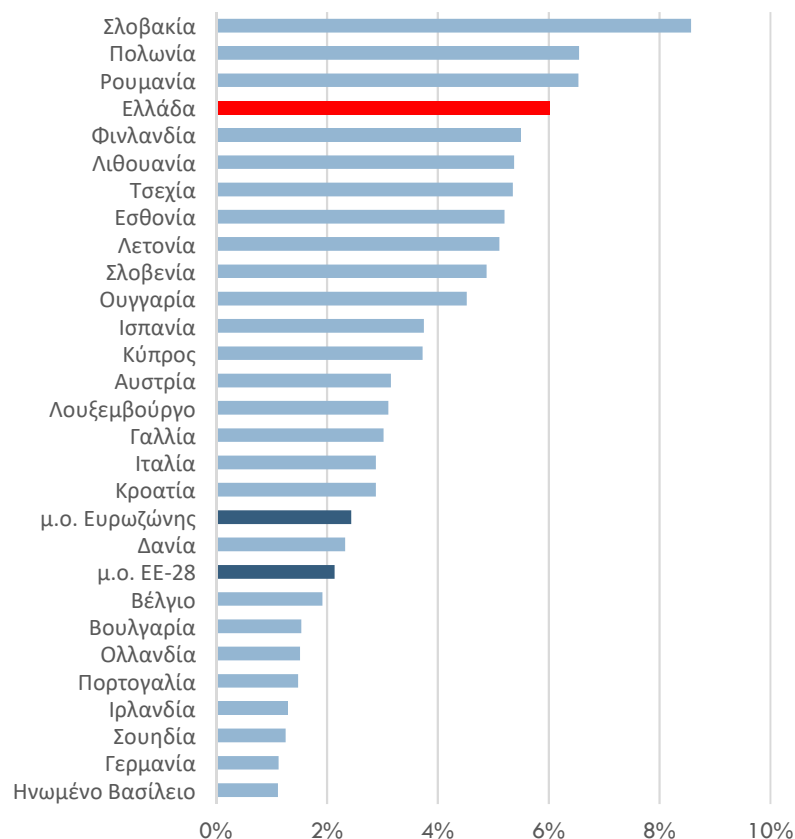
Τουλάχιστον οι μισές επιχειρήσεις στη Βιομηχανία (1 στις 2) και στις Κατασκευές (7 στις 10) λαμβάνουν χρηματοδότηση από τράπεζα

Τα ελληνικά νοικοκυριά παραδοσιακά επένδυσαν μεγάλο μέρος των αποταμιεύσεών τους στην αγορά ακινήτων

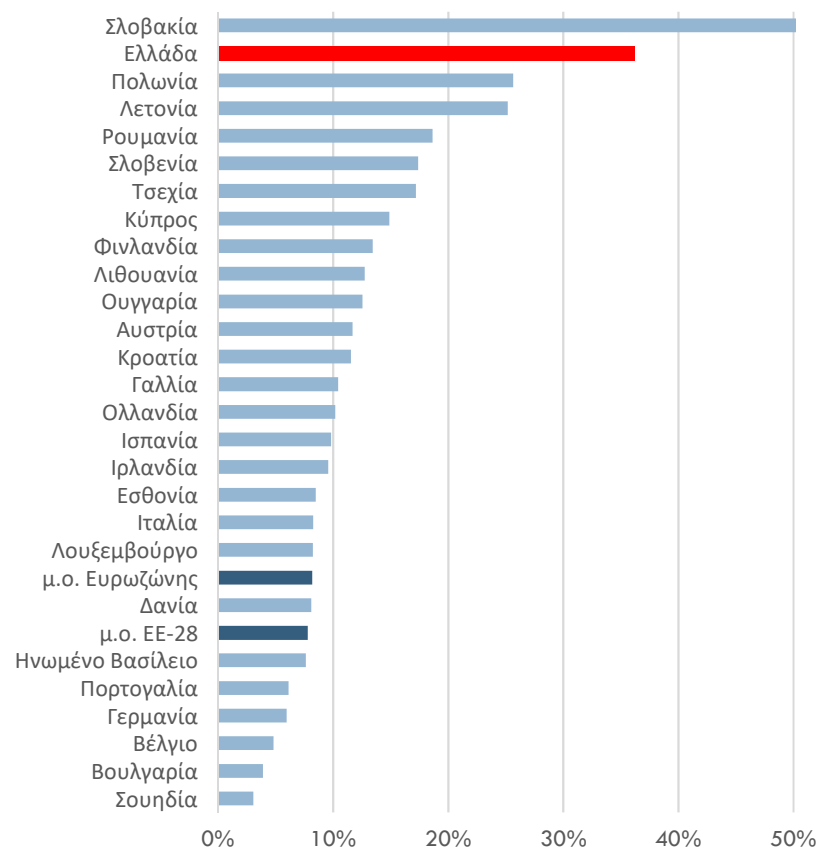


Ετήσιες επενδύσεις σε ακίνητη περιουσία, μ.ό. 2000-2017

Προς το σύνολο του χρηματικού ενεργητικού των νοικοκυριών



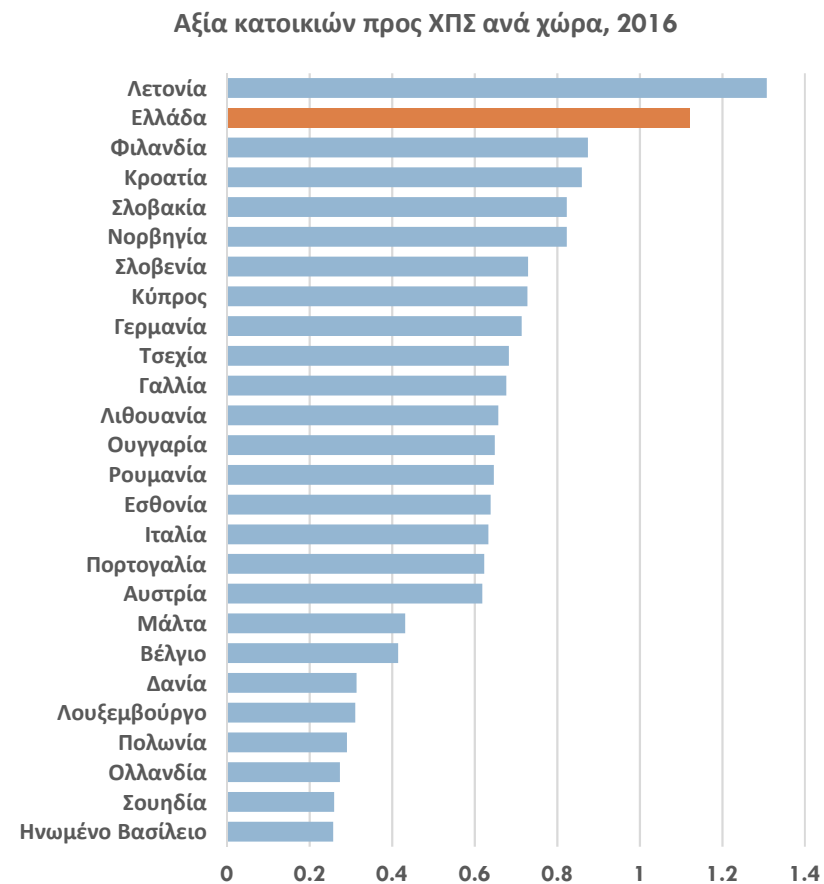
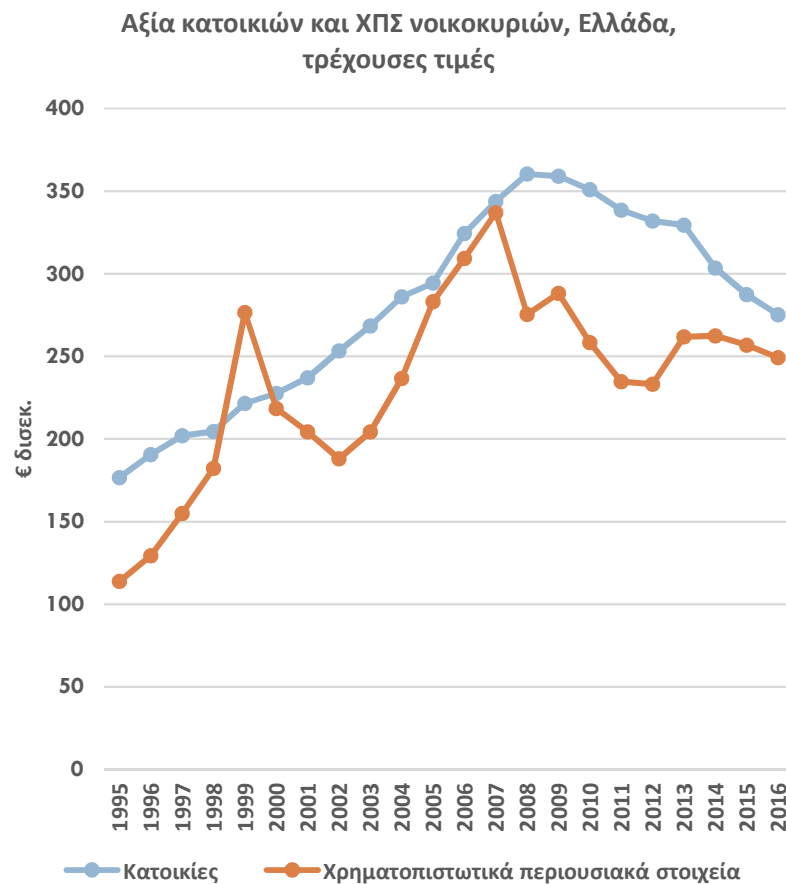
Προς τα περιουσιακά στοιχεία των νοικοκυριών σε μετοχές και Α/Κ



Πηγές: Eurostat/ELSTAT

...αντίθετα με χώρες όπως η Σουηδία, Γερμανία και το Ηνωμένο Βασίλειο όπου οι επενδύσεις σε κινητές αξίες ελκύουν περισσότερο τα νοικοκυριά

Η αξία των κατοικιών υπερβαίνει διαχρονικά την αξία των χρηματοπιστωτικών περιουσιακών στοιχείων (ΧΠΣ) των νοικοκυριών



Πηγή: Eurostat

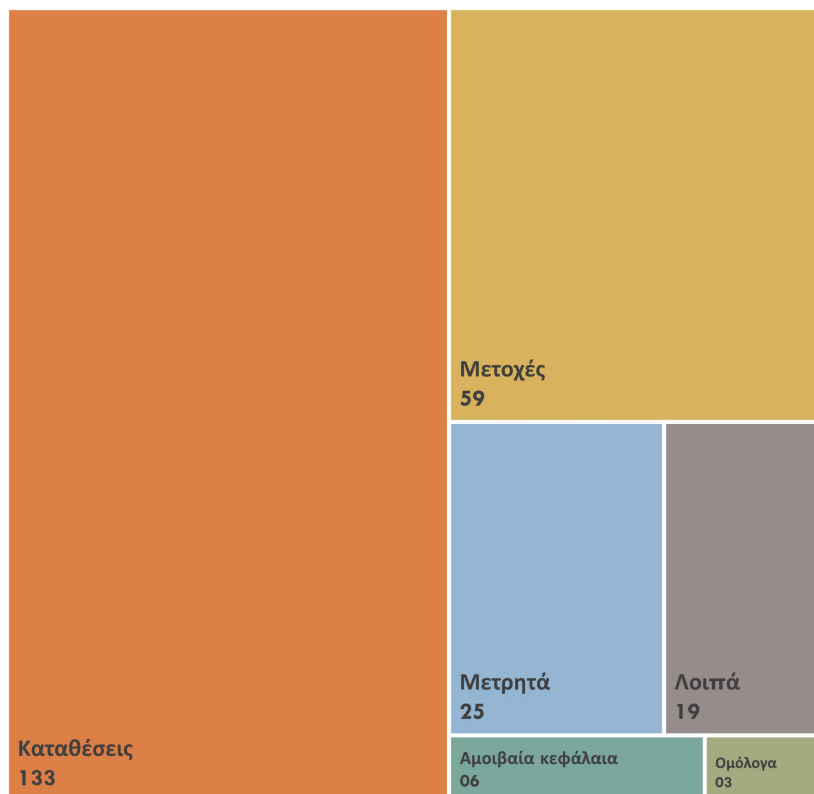
Η Ελλάδα βρίσκεται στη δεύτερη θέση ανάμεσα σε 26 ευρωπαϊκές χώρες με βάση τον δείκτη αξίας κατοικιών προς ΧΠΣ νοικοκυριών

Το 64,4% των ΧΠΣ νοικοκυριών στην Ελλάδα είναι σε μετρητά και καταθέσεις (έναντι 31,3% κατά μ.ο. στην ΕΕ)

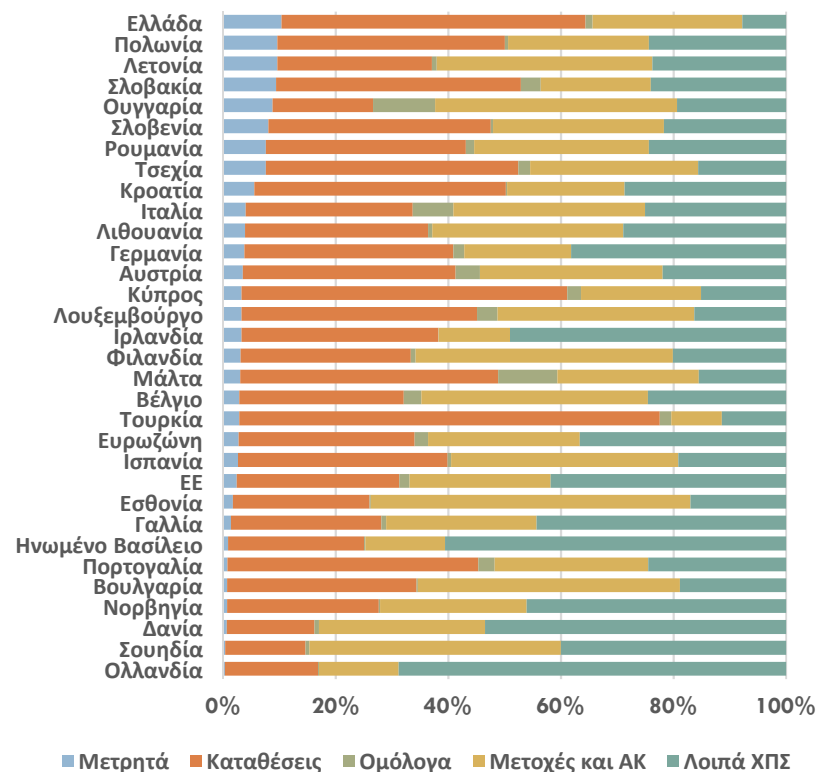


Διάρθρωση των ΧΠΣ νοικοκυριών, 2018

Ελλάδα



Χώρες της Ευρώπης



Σημείωση: Περιλαμβάνονται και μετοχές μη εισηγμένων επιχειρήσεων. Στα λοιπά ΧΠΣ περιλαμβάνονται κεφάλαια επενδυμένα σε ασφαλιστικά και συνταξιοδοτικά προϊόντα και λοιπές απαιτήσεις.

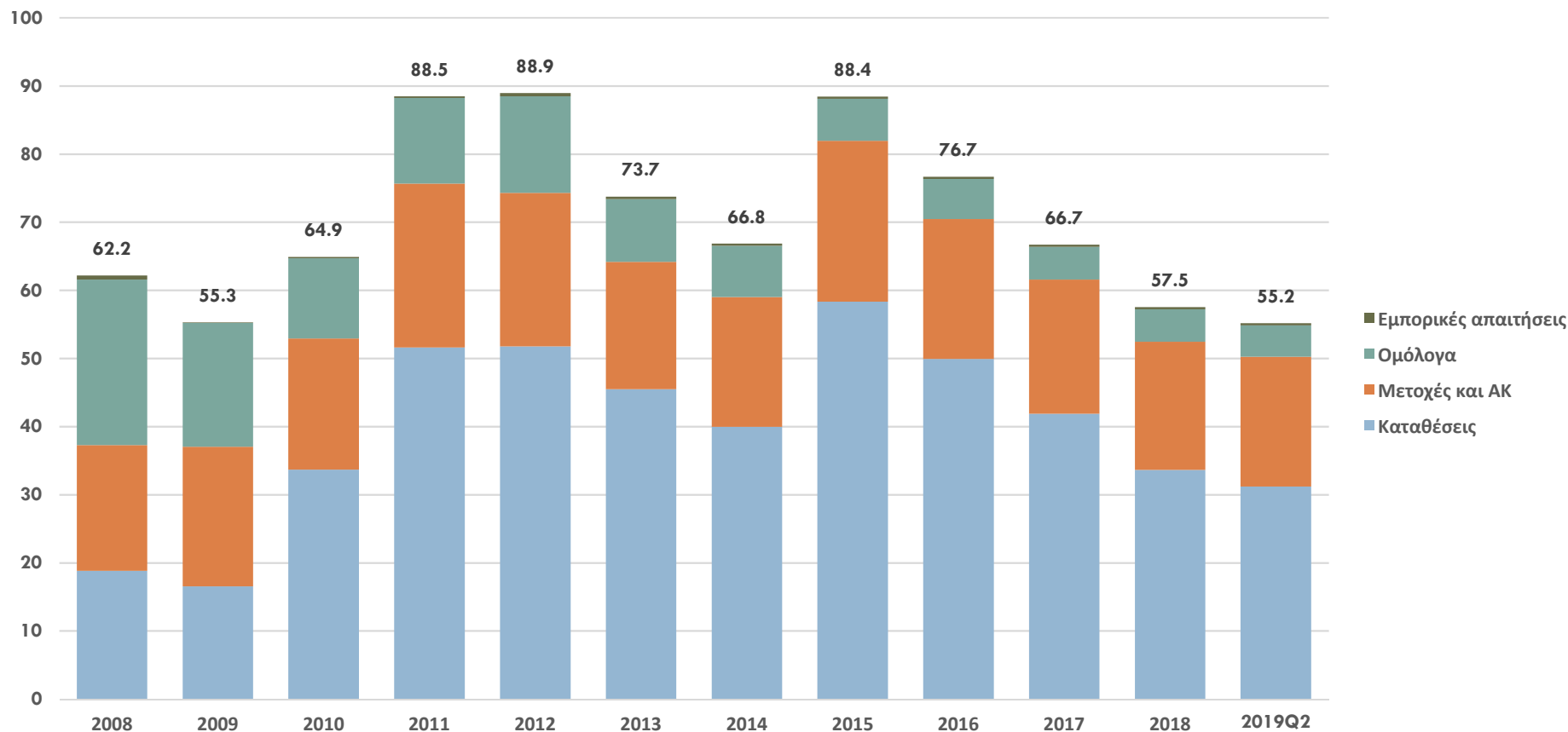
Πηγή: Eurostat

Η Ελλάδα κατέχει την πρώτη θέση ανάμεσα σε 30 ευρωπαϊκές χώρες με βάση το ποσοστό μετρητών στα ΧΠΣ νοικοκυριών (10,4%, έναντι 2,4% στην ΕΕ)

Το 18,6% των ΧΠΣ ελληνικών νοικοκυριών και μη-χρηματοπιστωτικών εταιριών (€57,5 δισεκ. το 2018) φαίνεται πως βρίσκεται εκτός χώρας



ΧΠΣ νοικοκυριών και μη χρηματοπιστωτικών εταιριών στο εξωτερικό, δισεκ. ευρώ, σε τρέχουσες τιμές



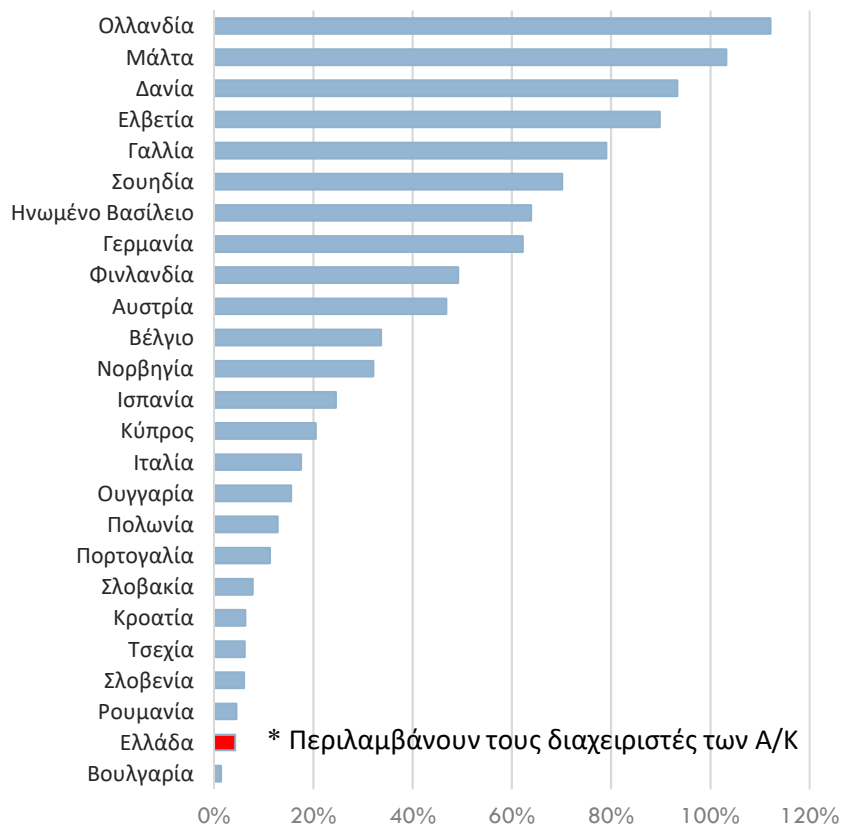
Πηγή: Eurostat

Το μεγαλύτερο μέρος των ΧΠΣ νοικοκυριών και ΜΧΕ που βρίσκεται εκτός χώρας αποτελείται από καταθέσεις (58,5% το 2018 και 56,5% το β' τρίμηνο του 2019)

Το μέγεθος των ελληνικών επενδύσεων σε κινητές αξίες μέσα από θεσμικούς επενδυτές είναι από τα χαμηλότερα στην ΕΕ...

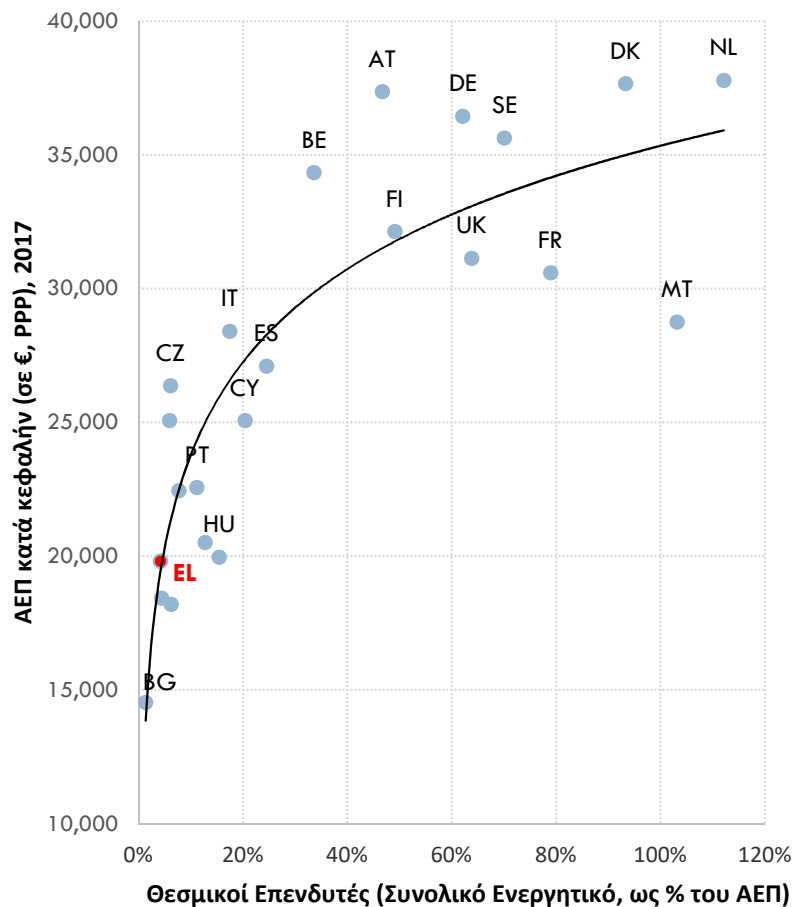


Επενδύσεις Θεσμικών Επενδυτών, 2017*
(Συνολικό Ενεργητικό, ως % του ΑΕΠ)



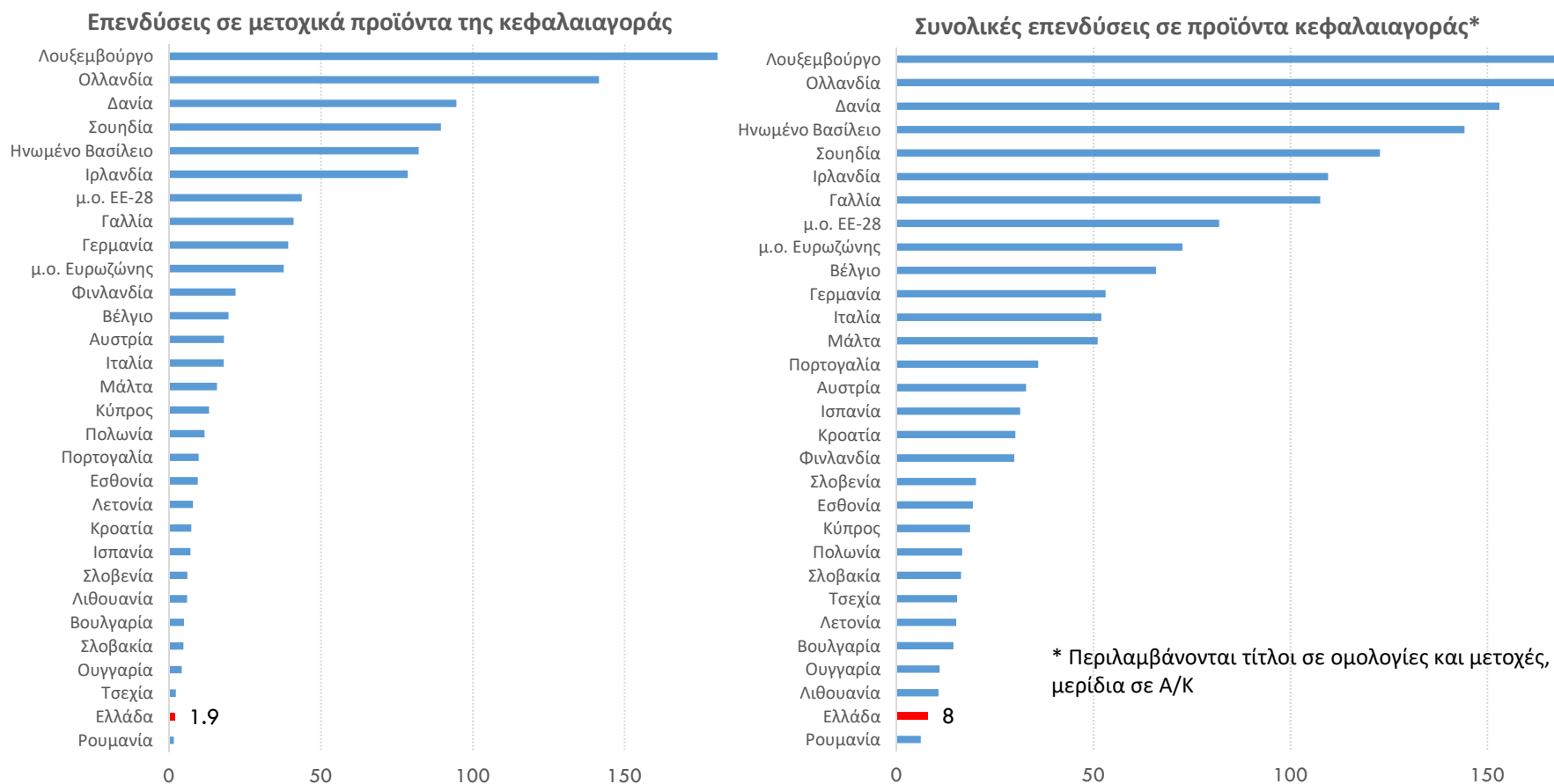
* Περιλαμβάνουν τους διαχειριστές των Α/Κ

Πηγή: EFAMA



...ενώ χώρες με μεγαλύτερη διείσδυση θεσμικών επενδυτών παρουσιάζουν υψηλότερο βιοτικό επίπεδο

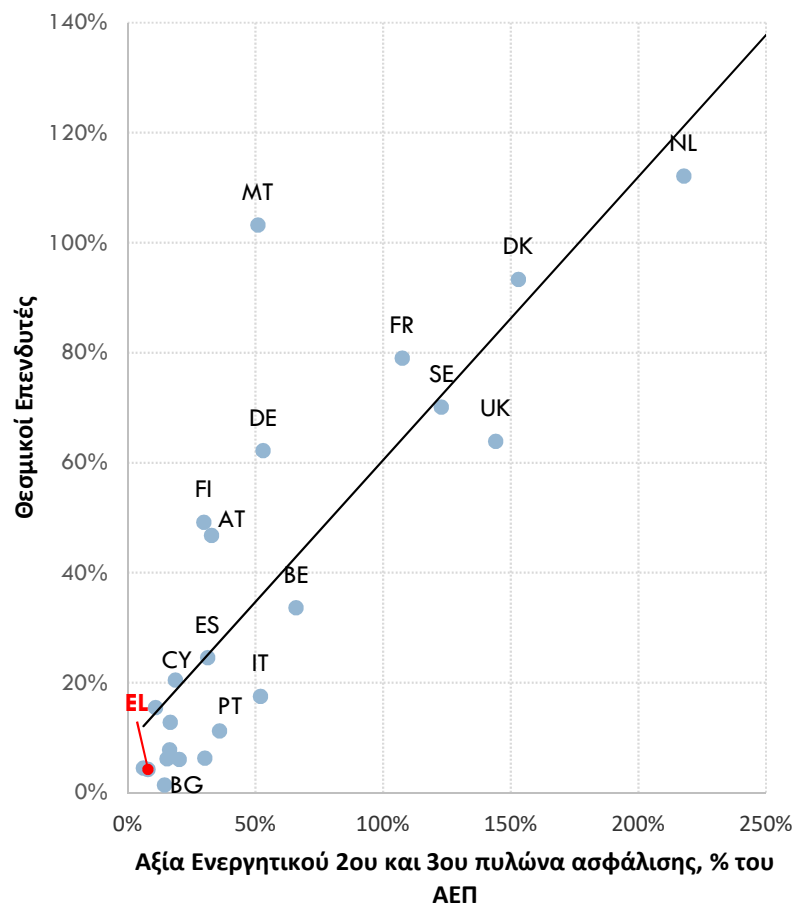
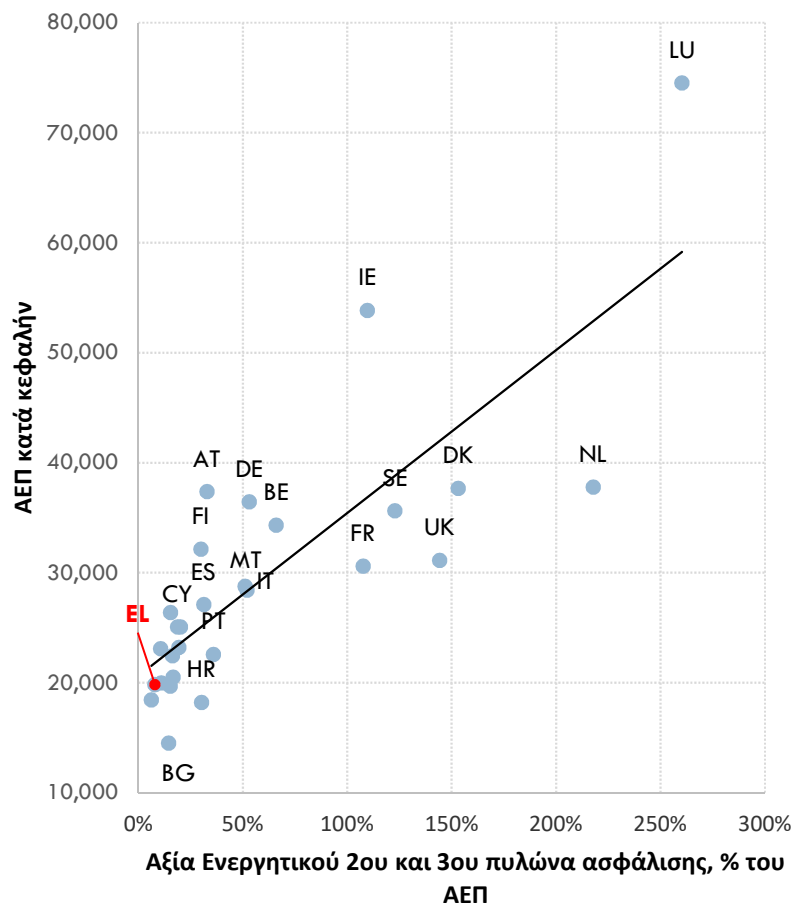
Αξία ενεργητικού Συνταξιοδοτικών Ταμείων & Ασφαλιστικών Εταιρειών, ως % του ΑΕΠ, 2017



Πηγή: Eurostat

Τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων που είναι επενδεδυμένα στην κεφαλαιαγορά αντιστοιχούν σε μόλις 8% του ΑΕΠ

Η τόνωση του 2^{ου} και 3^{ου} πυλώνα ασφάλισης θα βελτιώσει το «κενό επενδύσεων» από Ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία



Πηγές: Eurostat, EFAMA

Χώρες με υψηλότερα αποθεματικά 2^{ου} και 3^{ου} πυλώνα σημειώνουν μεγαλύτερη διείσδυση θεσμικών επενδύσεων και υψηλότερο βιοτικό επίπεδο

3. Ευρωπαϊκή στρατηγική και
πρακτικές για ενίσχυση της
αποταμίευσης και της
κεφαλαιαγοράς

3α. Ένωση Κεφαλαιαγορών,
Ευρωπαϊκό και εθνικό νομικό
πλαίσιο

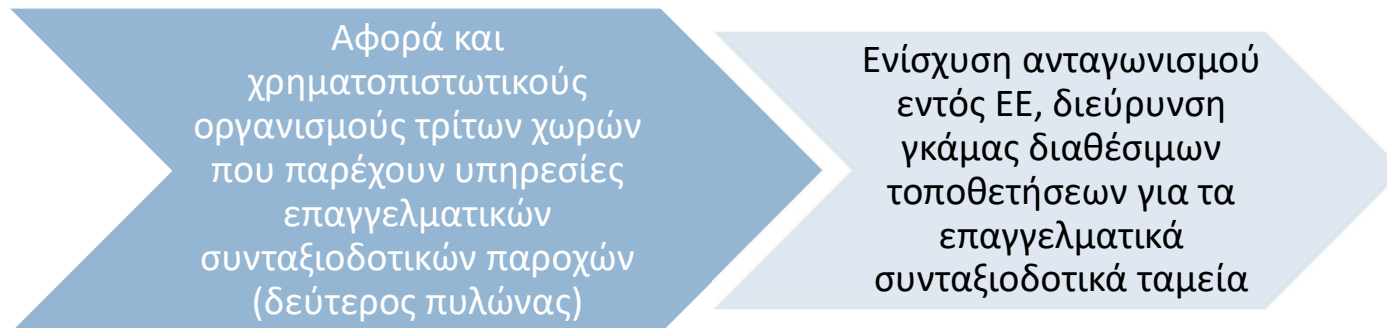
- Ορισμένες παραδοχές
 - “Οι αγορές μετοχών της Ευρώπης έχουν μέγεθος μικρότερο από το μισό εκείνου των αγορών μετοχών των ΗΠΑ ενώ οι αντίστοιχες αγορές χρεωστικών τίτλων έχουν μέγεθος μικρότερο από το ένα τρίτο”
 - “Σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, οι ευρωπαϊκές ΜΜΕ λαμβάνουν πέντε φορές λιγότερη χρηματοδότηση από τις κεφαλαιαγορές”
- Σκοπός
 - Να αρθούν οι φραγμοί μεταξύ των χρημάτων των επενδυτών και των επενδυτικών ευκαιριών
 - Να υπερνικηθούν τα εμπόδια που δεν επιτρέπουν την επαφή επιχειρήσεων – επενδυτών
- Τομείς προτεραιότητας
 - Παροχή περισσότερων επιλογών χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις και τις ΜΜΕ της Ευρώπης
 - Εξασφάλιση κατάλληλου κανονιστικού περιβάλλοντος για μακροπρόθεσμες και βιώσιμες επενδύσεις και χρηματοδότηση των υποδομών της Ευρώπης
 - Αύξηση των επενδύσεων και των επιλογών του επενδυτικού κοινού και των θεσμικών επενδυτών
 - Ενίσχυση της ικανότητας των τραπεζών να χορηγούν δάνεια
 - Άρση των διασυννοριακών εμποδίων και ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών για το σύνολο των 28 κρατών μελών

- Η τρίτη προτεραιότητα της CMU στοχεύει στη διεύρυνση των επιλογών των καταθετών σχετικά με τις τοποθετήσεις των αποταμιεύσεών τους, και ως προς τις αγορές, και ως προς τα επενδυτικά προϊόντα

Σχετικοί στόχοι της Επιτροπής στο Σχέδιο

- Αύξηση των επιλογών και του ανταγωνισμού για το επενδυτικό κοινό
 - Βοήθεια στους μικροεπενδυτές ώστε να έχουν καλύτερες συνθήκες
 - **Στήριξη της αποταμίευσης για συνταξιοδότηση**
 - Διεύρυνση των ευκαιριών για τους θεσμικούς επενδυτές και τους διαχειριστές κεφαλαίων
- Ως προς την αποταμίευση για συνταξιοδοτικούς σκοπούς, η Επιτροπή υποστηρίζει την ανάπτυξη συλλογικών / ατομικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων
 - Δυνατότητα καθιέρωσης «κατ' επιλογήν» ευρωπαϊκής ατομικής σύνταξης, ως ένα ρυθμιστικό πρότυπο, το οποίο οι συνταξιοδοτικοί φορείς θα μπορούν να χρησιμοποιήσουν κατά την προσφορά προϊόντων σε ολόκληρη την ΕΕ
 - Η πρόοδος στο Σχέδιο Δράσης παρουσιάζεται στο Παράρτημα 7Α

Κανονισμός MiFIR (ΕΕ 600/2014)



Καθιέρωση ενιαίων υποχρεώσεων στην ΕΕ σχετικά με:

- Ανακοίνωση συναλλακτικών δεδομένων στο κοινό
- Γνωστοποίηση συναλλαγών στις αρμόδιες αρχές
- Διαπραγμάτευση παραγώγων προϊόντων σε οργανωμένους τόπους διαπραγμάτευσης
- Μη διακριτική πρόσβαση στην εκκαθάριση και μη διακριτική πρόσβαση στη διαπραγμάτευση βάσει δεικτών αναφοράς
- Αρμοδιότητες παρέμβασης της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και της Ευρωπαϊκής Αρχής Τραπεζών (ΕΑΤ), ως προς τους ελέγχους διαχείρισης θέσεων και τα όρια θέσεων και
- Παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ή δραστηριότητες από επιχειρήσεις τρίτων χωρών, με ή χωρίς υποκατάστημα στην ΕΕ

Οδηγία MiFID II (2014/65/ΕΕ)*

Διαφορές μεταξύ MiFID II - MiFID I

- Διεύρυνση καλυπτόμενων προϊόντων και δραστηριοτήτων
- Ενίσχυση προστασίας επενδυτών:
 - Αύξηση παρεχόμενων πληροφοριών πριν και μετά μια πώληση (π.χ. τέλη, προμήθειες)
 - Αξιολόγηση από επενδυτικές εταιρίες προϊόντων εκτός των εσωτερικών τους (in-house)
- Αυστηρότερες απαιτήσεις εταιρικής διακυβέρνησης και περισσότερη λογοδοσία για τις διοικήσεις επενδυτικών εταιριών, παρόχων υπηρεσιών σχετικά με δεδομένα κ.ά.
- Ενίσχυση εποπτείας από τις Εθνικές Ρυθμιστικές Αρχές, σε συνεργασία με την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA)
 - Μεγαλύτερη δυνατότητα παρέμβασής στα προσφερόμενα προϊόντα (π.χ. απαγορεύσεων)
 - Υψηλότερες διοικητικές κυρώσεις και πρόστιμα και δημοσιοποίηση αυτών
- Εναρμόνιση κανονισμών για τις επενδυτικές εταιρίες από τρίτες χώρες
- Απαγόρευση πληρωμής και διατήρησης αντεκχωρήσεων (προμήθειες σε διαχειριστές πλούτου για την προώθηση ή τη διανομή συγκεκριμένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων)

* Το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας δεν περιλαμβάνει προσωπικά και επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προϊόντα

Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών (ΟΣΕΚΑ)



Οργανωτικό – διοικητικό σχήμα το οποίο διαμορφώθηκε προκειμένου να καθιερωθεί ένα εναρμονισμένο καθεστώς στην ΕΕ για την πώληση και διαχείριση **Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α/Κ)**

Το 2018, τα καθαρά επενδυμένα κεφάλαια μέσω ΟΣΕΚΑ στην ΕΕ έφτασαν τα €9,28 τρισεκ.

- 61,3% των επενδυτικών τοποθετήσεων μέσω συλλογικών επενδυτικών κεφαλαίων
- Όμως, το μερίδιο των ΟΣΕΚΑ υποχωρούσε τουλάχιστον από το 2005 (78%) έως το 2014 (59,7%)

Οι ΟΣΕΚΑ εξελίσσονται διεθνώς στα πλέον διαδεδομένα επενδυτικά σχήματα για τη διαχείριση των διαθεσίμων του **2^{ου}** και του **3^{ου}** πυλώνα του ασφαλιστικού συστήματος

Πλεονεκτήματα επενδύσεων σε Αμοιβαία Κεφάλαια Α/Κ

- Διασπορά επένδυσης σε αγορές αξιογράφων διαφορετικού τύπου, από πολλές χώρες
- Δυνατότητα καθημερινής παρακολούθησης της αξίας της επένδυσης από τις σχετικές στήλες του τύπου
- Δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης της συμμετοχής (εντός 5 ημερών)
- Διαφάνεια διαχείρισης για την οποία μεριμνά η σχετική νομοθεσία, οι μηχανισμοί λειτουργίας ελέγχου των ΑΕΔΑΚ και οι εποπτικές αρχές
- Η φορολογική υποχρέωση του επενδυτή εξαντλείται στη φορολογία που επιβάλλεται επί του ενεργητικού του Αμοιβαίου Κεφαλαίου

Εγχώριο νομικό πλαίσιο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών λιανικής και την προστασία των επενδυτών



Ενσωματωμένες Ευρωπαϊκές Οδηγίες

Οδηγία 2009/65/ΕΚ (σχετικά με ΟΣΕΚΑ)

- Προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας ΟΣΕΚΑ ή ΑΕΔΑΚ με σκοπό τη διαχείριση ΟΣΕΚΑ
- Υποχρεώσεις ΟΣΕΚΑ σχετικά με την επενδυτική πολιτική
- Υποχρεώσεις ΟΣΕΚΑ σχετικά με την ενημέρωση των επενδυτών
- Αρμοδιότητες Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως εποπτικής αρχής των ΟΣΕΚΑ και ΑΕΔΑΚ εγχωρίως

Οδηγία 2016/97/ΕΕ (Ασφαλιστικά Προϊόντα)

- Επαγγελματικές - οργανωτικές προϋποθέσεις όσων απασχολούνται στη διανομή ασφαλιστικών προϊόντων
- Θέματα ενημέρωσης - προστασίας επενδυτών
- Συνταξιοδοτικά προϊόντα & επίσημα αναγνωρισμένα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά ταμεία

Μη Ενσωματωμένες Ευρωπαϊκές Οδηγίες

Κανονισμός (ΕΕ) 1286/2014

- Έγγραφα Βασικών Πληροφοριών (KIDs)
- επενδυτικά προϊόντα προοριζόμενα για ιδιώτες επενδυτές
- επενδυτικά προϊόντα βασιζόμενα σε ασφάλιση (PRIIPs)

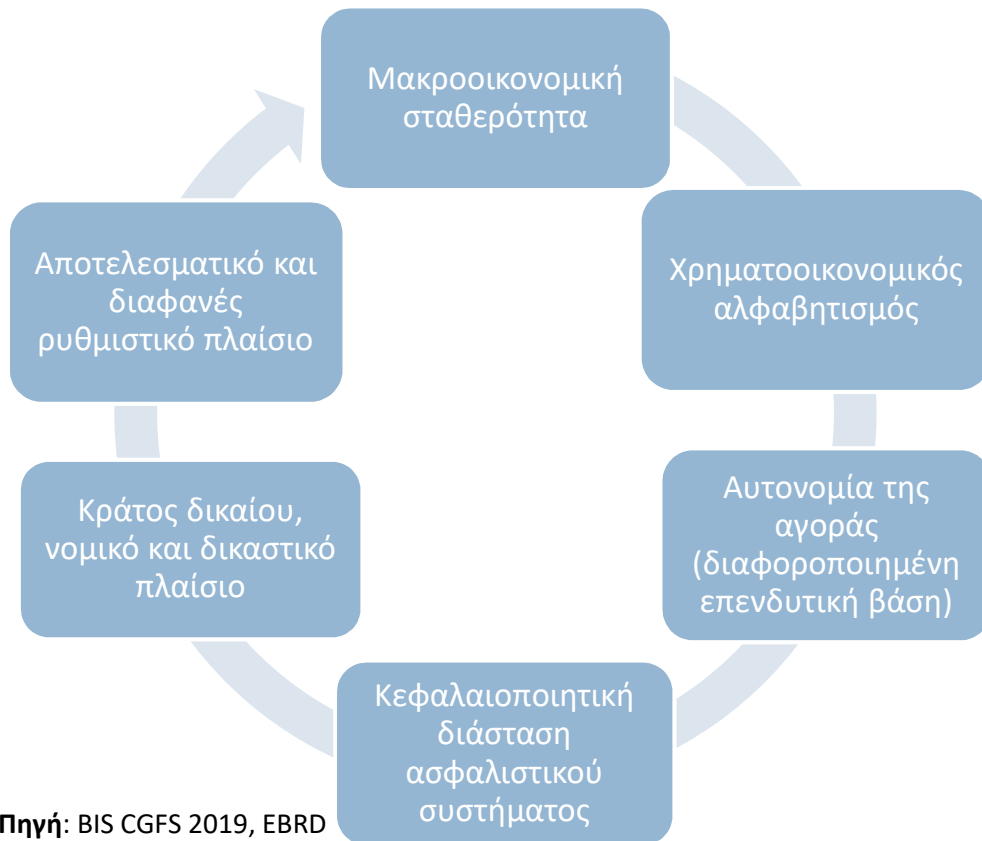
Κανονισμός (ΕΕ) 2019/1238

- Πανευρωπαϊκό Ατομικό Συνταξιοδοτικό Προϊόν

Σημ. Περισσότερες πληροφορίες για τις παραπάνω οδηγίες παρουσιάζονται στο Παράρτημα 7B

3β. Φορολογικά κίνητρα σε
χώρες της ΕΕ για συμμετοχή
ιδιωτών στην αγορά κεφαλαίου

Διεθνής πρακτική: Παράγοντες ανάπτυξης των αγορών κεφαλαίου



Πηγή: BIS CGFS 2019, EBRD

Η ανάκαμψη της Ελληνικής οικονομίας, ο τερματισμός των capital controls και η έμφαση σε δομικές μεταρρυθμίσεις δημιουργούν κατάλληλες προϋποθέσεις

Σε ποιο βαθμό μπορεί να βοηθήσει ένα σταθερό και φιλικό φορολογικό πλαίσιο;

Ευρωπαϊκή πρακτική: Εφαρμόζονται κίνητρα για εγχώριες επενδύσεις ιδιωτών μέσω κεφαλαιαγοράς



Φορολογικά κίνητρα υπό προϋποθέσεις

- Κίνητρα ανάλογα των επενδύσεων των νοικοκυριών σε χρημ/κούς τίτλους της ημεδαπής, έως ένα πλαφόν
- Έκπτωση στο φόρο εισοδήματος των νοικοκυριών σε επιλέξιμες τοποθετήσεις (π.χ. Ηνωμένο Βασίλειο)
- Μείωση ή απαλλαγή από τη φορολογία μερισμάτων, τόκου και υπεραξίας κεφαλαίου από τις επιλέξιμες τοποθετήσεις (π.χ. Ιταλία, Γαλλία, Πολωνία)

Κριτήρια επιλεξιμότητας

- Κινητές αξίες εγχώριων ή εγχώρια εγκατεστημένων εταιρειών
- Μακροχρόνιος ορίζοντας διακράτησης
 - 5 έτη: Ιταλία, Γαλλία και Ηνωμ. Βασίλειο
 - 3 έτη: Πολωνία
- Δυνατότητα στόχευσης σε ΜμΕ και νεοσύστατες εταιρείες (π.χ. Ιταλία, Γαλλία)
- Τοποθετήσεις στην πρωτογενή αγορά αλλά και έμμεσες επενδύσεις (μέσω συλλογικών σχημάτων) για τόνωση της ρευστότητας και των θεσμικών επενδυτών

Θεσμικές παρεμβάσεις

- Χρηματιστήρια ενεργά σε καθοδήγηση ΜμΕ ως προς εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης (Ιταλία 2014, Ουγγαρία 2016)
- Σύσταση δικαστηρίων εξειδικευμένων σε χρηματοπιστωτικά θέματα (Ηνωμ. Βασίλειο 2015, Πολωνία 2019)

Κίνητρα για επενδύσεις ιδιωτών μέσω κεφαλαιαγοράς

Η περίπτωση της Ιταλίας



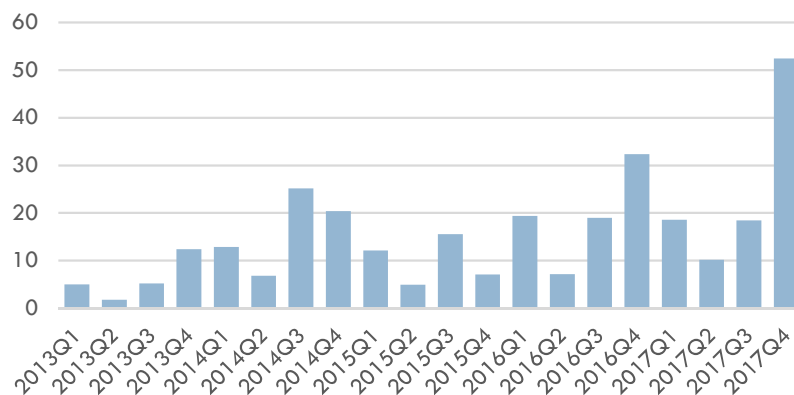
Ιταλικό πακέτο μέτρων ενίσχυσης της κεφαλαιαγοράς

- Φοροαπαλλαγές για έκδοση ομολογιών εισηγμένων επεκτάθηκαν και σε μη-εισηγμένες (2012)
- Δημιουργία ειδικής πλατφόρμας συναλλαγών για ομολογίες ΜμΕ με χαμηλότερες χρεώσεις & απλοποίηση διαδικασίας IPO για ΜμΕ (2013)
- Θεσμοθέτηση Ατομικών Σχεδίων Αποταμίευσης (PIR) με φορολογικά οφέλη (ως προς φόρο υπεραξίας, μερισμάτων, τόκων) σε ιδιώτες που επενδύσουν μακροπρόθεσμα σε εγχώριες κινητές αξίες (2016)

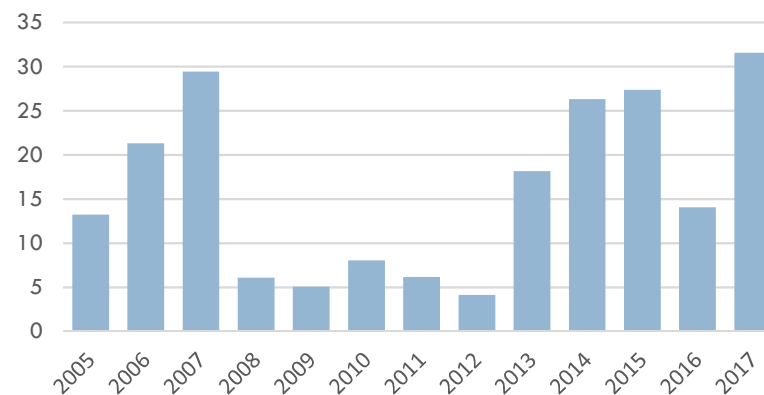
Ενδείξεις για θετικά αποτελέσματα

- Οι ΜμΕ μη εισηγμένες εταιρείες που εκδίδουν ομολογίες τετραπλασιάστηκαν σε 4 έτη
- Ο αριθμός των νέων IPO σημείωσε την υψηλότερη επίδοση της δεκαετίας το 2017

Αριθμός νέων εκδόσεων ομολογιών μη εισηγμένων



Αριθμός αρχικών δημόσιων προσφορών (IPO)

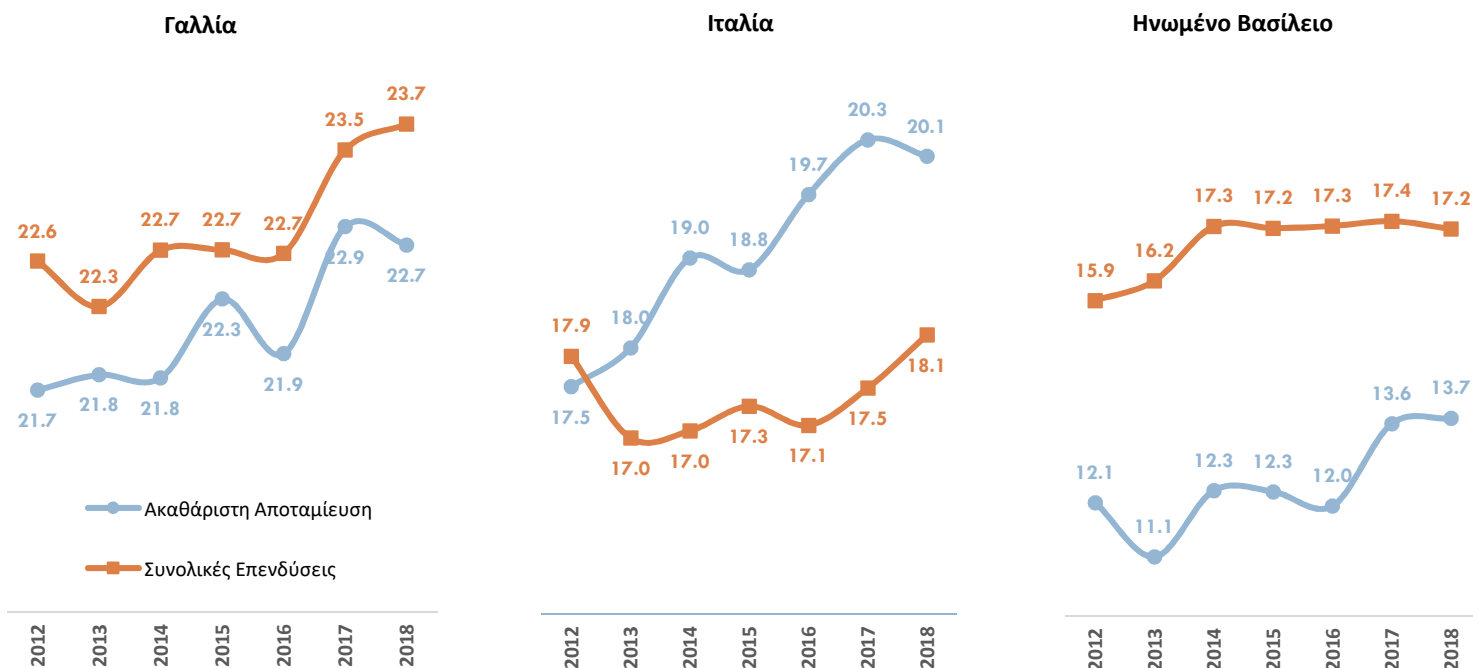


Πηγές: BIS CGFS 2019, Bank of Italy, Borsa Italiana

Η αποταμίευση σε Γαλλία, Ιταλία και Ηνωμένο Βασίλειο αυξήθηκε την περίοδο που εφαρμόστηκαν αντίστοιχα κίνητρα



Ακαθάριστη αποταμίευση και συνολικές επενδύσεις, ως % του ΑΕΠ



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Σημείωση. Ενδεικτικά μέτρα εφαρμόστηκαν στη Γαλλία το 2014 (επέκταση κινήτρων μέσω του PEA-PME), την Ιταλία το 2016 (εισαγωγή κινήτρων μέσω του PIR), και το ΗΒ το 2015 (επέκταση κινήτρων μέσω του Finance Act 2)

Ενδείξεις για θετικό αποτέλεσμα των κινήτρων σε αποταμίευση και επενδύσεις κατά τουλάχιστον 1 π.μ. του ΑΕΠ και στις 3 χώρες

4. Παράγοντες που επιδρούν στη συμμετοχή των νοικοκυριών στην κεφαλαιαγορά

Τι επηρεάζει την απόφαση ενός νοικοκυριού να επενδύσει στην κεφαλαιαγορά;



- Σκοπός να αναδειχθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες της απόφασης ενός Ευρωπαϊκού νοικοκυριού **εάν** και **πόσο** θα συμμετέχει σε επενδύσεις της κεφαλαιαγοράς
 - ▣ Δημογραφικά στοιχεία όπως επίπεδο εκπαίδευσης, ηλικία, οικογενειακή κατάσταση, απασχόληση, κατάσταση υγείας
 - ▣ Διαθέσιμο εισόδημα και περιουσία
 - ▣ Μέσο διαθέσιμο εισόδημα της χώρας
 - ▣ Βαθμός ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς της χώρας
 - ▣ Φορολογική μεταχείριση των τοποθετήσεων ιδιωτών σε χρηματοοικονομικούς τίτλους

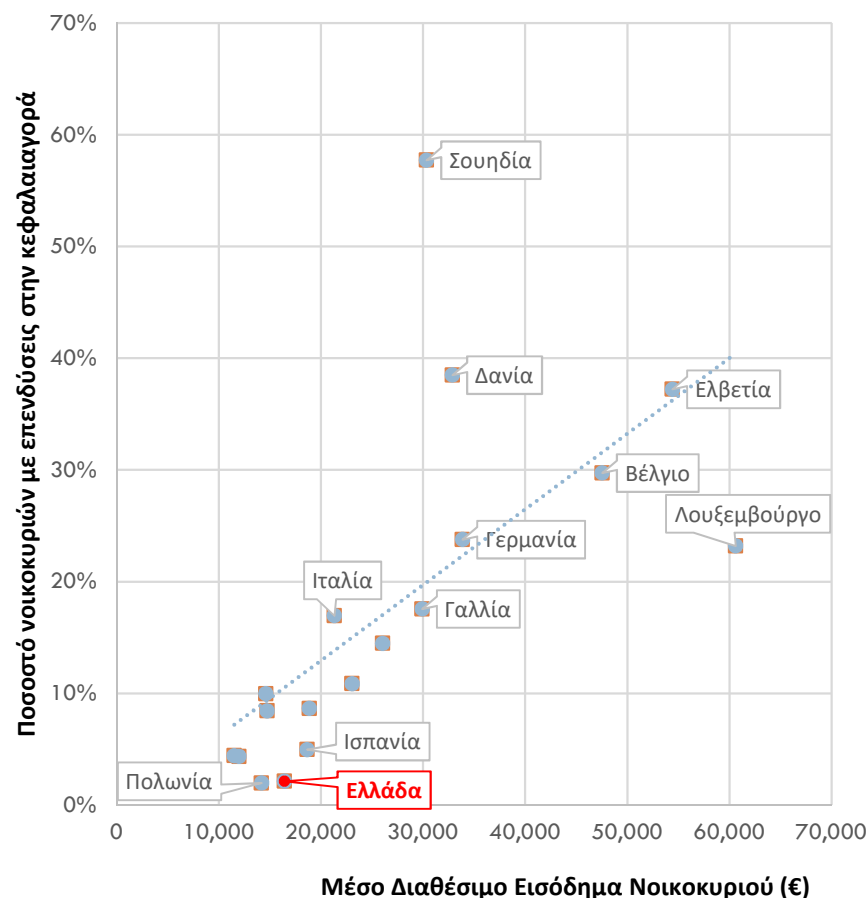
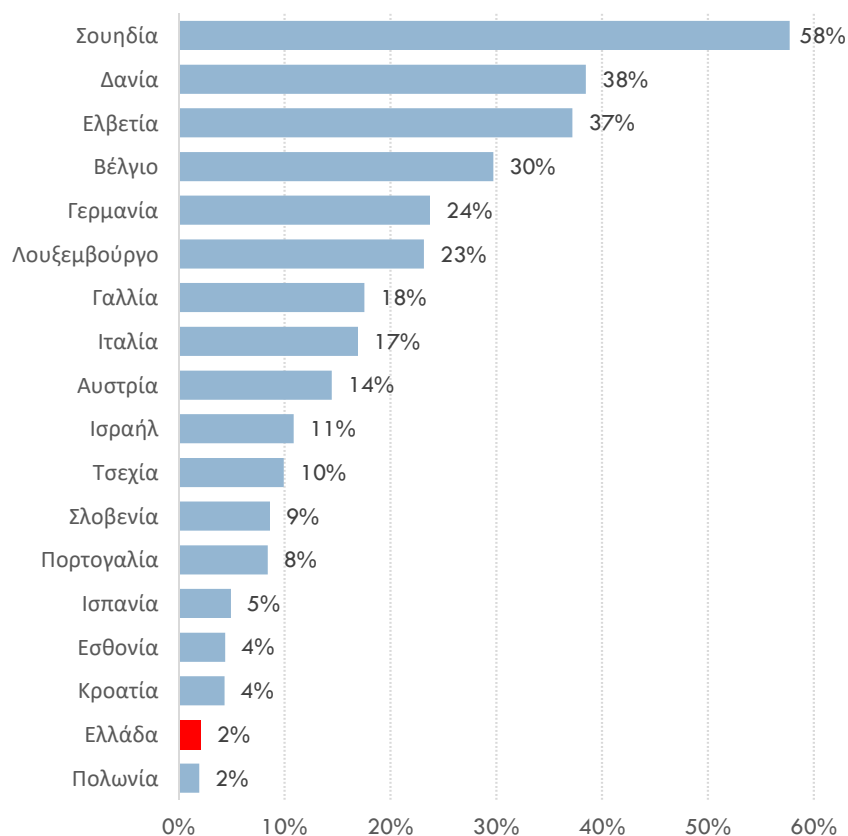
Μέσα από οικονομετρική προσέγγιση εκτιμάται η επίδραση της φορολογικής μεταχείρισης στη συμμετοχή του νοικοκυριού σε επενδύσεις, ελέγχοντας για δημογραφικούς και άλλους παράγοντες

- Χρησιμοποιούμε μικρο-δεδομένα από τη βάση SHARE για Υγεία, Γήρανση και Συνταξιοδότηση στην Ευρώπη
- Δείγμα για το έτος 2016
 - ▣ 46492 νοικοκυριά, από 17 Ευρωπαϊκές χώρες και το Ισραήλ
 - ▣ Ηλικίες 50+
- Ερμηνεύουμε το βαθμό συμμετοχής και το ύψος των χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων (μετοχές, ομόλογα, Α/Κ) των ιδιωτών χρησιμοποιώντας
 - ▣ Χαρακτηριστικά των νοικοκυριών
 - ▣ Το οικονομικό περιβάλλον των χωρών
- Οικονομετρική εκτίμηση
 - ▣ Probit για την πιθανότητα συμμετοχής ενός νοικοκυριού
 - ▣ Tobit για το ύψος συμμετοχής του νοικοκυριού

Το ποσοστό των Ελληνικών νοικοκυριών που συμμετέχουν στην κεφαλαιαγορά είναι από τα χαμηλότερα στην Ευρώπη



Ποσοστό νοικοκυριών με επενδύσεις στην κεφαλαιαγορά



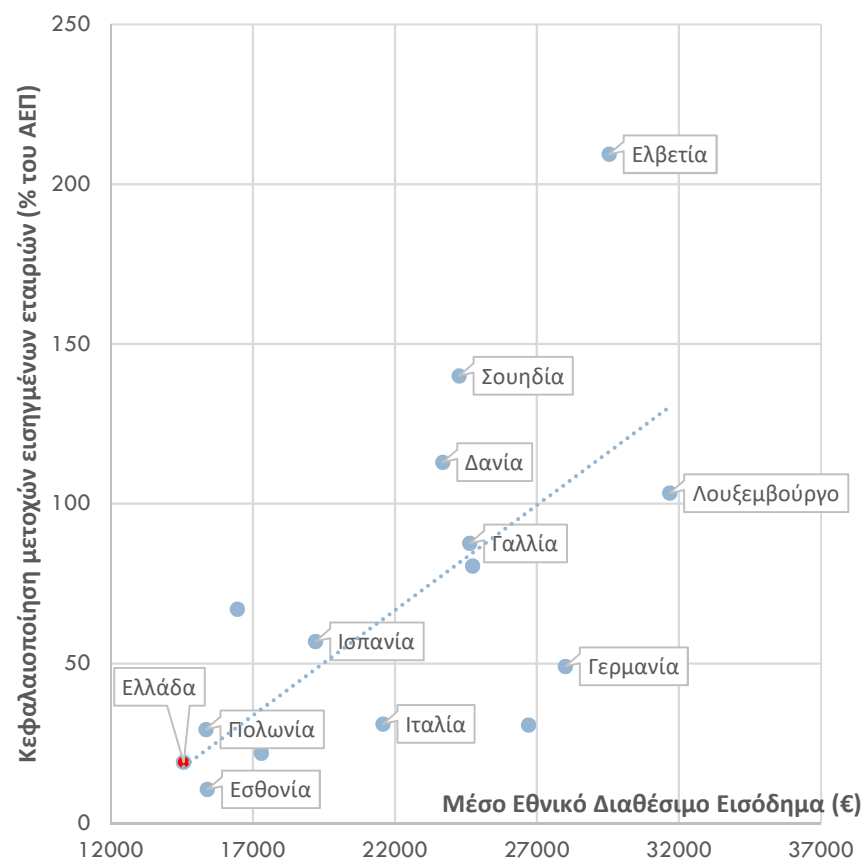
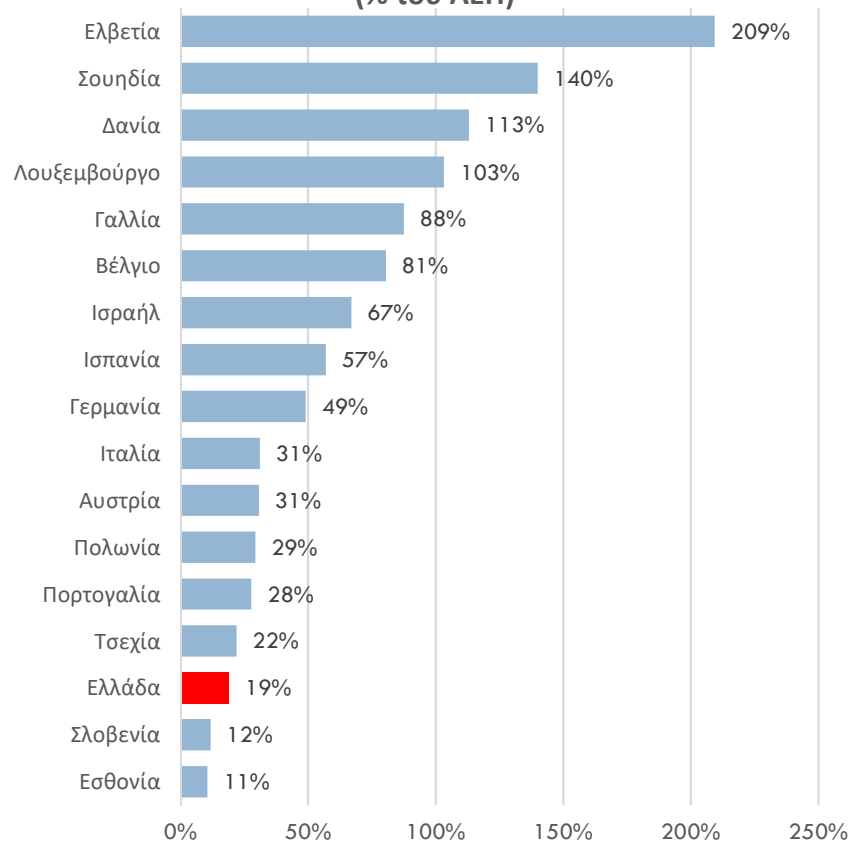
Πηγή: Δείγμα βάσης δεδομένων SHARE, για το έτος 2016

Η συμμετοχή τους είναι μικρότερη και από αυτή που θα αναλογούσε στο χαμηλό διαθέσιμο εισόδημά τους

Η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών στην Ελλάδα είναι από τα μικρότερες στην Ευρώπη



Κεφαλαιοποίηση μετοχών εισηγμένων εταιριών (% του ΑΕΠ)



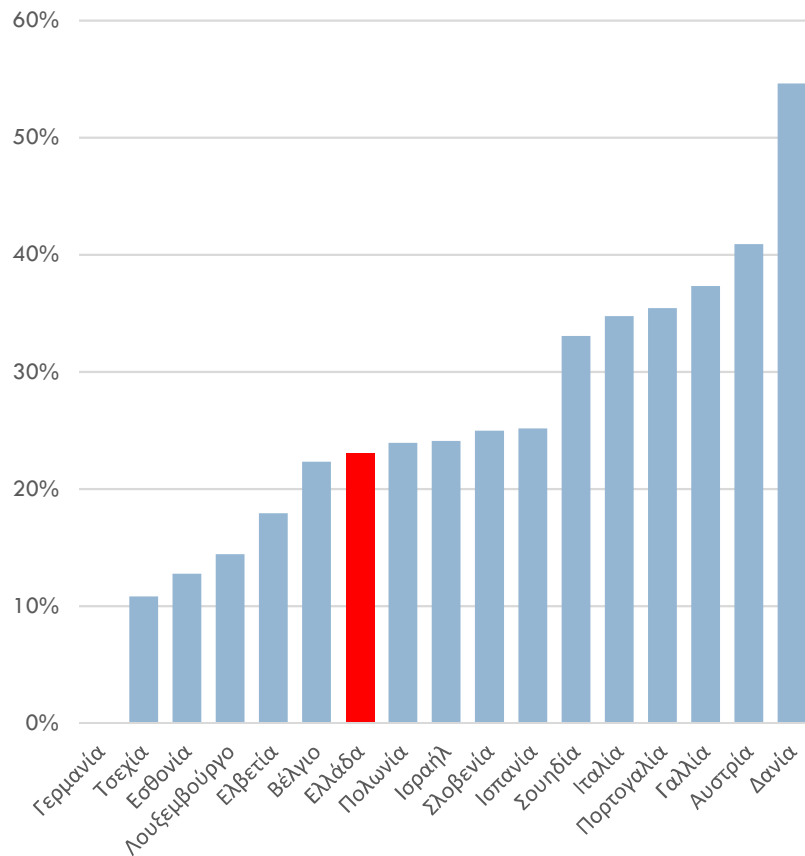
Πηγή: Δείγμα βάσης δεδομένων SHARE, για το έτος 2016

Όσο περισσότερο ανεπτυγμένη είναι η κεφαλαιαγορά μιας χώρας, τόσο υψηλότερο είναι το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών της

Η φορολογική επιβάρυνση των ιδιωτών για χρηματοοικονομικές επενδύσεις διαφέρει σημαντικά μεταξύ χωρών



Οριακός φόρος επένδυσης σε μετοχές



Πηγή: ΟΟΣΑ 2018 (Taxation of Household Savings)

- Ο οριακός φορολογικός συντελεστής αφορά σε νοικοκυριό με μέσο εισόδημα και εκτιμάται από τον ΟΟΣΑ (Taxation and Household Savings)
- Χρησιμοποιούμε τον οριακό φόρο επένδυσης σε μετοχές ως αντιπροσωπευτικό της φορολογικής επιβάρυνσης στην αγορά κεφαλαίου κάθε χώρας

Σε ποιο βαθμό η φορολογική μεταχείριση τοποθετήσεων νοικοκυριών επηρεάζει το βαθμό συμμετοχή τους στην κεφαλαιαγορά;

Προσδιοριστικοί παράγοντες της πιθανότητας συμμετοχής ενός νοικοκυριού στην αγορά κεφαλαίου (Probit μοντέλο)



Μεταβλητή	Συντελεστής
Ηλικία	0,0104 ***
Ηλικία ²	-0,0001 ***
Δευτεροβάθμια Εκπαίδευση	0,0652 ***
Τριτοβάθμια Εκπαίδευση	0,1149 ***
Προβλήματα Υγείας	-0,0335 ***
Εργάζεται	0,0139 **
Σε σύνταξη	0,0236 ***
Μικρή Περιουσία (Q1)	-0,1246 ***
Μικρό Καθαρό Εισόδημα (Q1)	-0,0579 ***
Φόρος σε μετοχές (ΟΟΣΑ)	-0,0937 ***
Κεφαλαιοποίηση (% ΑΕΠ)	0,0011 ***
Τζίρος προς κεφαλαιοποίηση	-0,0007 ***
Μέσο Διαθέσιμο Εισόδημα (χιλ, €)	0,0005 ***
Λοιπές μεταβλητές ελέγχου: λοιπά τεταρτημόρια εισοδήματος και περιουσίας, οικογενειακή κατάσταση	

***, **, * υποδηλώνουν στατ. σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.

Μεγαλύτερη η πιθανότητα συμμετοχής ενός νοικοκυριού, όσο:

↑ η ηλικία, το επίπεδο εκπαίδευσης, το εισόδημα, η περιουσία του
 ↓ προβλήματα υγείας, ανεργία

Αλλά και όσο στη χώρα του :

↑ η κεφαλαιαγορά, το μέσο διαθέσιμο εισόδημα
 ↓ η φορολογική επιβάρυνση των ιδιωτών για χρημ/κές τοποθετήσεις

Ερμηνεία: Μια μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης κατά 10%, αυξάνει την πιθανότητα συμμετοχής του νοικοκυριού στην εγχώρια κεφαλαιαγορά κατά 0,937%

Φορολογικά κίνητρα μπορούν να έχουν θετική επίδραση στην απόφαση του νοικοκυριού για το εάν θα συμμετέχει στην κεφαλαιαγορά

Προσδιοριστικοί παράγοντες του ύψους της επένδυσης ενός νοικοκυριού στην αγορά κεφαλαίου (Tobit μοντέλο)



Μεταβλητή	Συντελεστής
Ηλικία	0,2157 ***
Ηλικία ²	-0,0010 ***
Δευτεροβάθμια Εκπαίδευση	0,9081 ***
Τριτοβάθμια Εκπαίδευση	1,5805 ***
Προβλήματα Υγείας	-0,4940 ***
Εργάζεται	0,1887 **
Σε σύνταξη	0,1306 ***
Μικρή Περιουσία (Q1)	-2,5410 ***
Μικρό Καθαρό Εισόδημα (Q1)	-0,7700 ***
Φόρος σε μετοχές (ΟΟΣΑ)	-1,5900 ***
Κεφαλαιοποίηση (% ΑΕΠ)	0,0209 ***
Τζίρος προς κεφαλαιοποίηση	-0,0130 ***
Μέσο Διαθέσιμο Εισόδημα (χιλ, €)	0,0076 ***

Λοιπές μεταβλητές ελέγχου: λοιπά τεταρτημόρια εισοδήματος και περιουσίας, οικογενειακή κατάσταση

***, **, * υποδηλώνουν στατ. σημαντικότητα σε επίπεδο 1%, 5% και 10% αντίστοιχα.

Μεγαλύτερος ο βαθμός συμμετοχής ενός νοικοκυριού, όσο:

↑ η ηλικία, το επίπεδο εκπαίδευσης, το εισόδημα, η περιουσία του

↓ προβλήματα υγείας, ανεργία

Αλλά και όσο στη χώρα του :

↑ η κεφαλαιαγορά, το μέσο διαθέσιμο εισόδημα

↓ η φορολογική επιβάρυνση των ιδιωτών για χρημ/κές τοποθετήσεις

Ερμηνεία: Μια μείωση της φορολογικής επιβάρυνσης κατά 10%, αυξάνει το ύψος των τοποθετήσεων στην αγορά κεφαλαίου κατά 15.900 ευρώ για το Ευρωπαϊκό νοικοκυριό του δείγματος

Φορολογικά κίνητρα μπορούν να έχουν θετική επίδραση στην απόφαση του νοικοκυριού για το πόσο θα συμμετέχει στην κεφαλαιαγορά

Συμπεράσματα σε σχέση με τη συμμετοχή των νοικοκυριών στην κεφαλαιαγορά (1)



- Η συμμετοχή των Ελληνικών νοικοκυριών στην εγχώρια κεφαλαιαγορά είναι από τις χαμηλότερες αναλογικά στην Ευρώπη
- Αντίστοιχα, η συνολική κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιρειών είναι μικρή ως προς το ΑΕΠ
- Παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ του βαθμού ανάπτυξης της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και του μέσου διαθέσιμου εισοδήματος μιας χώρας
- Η απόφαση για το εάν και πόσο τα νοικοκυριά θα επενδύσουν στην κεφαλαιαγορά εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από:
 - Δημογραφικά χαρακτηριστικά σε επίπεδο νοικοκυριού όπως η ηλικία, το διαθέσιμο εισόδημα, η καθαρή περιουσία, η κατάσταση υγείας καθώς και το επίπεδο εκπαίδευσης
 - Χαρακτηριστικά σε επίπεδο χώρας όπως ο βαθμός εμπάθυνσης της κεφαλαιαγοράς και η φορολογική επιβάρυνση των χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων

Συνεπώς, είναι σκόπιμο να παρθούν μέτρα πολιτικής με κατεύθυνση:

- Την τόνωση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς μέσα από παροχή φορολογικών κινήτρων για αποταμίευση, με προτεραιότητα την ενίσχυση των κεφαλαιοποιητικών πυλώνων σύνταξης
- Την παροχή στοχευμένων φορολογικών κινήτρων έτσι ώστε να τονωθεί η αποταμίευση σε προϊόντα της κεφαλαιαγοράς
- Την προαγωγή του χρηματοοικονομικού αλφαριθμητισμού, μιας και το επίπεδο εκπαίδευσης επηρεάζει σημαντικά τη συμμετοχή των νοικοκυριών
 - Μεταξύ των οικονομιών της G20, μόλις το 48% του ενήλικου πληθυσμού μπόρεσε να απαντήσει σωστά στο 70% των χρηματοοικονομικών ερωτήσεων. Η εκπαίδευση των επενδυτών σε χρηματοοικονομικά θέματα οδηγεί σε μεγαλύτερο φάσμα επενδύσεων (OECD INFE, 2016)

5. Προτεινόμενα μέτρα πολιτικής
για ενίσχυση της αποταμίευσης
στην Ελλάδα

5α. Κίνητρα για επενδύσεις
ιδιωτών μέσω της
κεφαλαιαγοράς

Φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις σε κινητές αξίες

- Μείωση στο φορολογητέο εισόδημα φυσικών προσώπων, ανάλογη με το ύψος των επιλέξιμων επενδύσεων, υπό προϋποθέσεις

Κριτήρια επιλεξιμότητας επενδύσεων

- Ορισμένες κατηγορίες τίτλων: Μετοχικά, μεικτά και εταιρικά ομολογιακά Α/Κ εσωτερικού, μερίδια σε ΟΣΕΚΑ, ΑΕΕΧ, ΕΚΕΣ, ΑΚΕΣ
- Γεωγραφική κατανομή: τοποθετήσεις σε εγχώριες ή εγχώρια εγκατεστημένες εταιρείες
- Ελάχιστος χρονικός ορίζοντας διακράτησης, π.χ. 3 έτη
- Τήρηση συγκεκριμένων κανόνων επενδύσεων χαρτοφυλακίου με γνώμονα τη διαφοροποίηση κινδύνου και την στοχευμένη ενίσχυση επενδύσεων, π.χ. σε
 - εγχώριες μικρομεσαίες επιχειρήσεις
 - εταιρείες με προσανατολισμό σε καινοτομία, «πράσινες» επενδύσεις και υποδομές

Ενδεικτική πρόταση κινήτρων για επενδύσεις ιδιωτών σε Α/Κ

Παράμετροι προς ποσοτικοποίηση



Χρονικός ορίζοντας επένδυσης σε επιλέξιμους χρημ/κούς τίτλους

- Ελάχιστος χρόνος διακράτησης: 3 έτη
- Χρόνος είσπραξης της φοροαπαλλαγής: Μετά τη συμπλήρωση 3 ετών διακράτησης και έκτοτε σε ετήσια βάση

Ποσοστό μείωσης του φορολογητέου εισοδήματος

- Για **επιλέξιμα Μετοχικά Α/Κ εσωτερικού**, επιπλέον ετήσια ονομαστική απόδοση έως και 4%
 - 24% μείωση φορολογητέου εισοδήματος επί του ποσού επένδυσης το 3^ο έτος
 - 8% μείωση φορολογητέου εισοδήματος επί του ποσού επένδυσης για διακράτηση κάθε επιπλέον έτους πέραν του 3^{ου}, και έως τα 12 έτη
- Για **επιλέξιμα Εταιρικά Ομολογιακά και Μεικτά Α/Κ εσωτερικού**, επιπλέον ετήσια ονομαστική απόδοση έως και 2%
 - 12% μείωση φορολογητέου εισοδήματος επί του ποσού επένδυσης το 3^ο έτος
 - 4% μείωση φορολογητέου εισοδήματος επί του ποσού επένδυσης για διακράτηση κάθε επιπλέον έτους πέραν του 3^{ου}, και έως τα 25 έτη

Συνδυαστικό Πλαφόν

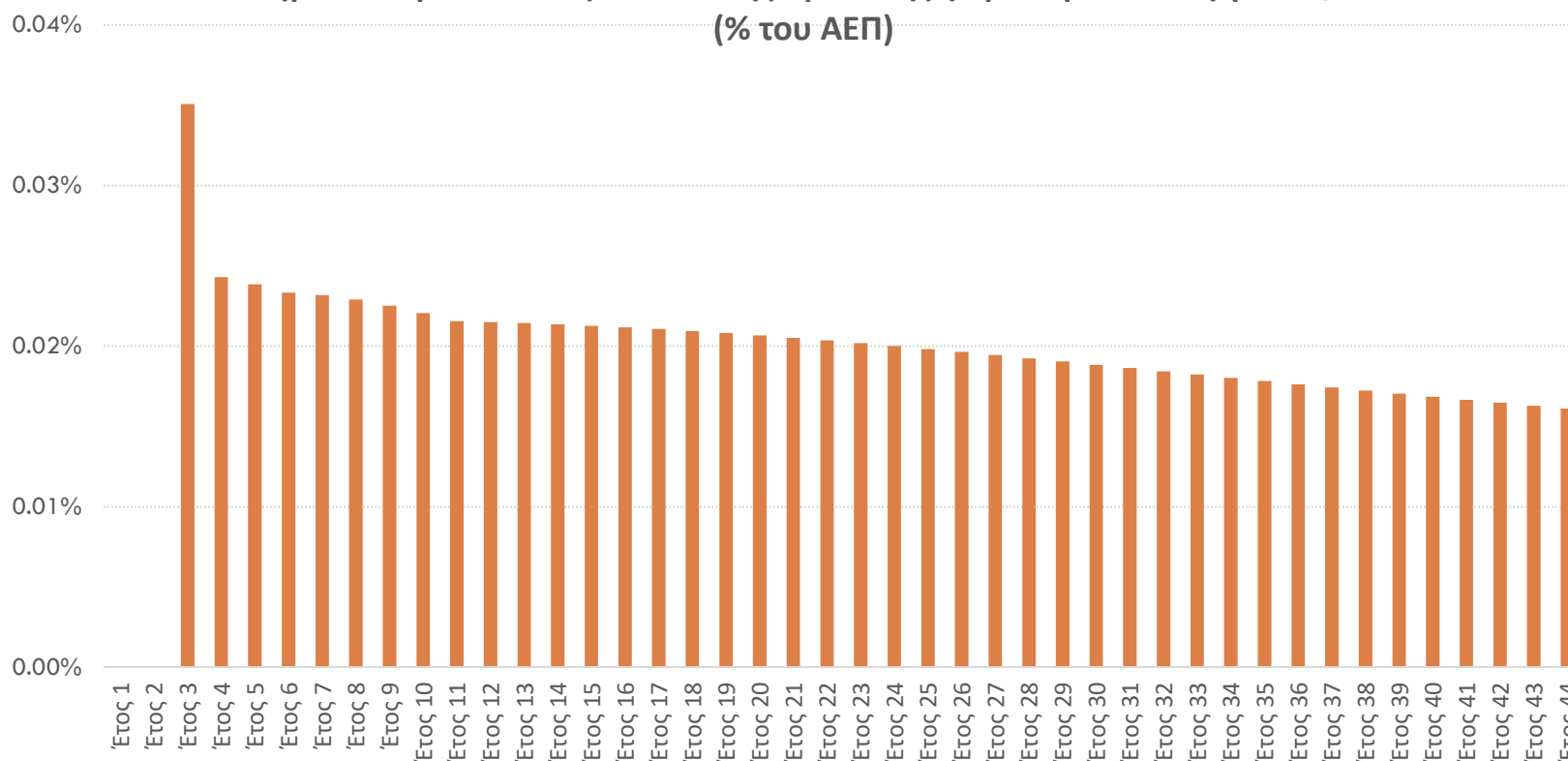
- Μέγιστη μείωση φόρου 6000€ ανά οικογένεια ανά έτος
- Μέγιστη επιλέξιμη επένδυση ίση με 40% του συνολικού ετήσιου φορολογητέου εισοδήματος

- Πόσο είναι το **δημοσιονομικό κόστος** της ενδεικτικής πρότασης;
- Ποιο είναι το **όφελος για την οικονομία**;
 - ▣ Σε όρους αύξησης κινήτρων για συμμετοχή των νοικοκυριών στην αγορά κεφαλαίου και την αγορά εργασίας
 - ▣ Σε όρους επίδρασης στην κεφαλαιαγορά μέσα από την αύξηση των αποθεματικών προς διαχείριση και των επενδύσεων
 - ▣ Σε όρους ΑΕΠ, απασχόλησης συνολικά στην οικονομία
- Οι επιδράσεις εκτιμώνται **δυναμικά** στο χρόνο, σε βάθος 40 ετών
- **Μεθοδολογία & Παραδοχές**: Χρήση Δυναμικού Στοχαστικού Μακροοικονομικού Υποδείγματος Γενικής Ισορροπίας (GIMF). Σύντομη περιγραφή των σεναρίων και παραδοχών στο Παράρτημα 7Γ

Μικρό ετήσιο δημοσιονομικό κόστος από το 3^ο έτος εφαρμογής



Δημοσιονομικό κόστος ενδεικτικής πρότασης φορολογικών κινήτρων Α/Κ
(% του ΑΕΠ)



Πηγή: ΕΘΕ, ΑΑΔΕ Επεξεργασία στοιχείων και προβολή: ΙΟΒΕ

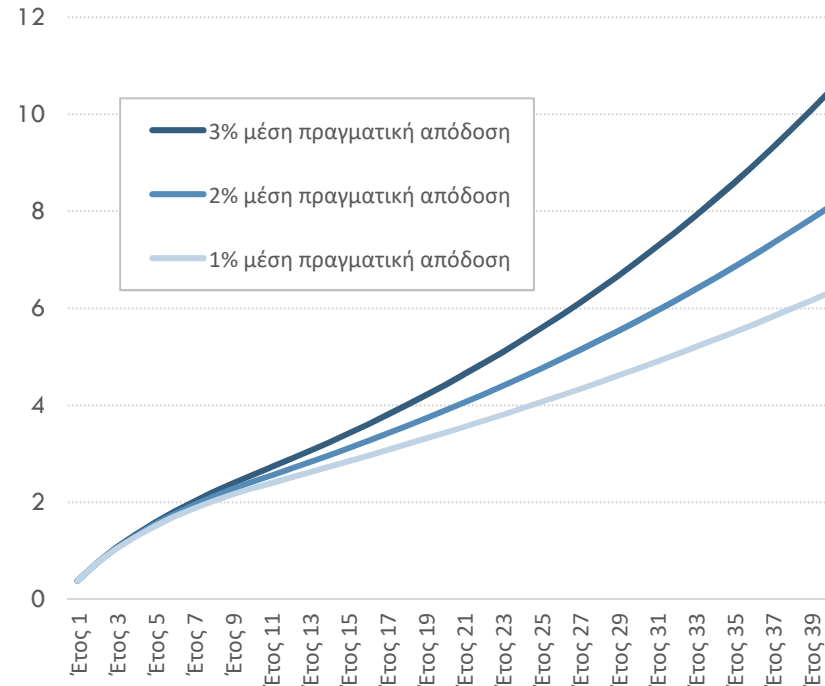
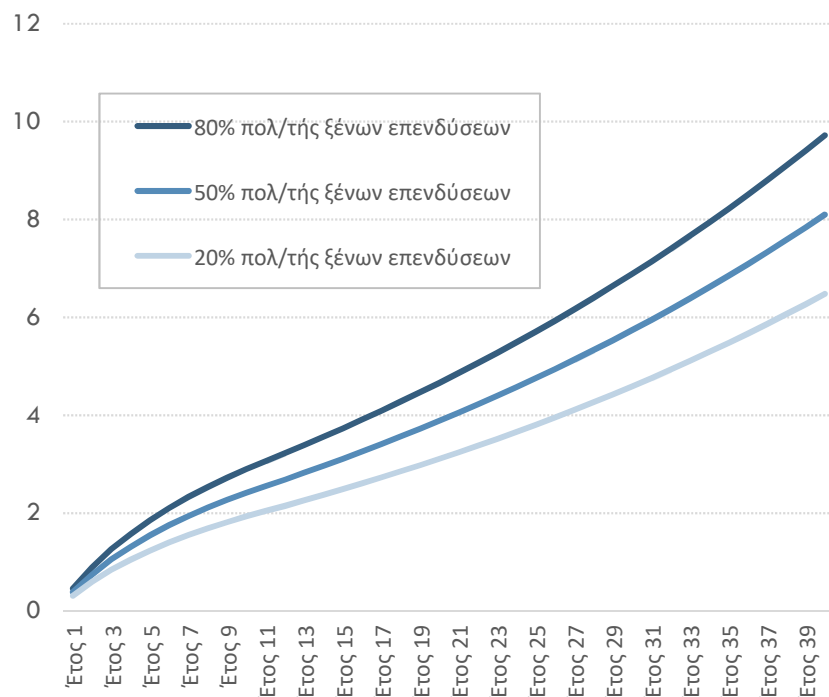
Σημ. Η εκτίμηση του κόστους των φορολογικών κινήτρων για Α/Κ εσωτερικού βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία της ΕΘΕ, της ΑΑΔΕ και παραδοχές του ΙΟΒΕ. Ως προς την εκτίμηση του δημοσιονομικού οφέλους, το οποίο δεν απεικονίζεται, γίνεται παραδοχή ότι τα φορολογικά έσοδα από επιχειρήσεις, περιουσία και κατανάλωση παραμένουν σταθερό ποσοστό του ΑΕΠ.

... που αντισταθμίζεται από δημοσιονομικά οφέλη ένεκα της αύξησης του ΑΕΠ από το πρώτο κιόλας έτος

Η ενδεικτική πρόταση δημιουργεί αποθεματικά κεφάλαια έως και €10 δισεκ. μέσα σε 40 χρόνια



Συσσώρευση νέων εγχώριων επενδύσεων από ενίσχυση των Α/Κ (σε € δισεκ., σταθερές τιμές του 2016)



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE, μακροοικονομικό υπόδειγμα GIMF

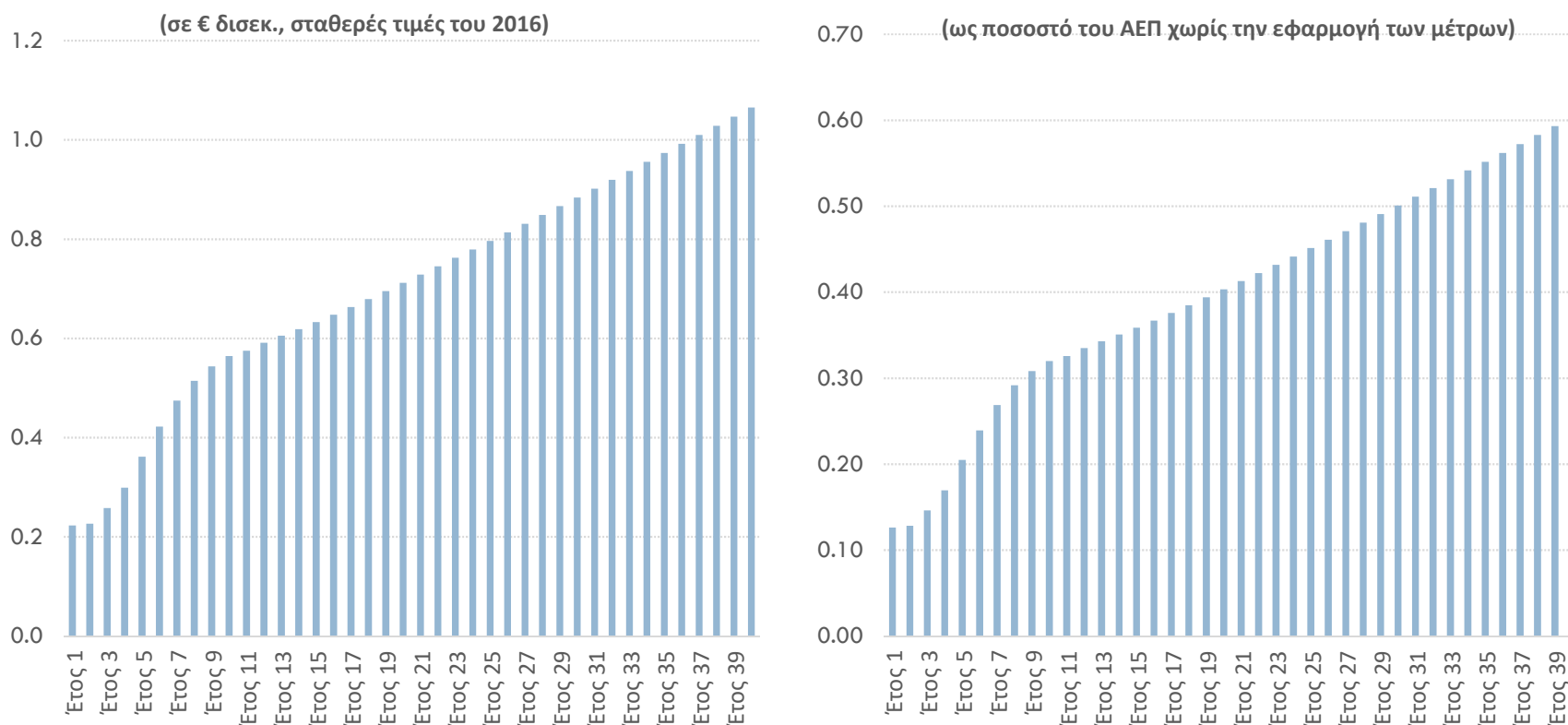
Σημ. Στο βασικό σενάριο, γίνεται παραδοχή ότι ο μέση ετήσια ονομαστική απόδοση των αποθεματικών των Α/Κ είναι 4% (αντιστοιχεί σε μέση πραγματική απόδοση 2%, με 2% μέσο ρυθμό πληθωρισμού) και ο πολλαπλασιαστής προσέλκυσης ξένων επενδύσεων ένεκα αύξησης της ρευστότητας στην εγχώρια αγορά είναι 50% (αντιστοιχεί σε εισροή ξένων κεφαλαίων €0,5 για κάθε €1 νέας εγχώριας επένδυσης).

...η οποία εξαρτάται από τον πολλαπλασιαστή προσέλκυσης ξένων επενδύσεων και τη μακροχρόνια μέση πραγματική απόδοση

Τα ενδεικτικά κίνητρα οδηγούν σε αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά €0,7 δισεκ. κατ'έτος ή 0,4% του ΑΕΠ (μ.ο. περιόδου)



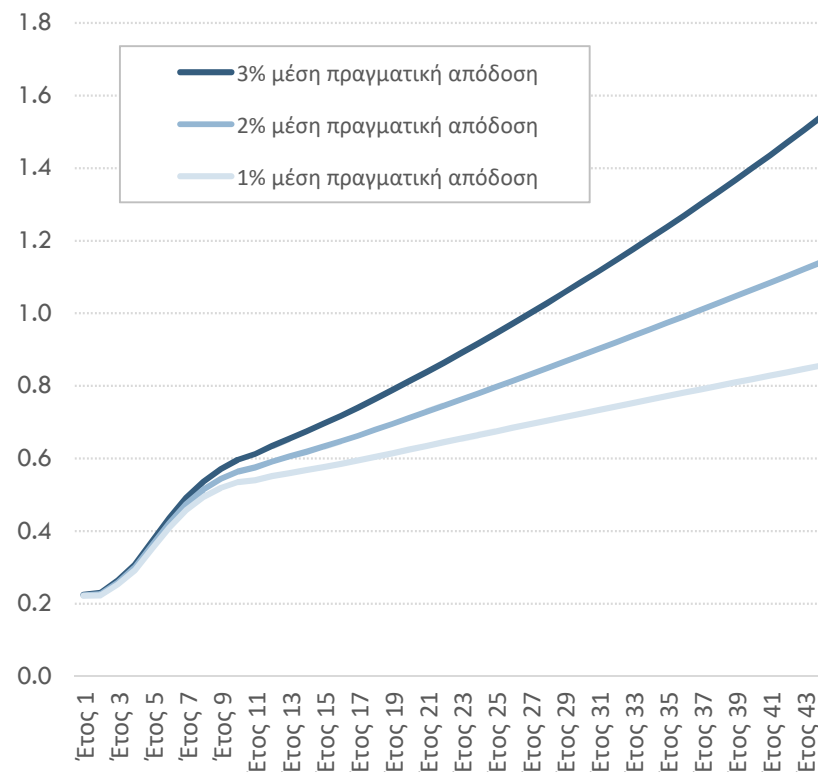
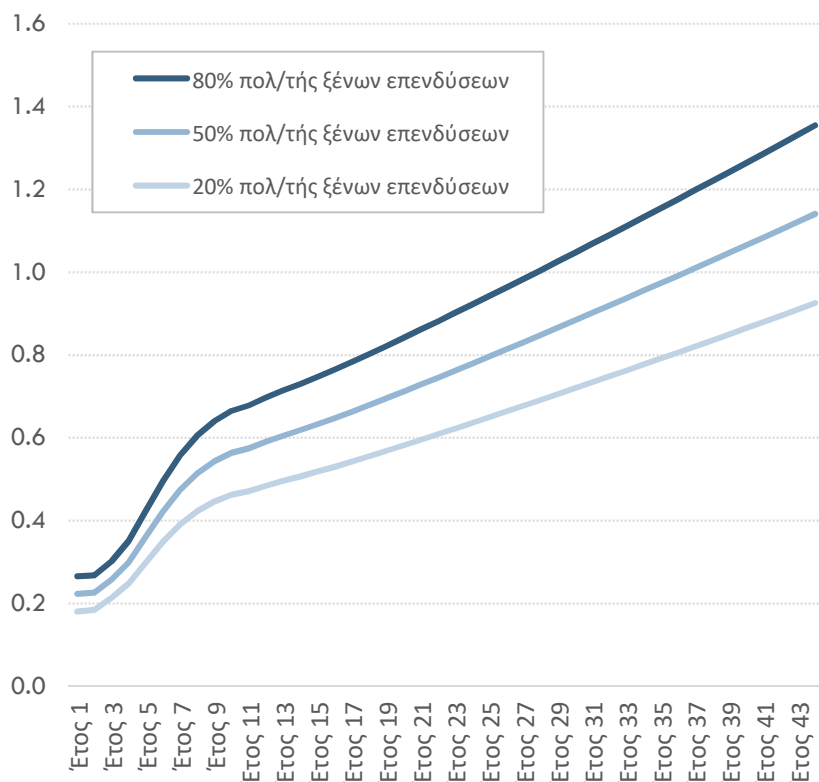
Φορολογικά κίνητρα σε Α/Κ: Εκτίμηση ετήσιας επίδρασης στο ΑΕΠ



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE, μακροοικονομικό υπόδειγμα GIMF

Σημ. Στο βασικό σενάριο, γίνεται παραδοχή ότι ο μέση ετήσια ονομαστική απόδοση των αποθεματικών των Α/Κ είναι 4% (αντιστοιχεί σε μέση πραγματική απόδοση 2%, με 2% μέσο ρυθμό πληθωρισμού) και ο πολλαπλασιαστής προσέλκυσης ξένων επενδύσεων ένεκα αύξησης της ρευστότητας στην εγχώρια αγορά είναι 50% (αντιστοιχεί σε εισροή ξένων κεφαλαίων €0,5 για κάθε €1 νέας εγχώριας επένδυσης).

**Φορολογικά κίνητρα σε Α/Κ: Εκτίμηση ετήσιας επίδρασης στο ΑΕΠ
(σε € δισεκ., σταθερές τιμές του 2016)**

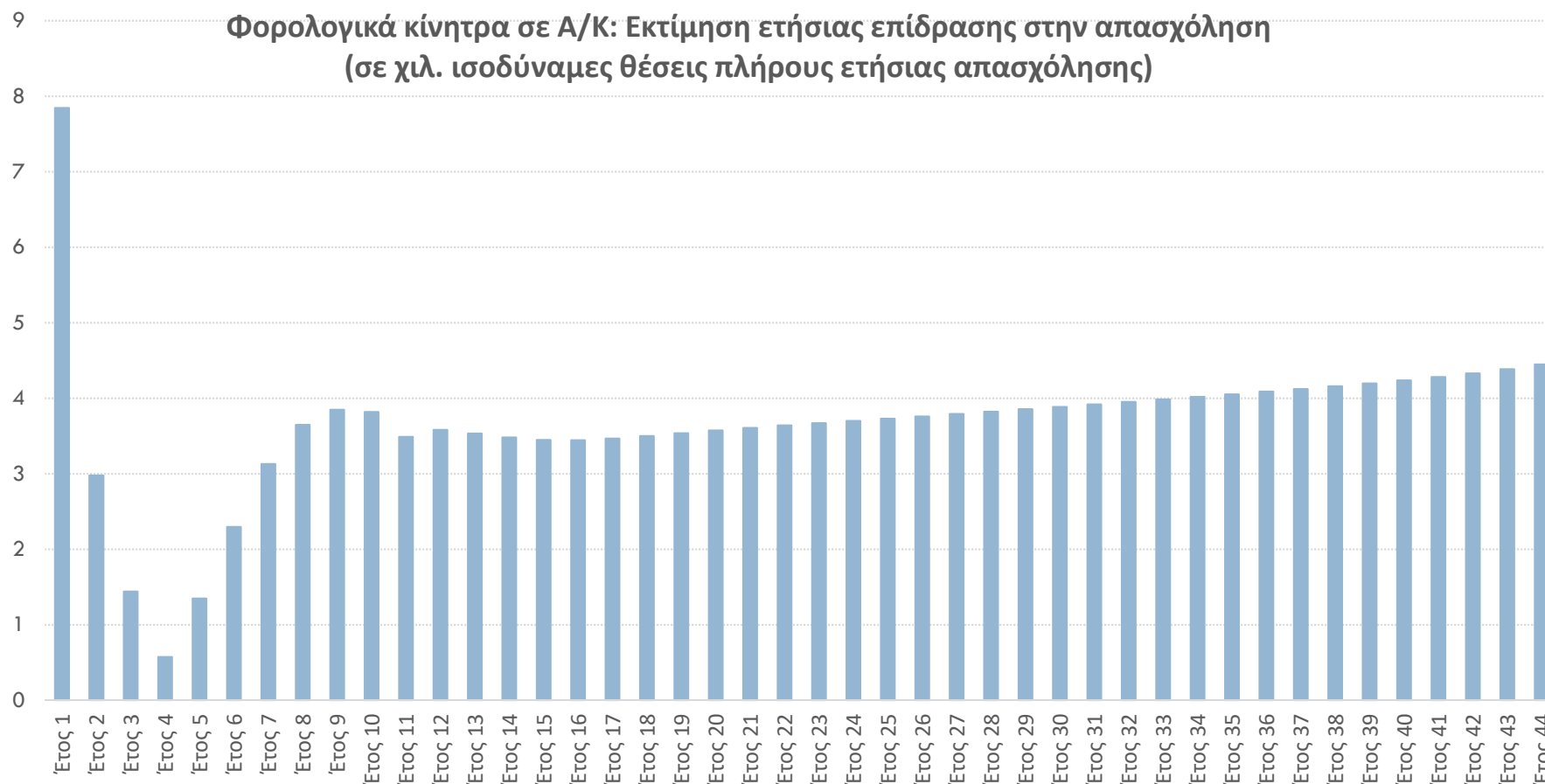


Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

Σημ. Στο **βασικό σενάριο**, γίνεται παραδοχή ότι ο μέση ετήσια ονομαστική απόδοση των αποθεματικών των Α/Κ είναι 4% (αντιστοιχεί σε μέση πραγματική απόδοση 2%, με 2% μέσο ρυθμό πληθωρισμού) και ο πολλαπλασιαστής προσέλκυσης ξένων επενδύσεων ένεκα αύξησης της ρευστότητας στην εγχώρια αγορά είναι 50% (αντιστοιχεί σε εισροή ξένων κεφαλαίων €0,5 για κάθε €1 νέας εγχώριας επένδυσης).

... με τη σωρευτική επίδραση στο ΑΕΠ σε βάθος 40 ετών να κυμαίνεται μεταξύ €23 δισεκ. (συντηρητικό σενάριο), €28 δισεκ. (βασικό σενάριο), και €33 δισεκ. (αισιόδοξο σενάριο)

Τα κίνητρα τονώνουν την απασχόληση τόσο βραχυχρόνια όσο και σε βάθος χρόνου



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE, μακροοικονομικό υπόδειγμα GIMF

Τα προτεινόμενα μέτρα οδηγούν σε μόνιμη αύξηση των ισοδύναμα πλήρως απασχολούμενων κατά 3,6 χιλ. άτομα (μ.ο. περιόδου)

Τα προτεινόμενα μόνιμα μέτρα που ποσοτικοποιούνται είναι ενδεικτικά



Συμπληρωματικά φορολογικά κίνητρα για συμμετοχή στην κεφαλαιαγορά, με βάση άλλες χώρες της ΕΕ

- Φοροαπαλλαγές σε επενδύσεις σε οχήματα ειδικού σκοπού Venture Capital, στην αγορά εταιρικών ομολόγων εσωτερικού, σε μερίσματα από «νεοφώτιστες» εταιρείες τα 2 πρώτα χρόνια ένταξής τους σε οργανωμένη αγορά
- Έκπτωση φόρου για συμμετοχή σε αυξήσεις κεφαλαίου ΜμΕ
- Έκπτωση φόρου για επένδυση σε νεοεκδιδόμενες κινητές αξίες, τίτλους διαπραγματεύσιμους στην Εναλλακτική Αγορά
- Αναμόρφωση στο φορολογικό καθεστώς των Α/Κ εσωτερικού
- Απαλλαγή ή έκπτωση στη φορολογία μερισμάτων, τόκου και υπεραξίας κεφαλαίου από στοχευμένες τοποθετήσεις, υπό προϋποθέσεις
 - Διατήρηση μηδενικού φόρου υπεραξίας από μερίδια σε Α/Κ εσωτερικού
 - Εφαρμογή φοροαπαλλαγών σε τόκους από ομολογίες σε εισηγμένες και μη εισηγμένες

Προκειμένου τα κίνητρα να είναι συμβατά με τον Γενικό Απαλλακτικό Κανονισμό της ΕΕ 651/2014, τα κριτήρια επιλεξιμότητας είναι σκόπιμο να συμπεριλάβουν:

- Προσανατολισμό σε τομείς προτεραιότητας όπως εγχώριες μικρομεσαίες επιχειρήσεις, εταιρείες με προσανατολισμό σε καινοτομία, «πράσινες» επενδύσεις και υποδομές (άρθρα 17, 21, 23 με εφαρμογή έως τέλος του 2020)

Τα προτεινόμενα μόνιμα κίνητρα για την τόνωση επιλεγμένων κατηγοριών επενδύσεων μπορούν να ενταχθούν στο πλαίσιο του 3^{ου} πυλώνα ασφάλισης

- με αυξημένα όρια φοροαπαλλαγών
- και εφόσον οι συμμετοχές στον 3^ο πυλώνα κατευθύνονται σε επιλεγμένες κατηγορίες εγχώριων επενδύσεων

Η επίδραση στην οικονομία των ενδεικτικών κινήτρων για την τόνωση των Α/Κ είναι ιδιαίτερα θετική, και με χαμηλό κόστος, αλλά δεν αρκεί...

- για να αντισταθμίσει σύντομα το αποταμιευτικό κενό των νοικοκυριών που έχει συσσωρευθεί παραδοσιακά και διογκωθεί στα χρόνια της κρίσης
- για να καλύψει ούτε το 10% του κενού παραγωγικών επενδύσεων που σημειώθηκε την περίοδο 2000-2018

Κρίνεται αναγκαίο να παρθούν παράλληλα μέτρα πολιτικής μέσα από μια τολμηρή μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού συστήματος

5β. Ενίσχυση 2^{ου} και 3^{ου}
πυλώνα στο ασφαλιστικό
σύστημα

Θεσμοθέτηση Νέας Επικουρικής (πυλώνας 2)

- Πλήρως κεφαλαιοποιητική
- Δημιουργία ατομικών λογαριασμών αποταμίευσης, με δυνατότητα επιλογής μεταξύ διαφορετικών προφίλ επενδύσεων μέσω των εργαλείων της κεφαλαιαγοράς και των θεσμικών επενδυτών
- Μείωση του υποχρεωτικού χαρακτήρα αφορολόγητων εισφορών κατά περίπου 3 π.μ.
- Προαιρετική για αγρότες, επιτηδευματίες και αυτοαπασχολούμενους
- Δημόσιοι και ιδιωτικοί φορείς παροχής και διαχείρισης με αυστηρό και ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο

Προαιρετική κεφαλαιοποιητική ασφάλιση (πυλώνας 3)

- Φορολογικά κίνητρα σε νοικοκυριά για προαιρετική ιδιωτική ασφάλιση
 - Έκπτωση στο φόρο εισοδήματος ή το φορολογητέο εισόδημα έως ένα πλαφόν, ανάλογη με το ύψος των αποταμιεύσεων στον π3
 - Διαφοροποίηση κινήτρων με έμφαση τις εγχώριες επενδυτικές επιλογές

Πρόταση μεταρρύθμισης στο συνταξιοδοτικό σύστημα

Παράμετροι προς ποσοτικοποίηση



Αλλαγές στο ασφαλιστικό σύστημα (Πρόταση IOBE για ασφαλιστικό, 2019)

- **Νέα Επικουρική (πυλώνας 2)**
 - Υποχρεωτικού χαρακτήρα αφορολόγητες εισφορές 6% (3% ο εργαζόμενος & 3% ο εργοδότης)
 - Κατώφλι στις εισφορές της νέας επικουρικής
 - Αποδίδονται μόνο στο τμήμα των μεικτών αποδοχών που υπερβαίνουν τον κατώτατο μισθό
 - Εισφορές = $6\% \times (\text{Μεικτές αποδοχές} - \text{Κατώτατος Μισθός})$
 - Ισοδύναμο με πραγματικό (effective) επίπεδο εισφορών γύρω στο 3% κατά μ.ο. (μείωση κατά 3 π.μ.)
- **Κίνητρα για προαιρετική κεφαλαιοποιητική ασφάλιση (πυλώνας 3)**
 - 25% μείωση φόρου για νέες αποταμιεύσεις έως €2.000 για μονομελές νοικοκυριό και €3.000 για οικογένεια ανά έτος
 - Μέγιστη μείωση φόρου: 500€ για μονομελές νοικοκυριό και τα 750€ για οικογένεια
- **Μεθοδολογία και παραδοχές: Σύνομη περιγραφή στο Παράρτημα 7Γ**

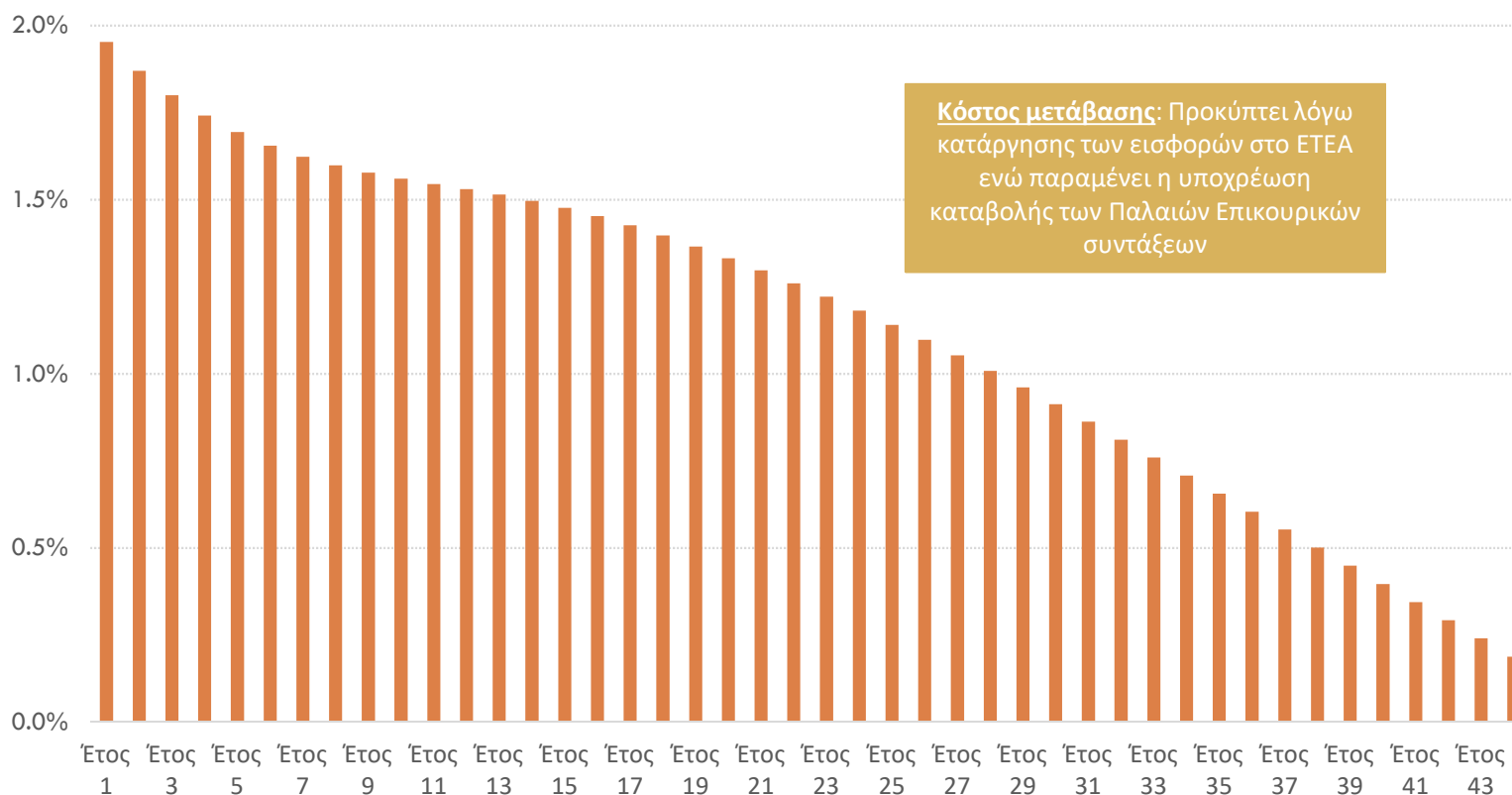
Φορολογικά κίνητρα σε ιδιώτες για επενδύσεις σε στοχευμένους χρημ/κούς τίτλους

- Ίδιες παραδοχές με προηγούμενη ενότητα

Μέση ετήσια απώλεια φορολογικών εσόδων έως 1,8% του ΑΕΠ κατά την πρώτη πενταετία που βαίνει μειούμενη στο χρόνο...



Δημοσιονομικό κόστος πρότασης ασφαλιστικής μεταρρύθμισης (% του ΑΕΠ)



Πηγή: ΕΑΑ, ΕΑΕΕ Επεξεργασία στοιχείων και προβολή: ΙΟΒΕ

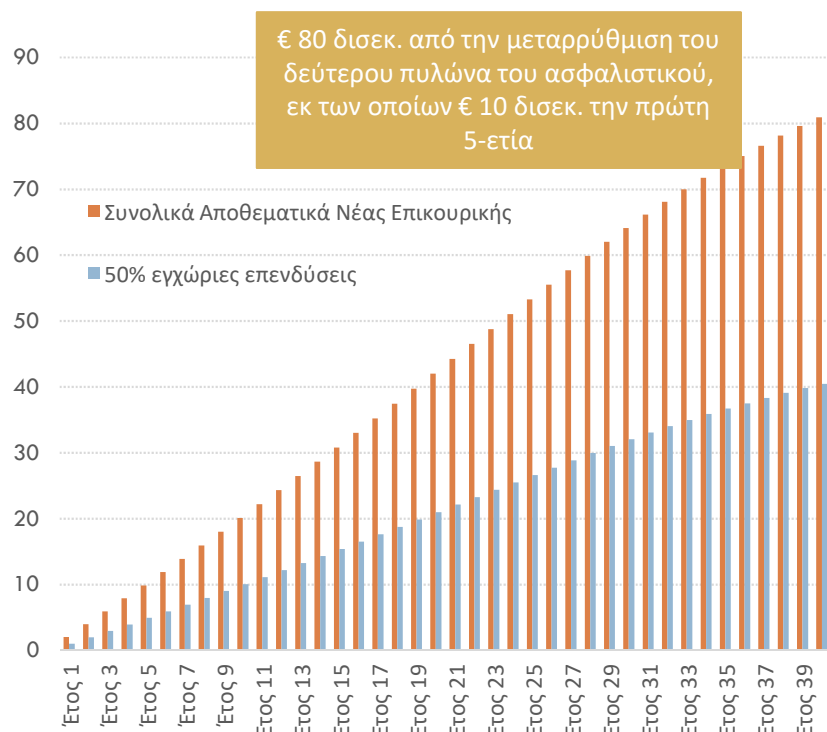
Σημ. Η ασφαλιστική μεταρρύθμιση περιλαμβάνει το κόστος από την μετατροπή της επικουρικής ασφάλισης σε κεφαλαιοποιητική με μείωση των εισφορών, καθώς και την επιβάρυνση από τα φορολογικά κίνητρα προαιρετικής ασφάλισης του τρίτου πυλώνα. Ως προς την εκτίμηση του δημοσιονομικού οφέλους, το οποίο δεν απεικονίζεται, γίνεται παραδοχή ότι τα φορολογικά έσοδα από επιχειρήσεις, περιουσία και κατανάλωση παραμένου σταθερό ποσοστό του ΑΕΠ.

...χωρίς άλλα δημοσιονομικά μέτρα η απώλεια αντισταθμίζεται πλήρως από δημοσιονομικά οφέλη ένεκα της αύξησης του ΑΕΠ μετά από 25 έτη

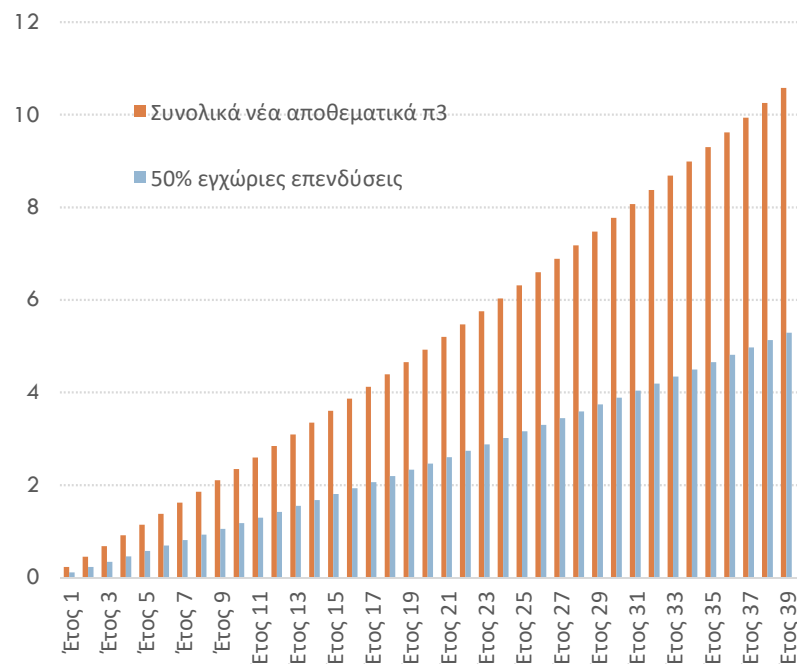
Η μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού δημιουργεί αποθεματικά κεφάλαια άνω των €90 δισεκ. μέσα σε 40 χρόνια



Αποθεματικά Νέας Επικουρικής



Συσσώρευση νέων επενδύσεων από ενίσχυση του π3



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE

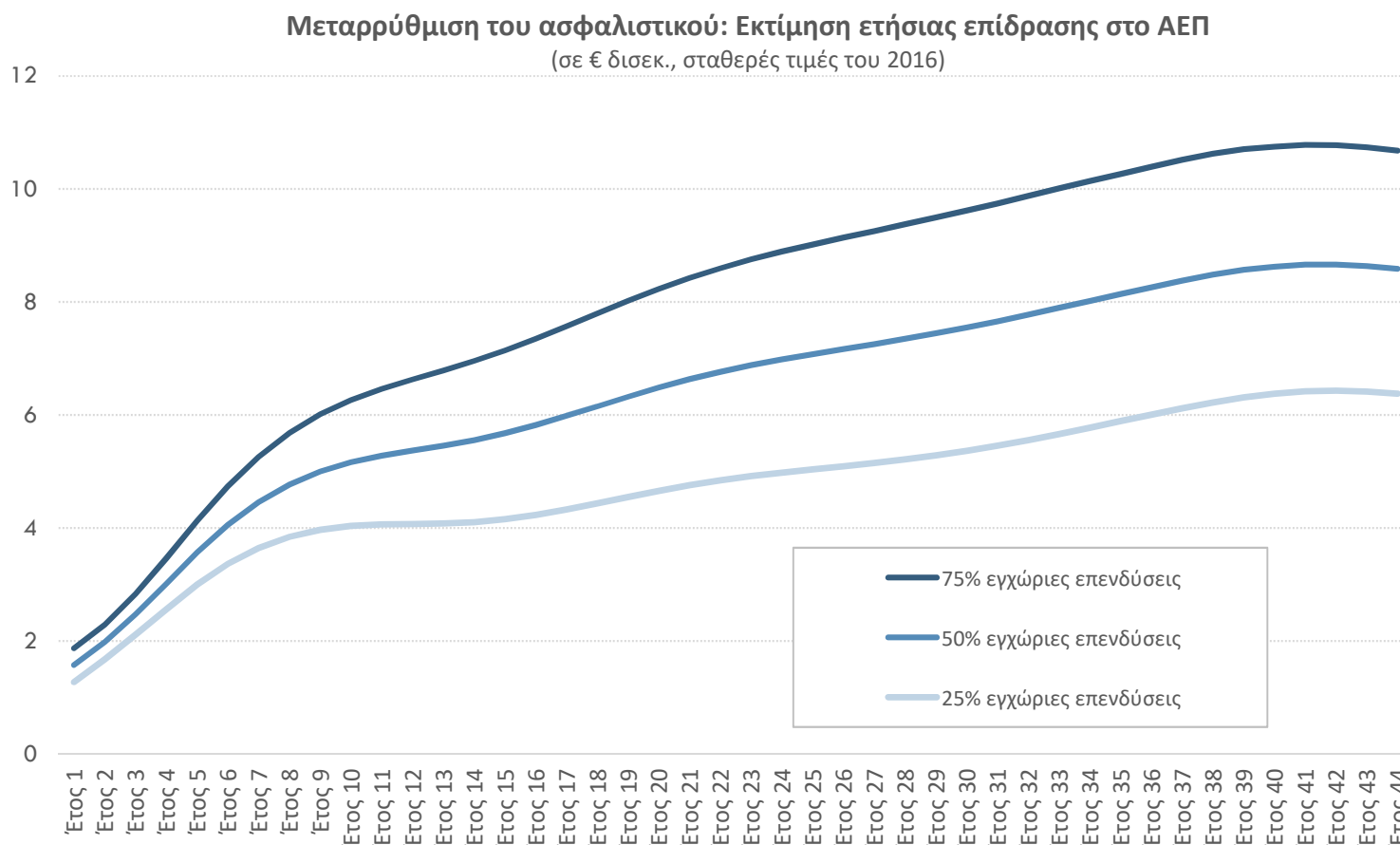
Σημ. Γίνεται παραδοχή ότι ο μέση ετήσια ονομαστική απόδοση των αποθεματικών του ασφαλιστικού είναι 3% (αντιστοιχούν σε μέση πραγματική απόδοση 1%, με 2% μέσο ρυθμό πληθωρισμού). Το σύνολο των αποθεματικών του ασφαλιστικού αφορά τόσο εγχώριες όσο και εξωχώριες επενδύσεις.

...εκ των οποίων αν τουλάχιστον το 50% επενδυθεί στην εγχώρια κεφαλαιαγορά, οι εισροές θα υπερκαλύψουν τη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς το 2018

Η επίδραση της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης στην οικονομική ανάπτυξη εξαρτάται από το ποσοστό των εγχώριων επενδύσεων



Επίδραση μέτρων σε διαφορετικά σενάρια μεριδίου εγχώριων επενδύσεων και πραγματικής απόδοσης



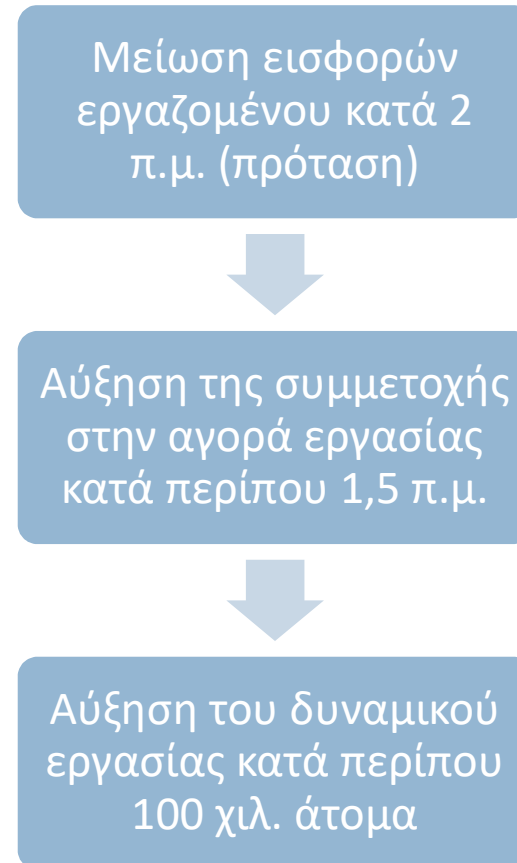
Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE, μακροοικονομικό υπόδειγμα GIMF

Σημ. Το μερίδιο των εγχώριων επενδύσεων ορίζεται ως ποσοστό των νέων αποταμιεύσεων που προκύπτουν από την μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού

Επίδραση μέτρων στη συμμετοχή στην αγορά εργασίας

Μελέτη IOBE για ασφαλιστικό, 2019

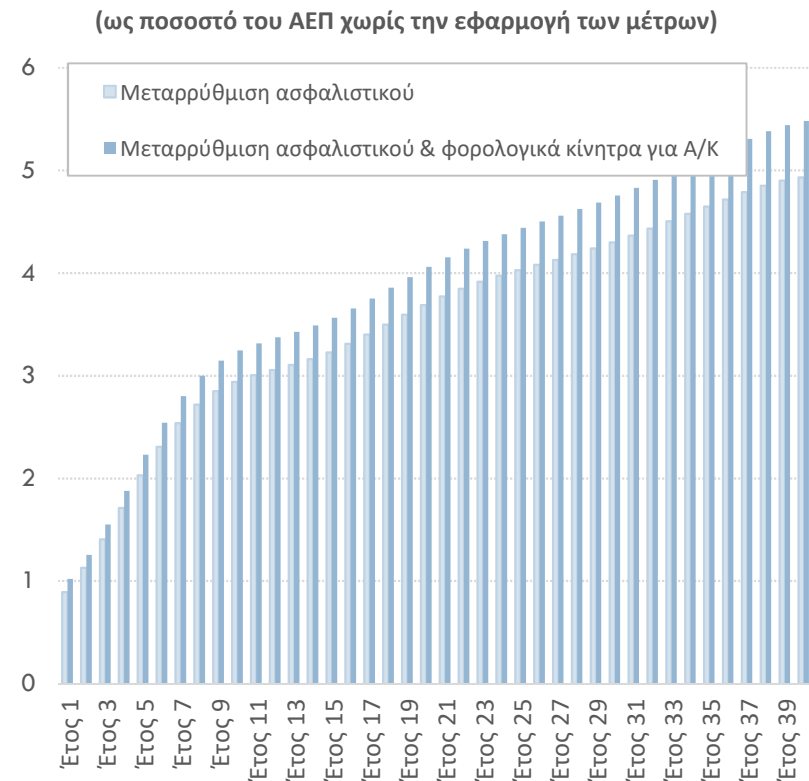
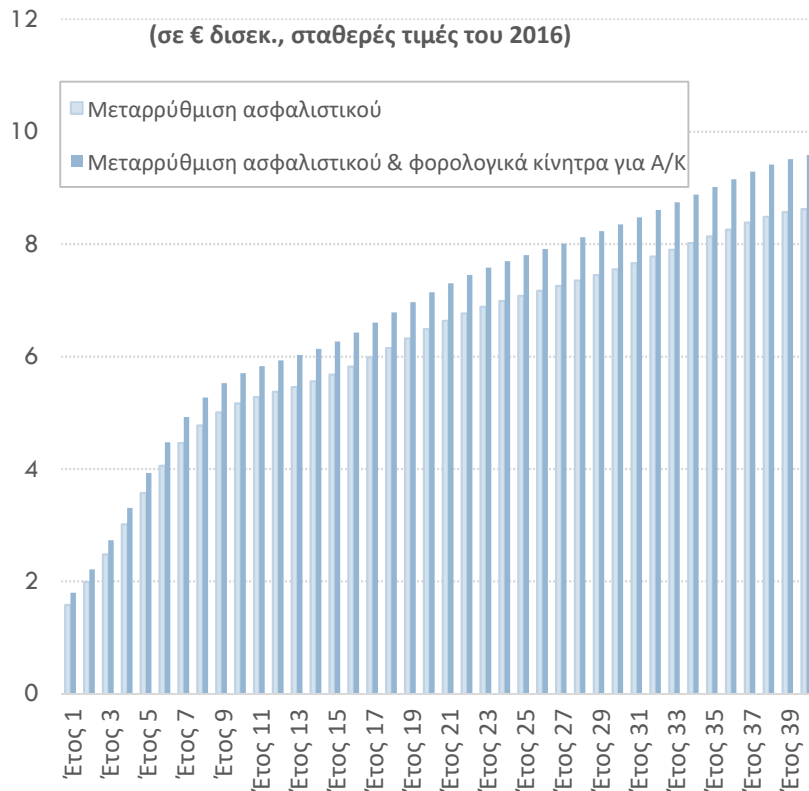
- Η πιθανότητα συμμετοχής στην αγορά εργασίας αυξάνεται όταν μειώνονται οι ασφαλιστικές εισφορές
- Με οικονομετρικές μεθόδους εκτιμήθηκε η αντίστοιχη ελαστικότητα
- Η αύξηση συμμετοχής στην αγορά εργασίας είναι μεγαλύτερη σε πληθυσμιακές ομάδες με χαμηλή συμμετοχή όπως οι νέοι και οι γυναίκες



Ο συνδυασμός ασφαλιστικής μεταρρύθμισης και φορολογικών κινήτρων σε Α/Κ συμβάλλει σημαντικά στη μακροχρόνια ανάπτυξη...



Συνδυασμός πακέτου μέτρων: Εκτίμηση ετήσιας επίδρασης στο ΑΕΠ



Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE, μακροοικονομικό υπόδειγμα GIMF

Σημ. Στο βασικό σενάριο, το 50% των νέων αποταμιεύσεων της μεταρρύθμισης του ασφαλιστικού τοποθετείται σε εγχώριες επενδύσεις

...καθώς οδηγεί σε αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά €6,9 δισεκ. κατ'έτος ή 3,9% του ΑΕΠ (μ.ο. περιόδου)

Τα αποτελέσματα είναι σημαντικά ήδη από την πρώτη 5ετία, με σωρευτική αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά €14,0 δισεκ.



Επίδραση συνδυασμού προτεινόμενων μέτρων την πρώτη 5ετία εφαρμογής

Επίδραση στο μέσο ετήσιο ΑΕΠ (σε € δισεκ., σταθερές τιμές 2016)	2,8
Επίδραση στο μέσο ετήσιο ΑΕΠ (ως % διαφορά από το σενάριο βάσης)	1,6
Σωρευτική επίδραση στο ΑΕΠ (σε € δισεκ., σταθερές τιμές 2016)	14,0
Επίδραση στον μέσο ετήσιο πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης (σε π.μ.)	0,38

Πηγή: Εκτιμήσεις IOBE, μακροοικονομικό υπόδειγμα GIMF

Σημ. Γίνεται παραδοχή ότι το 50% των νέων αποταμιεύσεων της μεταρρύθμισης του ασφαλιστικού τοποθετείται σε εγχώριες επενδύσεις. Ως προς την εκτίμηση του δημοσιονομικού οφέλους, γίνεται παραδοχή ότι τα φορολογικά έσοδα από επιχειρήσεις, περιουσία και κατανάλωση παραμένουν σταθερό ποσοστό του ΑΕΠ.

Η απώλεια φορολογικών εσόδων από τον συνδυασμό ασφαλιστικής μεταρρύθμισης και κινήτρων σε Α/Κ, αντισταθμίζεται από δημοσιονομικά οφέλη ένεκα της αύξησης του ΑΕΠ μετά από 20 έτη

Τα μέτρα τονώνουν σημαντικά την απασχόληση σε μακροχρόνια βάση



Συνδυασμός πακέτου μέτρων: Εκτίμηση ετήσιας επίδρασης στην απασχόληση

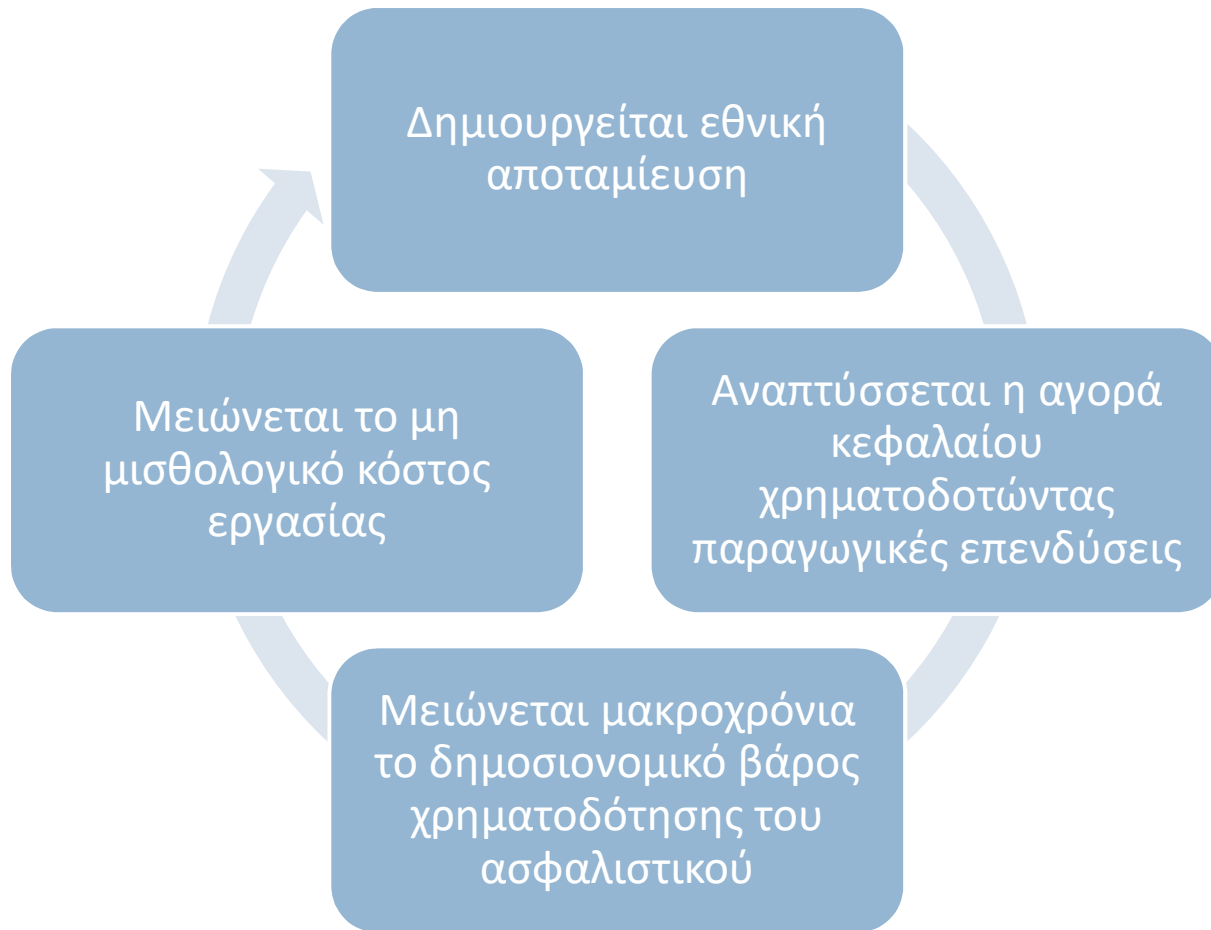
(σε χιλ. ισοδύναμες θέσεις πλήρους ετήσιας απασχόλησης)



Πηγή: Εκτιμήσεις ΙΟΒΕ, μακροοικονομικό υπόδειγμα GIMF

Τα προτεινόμενα μέτρα οδηγούν σε μόνιμη αύξηση των ισοδύναμα πλήρως απασχολούμενων κατά 81 χιλ. άτομα (μ.ο. περιόδου)

Ο συνδυασμός των προτεινόμενων μέτρων έχει σημαντικά οφέλη...



...ταυτόχρονα απαιτεί δημοσιονομικούς πόρους οι οποίοι κρίνεται σκόπιμο να αξιοποιηθούν κατά προτεραιότητα

Ένα αποτελεσματικό και διαφανές κανονιστικό πλαίσιο αποτελεί προϋπόθεση απόδοσης των προτεινόμενων μέτρων



Κανόνες για την αποτελεσματική παροχή της Νέας Επικουρικής από Συνταξιοδοτικά Ταμεία

Κανόνες επενδύσεων που προάγουν τη διαφοροποίηση τίτλων και περιορίζουν το ρίσκο

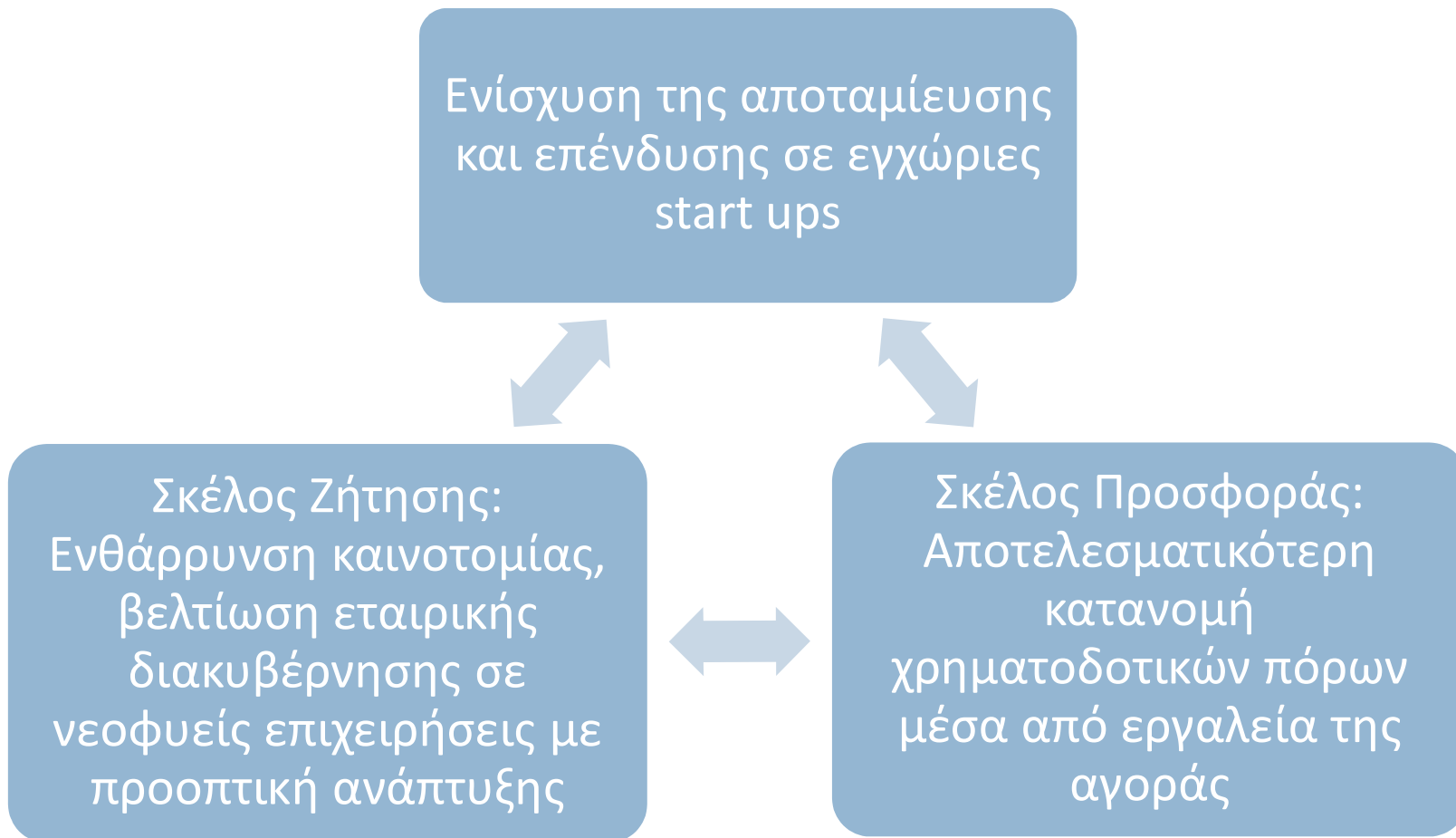
Κίνητρα ώστε μέρος των αποθεματικών να επενδύεται στην Ελλάδα με βάση το Ευρωπαϊκό Πλαίσιο

Αυστηρό ενιαίο πλαίσιο εποπτείας

Η Τράπεζα της Ελλάδος και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς θα έχουν αυξημένες αρμοδιότητες εποπτείας της διαχείρισης των αποθεματικών της νέας αποταμίευσης από συνταξιοδοτικά ταμεία και θεσμικούς επενδυτές αντίστοιχα

5γ. Ενίσχυση επενδύσεων σε
οχήματα ειδικού σκοπού
Venture Capital

Η τόνωση επιμέρους αγοραίων σχημάτων χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων εξυπηρετεί πολλαπλούς στόχους



Συγχρηματοδοτούμενα Ευρωπαϊκά Ταμεία

- Τριμερής χρηματοδότηση από ΕΕ, εθνικούς πόρους και ιδιώτες επενδυτές
- Διαχείριση από υπερεθνικούς φορείς EIF και EIB
- Χρηματοδότηση μέσα από συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο (εκτός από δάνεια, εγγυήσεις)
- Συνεργασία με χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές (π.χ. Venture Capital Funds) οι οποίοι και αναλαμβάνουν την υλοποίηση των συμμετοχών με κριτήρια αγοράς
- Προσανατολισμός επενδύσεων: Νεοφυείς επιχειρήσεις, ΜμΕ με έμφαση σε R&D, σε κλάδους τεχνολογίας, ανανεώσιμων πηγών ενέργειας, ανάπτυξης υποδομών και δικτύων

Ευκαιρίες για την Ελλάδα

- Αύξηση της εθνικής συμμετοχής σε στοχευμένα εργαλεία όπως το ESIF - FoF
- Προσέλκυση ιδιωτικών κεφαλαίων μέσω φορολογικών κινήτρων συμμετοχής σε στοχευμένα εργαλεία ESIF για μεγαλύτερη μόχλευση και αποτελεσματικότητα

...αλλά και την παροχή κινήτρων για επενδύσεις ιδιωτών σε οχήματα τύπου Venture Capital



Το παράδειγμα του Ηνωμένου Βασιλείου

- Παρέχεται έκπτωση στο φόρο εισοδήματος από 30% έως και 50% του ύψους των επενδύσεων ιδιωτών σε σχήματα τύπου Venture Capital (EIS, SEIS, SITR, VCT), για ελάχιστη διακράτηση από 3 έως 5 έτη και έως ένα πλαφόν από £100 χιλ. έως £1 εκατ.
- Την περίοδο εφαρμογής του κινήτρου, το ετήσιο ποσό χρηματοδότησης των start ups από VTCs διπλασιάστηκε μέσα σε έξι χρόνια (2012-2018) από £325 εκατ. σε £745 εκατ.

Ευκαιρίες για την Ελλάδα

- Εισαγωγή φοροαπαλλαγών για ιδιώτες αντίστοιχων του υψηλού επενδυτικού κινδύνου που ενέχει η συμμετοχή τους σε μετοχικά Ταμεία τύπου Venture Capital, υπό προϋποθέσεις:
 - Τοποθετήσεις σε εγχώριες νεοφυείς και ΜμΕ εταιρείες
 - Προσανατολισμός σε κλάδους συμβατούς με τους κανόνες ΕΕ περί κρατικών ενισχύσεων
 - Ελάχιστος χρονικός ορίζοντας διακράτησης και πλαφόν στην έκπτωση ως ποσοστό του δηλωθέντος εισοδήματος
 - Διαχείριση με κριτήρια αγοράς από Ταμεία που υπόκεινται στο ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο
- Φορολογικά κίνητρα για επενδύσεις σε Ταμεία διαπραγματεύσιμα σε οργανωμένη αγορά (ETFs) με προσανατολισμό σε αντίστοιχες ΜμΕ

Τα φορολογικά κίνητρα σε εγχώρια αποταμίευση συμβάλλουν στην μείωση των:

- υψηλών οριακών φορολογικών συντελεστών για μεσαία/υψηλά εισοδήματα
- κινήτρων για απόκρυψη εισοδημάτων και επένδυσής τους στο εξωτερικό

Για την αποτελεσματική εφαρμογή τους, προτείνεται σχέδιο δράσης σε τρία βήματα



Ανάλυση αναγκών εγχώριων ΜμΕ για χρηματοδότηση (ζήτηση) και χρηματοδοτικό κενό



Καταγραφή υπαρχόντων επενδυτικών οχημάτων και εργαλείων χρηματοδότησης



Παραμετρικός σχεδιασμός φορολογικών κινήτρων για επενδύσεις από ιδιώτες σε οχήματα χρηματοδότησης start ups, και αξιοποίηση των εξειδικευμένων εργαλείων

6. Συμπεράσματα & προτεραιότητες πολιτικής

Για την ανάκαμψη του βιοτικού επιπέδου στην Ελλάδα απαιτούνται σημαντικές νέες επενδύσεις

- Τα Ελληνικά νοικοκυριά καταγράφουν αρνητική αποταμίευση επί σειρά πρόσφατων ετών
- Το «κενό» παραγωγικών επενδύσεων στην Ελλάδα την περίοδο 2000-2018 κυμάνθηκε κατά μ.ό. σε 2,6% του ετήσιου ΑΕΠ, σωρευτικά περί τα €94 δισεκ.
- Η χρηματοδότηση της οικονομίας ήταν παραδοσιακά «τραπεζικοκεντρική», αλλά το υψηλό ποσοστό κόκκινων δανείων θέτει περιορισμούς σε νέες δανειοδοτήσεις
- Το μέγεθος των Ελληνικών επενδύσεων σε κινητές αξίες μέσα από θεσμικούς επενδυτές είναι από τα χαμηλότερα στην ΕΕ
- Τα αποθεματικά των ασφαλιστικών ταμείων που είναι επενδεδυμένα στην κεφαλαιαγορά αντιστοιχούν σε μόλις 8% του ΑΕΠ, το δεύτερο χαμηλότερο ποσοστό στην ΕΕ

Συνεπώς, είναι κρίσιμο να αναπτυχθεί η αγορά κεφαλαίων

- Με μεταρρύθμιση του ασφαλιστικού
- Με φορολογικά κίνητρα για χρημ/κές επενδύσεις νοικοκυριών με μακροχρόνιο ορίζοντα

Η αποταμίευση των νοικοκυριών θα ανακάμψει μέσα από μια ασφαλιστική μεταρρύθμιση και στοχευμένα φορολογικά κίνητρα στη βάση καλών πρακτικών της ΕΕ



Η ενίσχυση του 2^{ου} και 3^{ου} πυλώνα ασφάλισης θα βελτιώσει το «κενό επενδύσεων» από Ελληνικά ασφαλιστικά ταμεία

- Νέα πλήρως κεφαλαιοποιητική επικουρική ασφάλιση (π2)
- Μείωση των ασφαλιστικών εισφορών μεσοσταθμικά κατά 3 π.μ.
- Κίνητρα για προαιρετική κεφαλαιοποιητική ασφάλιση (π3)

Φορολογικά κίνητρα για στοχευμένες μακροχρόνιες επενδύσεις ιδιωτών μέσω κεφαλαιαγοράς

- Επιλέξιμοι τίτλοι: Μετοχικά, μεικτά και εταιρικά ομολογιακά Α/Κ εσωτερικού, δυνατότητα πριμοδότησης Α/Κ εξειδικευμένων σε επενδύσεις υποδομών, μικρομεσαίων επιχειρήσεων, και επιχειρήσεων με προσανατολισμό σε καινοτομία, εξαγωγές και «πράσινες» επενδύσεις. Ελάχιστη διακράτηση 3 έτη
- Ενίσχυση οχημάτων ειδικού σκοπού Venture Capital που προάγουν την καινοτομία νεοφυών εταιρειών, επιλεγμένων με κριτήρια αγοράς

Τα προτεινόμενα μέτρα ενέχουν δημοσιονομικό κόστος

- Μέσο ετήσιο δημοσιονομικό κόστος έως 1,8% του ΑΕΠ κατά την πρώτη πενταετία, μειούμενο στο χρόνο
- Το ετήσιο κόστος των φορολογικών κινήτρων Α/Κ είναι μικρότερο από 0,05% του ΑΕΠ

Η ενίσχυση της αποταμίευσης και των επενδύσεων μέσω της κεφαλαιαγοράς δημιουργεί σημαντικά οικονομικά οφέλη



Τα φορολογικά κίνητρα έχουν θετική επίδραση στην απόφαση του νοικοκυριού για το εάν και πόσο θα συμμετέχει στην κεφαλαιαγορά

- Μεγαλύτερη η πιθανότητα συμμετοχής ενός νοικοκυριού στην κεφαλαιαγορά, όσο:
 - Μεγαλύτερη η ηλικία, το επίπεδο εκπαίδευσης, το εισόδημα, η περιουσία του
 - Βαθύτερη η κεφαλαιαγορά της χώρας και μικρότερη η φορολογική επιβάρυνση σε χρημ/κές τοποθετήσεις

Η αύξηση των αποταμιεύσεων οδηγεί σε αύξηση των επενδύσεων, των εισοδημάτων και της απασχόλησης

- Αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά μ.ο. 6,9 δισεκ. κατ'έτος για τα επόμενα 40 χρόνια και σωρευτικά περί τα €275 δισεκ. από την εφαρμογή των προτεινόμενων μέτρων
- Περισσότεροι ισοδύναμα πλήρως απασχολούμενοι κατά μ.ο. 81 χιλιάδες άτομα κατ'έτος για τα επόμενα 40 χρόνια
- Αύξηση της συμμετοχής στην αγορά εργασίας (μέσα από τη μείωση των εισφορών της ασφαλιστικής μεταρρύθμισης) κατά 1,5 π.μ.
- Αύξηση της ρευστότητας στην αγορά κεφαλαίου, η οποία την καθιστά περισσότερο ελκυστική στην ξένη αποταμίευση
- Δημιουργία νέων αποθεματικών προς επένδυση έως και €99 δισεκ. μέσα σε 40 χρόνια. Εξ'αυτών τουλάχιστον 50% δύναται να κατευθυνθεί στην εγχώρια κεφαλαιαγορά

Συμπερασματικά, κρίνεται σκόπιμο να δοθεί άμεση προτεραιότητα σε μέτρα πολιτικής τόνωσης της εγχώριας αποταμίευσης

Ευχαριστούμε για την προσοχή σας

Συντονισμός: Νίκος Βέττας, Γενικός Διευθυντής IOBE και Καθηγητής Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

Επιμέλεια:

Γιώργος Γατόπουλος, Επικεφαλής Τμήματος Διεθνών Μακροοικονομικών & Χρηματοοικονομικών
Svetoslan Danchev, Επικεφαλής Τμήματος Μικροοικονομικής Ανάλυσης & Πολιτικής

Ειδικός σύμβουλος μελέτης: Γιώργος Στρατόπουλος, Οικονομικός Αναλυτής

Ομάδα έργου:

Μιχάλης Βασιλειάδης
Στέλλα Κανελλοπούλου
Αλέξανδρος Λουκά
Αλέξανδρος Μουστάκας
Γιάννης Πολυκάρπου
Υακίνθη Πουντουράκη

7. Παράρτημα Α – Σχέδιο δράσης για την Ένωση Κεφαλαιαγορών

Στόχοι 3ης προτεραιότητας Σχεδίου Δράσης για την Έ.Κ., δράσεις για την υλοποίησή τους και ενδεικτικό χρονοδιάγραμμα

Στόχος	Δράση	Χρονοδιάγραμμα υλοποίησης
Αύξηση των επιλογών και του ανταγωνισμού για το επενδυτικό κοινό	Πράσινη Βίβλος για τις λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες και τις ασφαλίσσεις	δ' τρίμ. 2015
Βοήθεια στους μικροεπενδυτές ώστε να έχουν καλύτερες συνθήκες	Αξιολόγηση αγορών επενδυτικών προϊόντων για μικροεπενδυτές στην ΕΕ	2018
Στήριξη της αποταμίευσης για συνταξιοδότηση	Αξιολόγηση της σκοπιμότητας ενός πλαισίου πολιτικής για την καθιέρωση ευρωπαϊκών ατομικών συντάξεων	δ' τρίμ. 2016
Διεύρυνση των ευκαιριών για τους θεσμικούς επενδυτές και τους διαχειριστές κεφαλαίων	Αξιολόγηση της αντιμετώπισης του ιδιωτικού κεφαλαίου συμμετοχών και των ιδιωτικών τοποθετήσεων χρέους στην «Φερεγγυότητα II» Διαβούλευση σχετικά με τα κύρια εμπόδια για τη διασυνοριακή διανομή επενδυτικών κεφαλαίων	2018 β' τρίμ. 2016

Τον Ιούνιο του 2017 η Επιτροπή δημοσιοποίησε τα αποτελέσματα της ενδιάμεσης αξιολόγησης της εφαρμογής του Σχεδίου Δράσης

Αύξηση
επιλογών και
ανταγωνισμού
για το επενδυ-
τικό κοινό

- **Πράσινη Βίβλος** για τις λιανικές χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες (τέλος 2015)
- **Σχέδιο Δράσης** για τις Καταναλωτικές Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες Ευρωπαϊκή Επιτροπή (Μάρτιος 2017)
- Συνεργασία Επιτροπής με Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές (EEA - ESAs) για την αύξηση της διαφάνειας και της συγκρισιμότητας του κόστους και της απόδοσης των επενδυτικών και συνταξιοδοτικών προϊόντων λιανικής

Βοήθεια στους
μικροεπενδυτές
ώστε να έχουν
καλύτερες
συνθήκες

- Μελέτη για τα «Συστήματα διανομής επενδυτικών προϊόντων για μικροεπενδυτές σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση (Deloitte, Απρίλιος 2018)
 - **Το κόστος για παρόμοιες κατηγορίες προϊόντων διαφέρει** σημαντικά μεταξύ των χωρών της ΕΕ
 - Οι επενδυτές ζητούν συμβουλές κυρίως από **μη ανεξάρτητους συμβούλους**, τράπεζες και ασφαλιστές, οι οποίοι τείνουν να προτείνουν μεταξύ δύο και τριών **εσωτερικών (in-house) προϊόντων**
 - Νέα μοντέλα διανομής με βάση το FinTech είναι πολλά υποσχόμενα, αλλά χρειάζεται συνεχής έλεγχος

Στήριξη της αποταμίευσης για συνταξιοδότηση

- Γνωμοδότηση Ευρωπαϊκής Αρχής Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΙΟΡΑ) για την ανάπτυξη μιας Ενιαίας Αγοράς στην ΕΕ για προσωπικά συνταξιοδοτικά προϊόντα (Ιούλιος 2016)
- **Πρόταση Κανονισμού για ένα Παν – Ευρωπαϊκό Ατομικό Συνταξιο-δοτικό Προϊόν** (Pan-European Personal Pension Product - PEPP) – Ιούνιος 2017
- Σύσταση «σχετικά με τη **φορολογική μεταχείριση των προσωπικών συνταξιοδοτικών προϊόντων**, συμπεριλαμβανομένου του Παν – Ευρωπαϊκού Ατομικού Συνταξιοδοτικού Προϊόντος (Ιούνιος 2017)
- **Έγκριση Πρότασης Κανονισμού PEPP από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο** (Απρίλιος 2019)

- Το 2020, η Επιτροπή θα συνεργαστεί με την ΕΑΑΕΣ (ΕΙΟΡΑ) επί εξουσιοδοτικών και εκτελεστικών πράξεων για την αποτελεσματική εφαρμογή του Κανονισμού PEPP (2019/1238/ΕΕ)
- Ο Κανονισμός PEPP θα αρχίσει να εφαρμόζεται 12 μήνες μετά τη δημοσίευση στην επίσημη εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης αυτών των πράξεων
- Τα πρώτα Παν – Ευρωπαϊκά Ατομικά Συνταξιοδοτικά Προϊόντα (ΠΕΑΣΠ) αναμένεται να εισέλθουν στην αγορά σε περίπου δύομισι έτη από την υπερψήφιση του κανονισμού

Διεύρυνση ευκαιριών για θεσμικούς επενδυτές και διαχειριστές κεφαλαίων

- Ολοκλήρωση διαβούλευσης για τα κύρια εμπόδια στη διασυνοριακή διανομή επενδυτικών κεφαλαίων (Οκτώβριος 2016)
- Προβλέπεται ανάπτυξη βέλτιστων πρακτικών, σχετικά με λογαριασμούς επένδυσης για αποταμιεύσεις, βάσει της σχετικής εμπειρίας των κρατών μελών και μια υπάρχουσα μελέτη σχετικά με τα σχήματα συνιδιοκτησίας και με εργαζομένους (employee share ownership systems)

Βάσει του χρονοδιαγράμματος έως το τέλος του 2019 στην Ενδιάμεση Αξιολόγηση του Σχεδίου Δράσης, για τα μέτρα τα οποία θα θέσουν σε ισχύ τα δομικά στοιχεία (building blocks) της Ένωσης Κεφαλαιαγορών, η επόμενη αξιολόγηση της εφαρμογής της θα πραγματοποιηθεί το 2020.

7. Παράρτημα Β – Ενσωμάτωση Ευρωπαϊκών οδηγιών στο Ελληνικό πλαίσιο

Οδηγία 2009/65/ΕΚ (σχετικά με τους ΟΣΕΚΑ)

Βασικά Περιεχόμενα Οδηγίας

- Προϋποθέσεις χορήγησης άδειας λειτουργίας ΟΣΕΚΑ ή ΑΕΔΑΚ με σκοπό τη διαχείριση ΟΣΕΚΑ (ύψος ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου, περιεχόμενο κανονισμού και καταστατικών εγγράφων κ.ά.)
- Υποχρεώσεις ΟΣΕΚΑ σχετικά με την επενδυτική πολιτική τους
- Προϋποθέσεις και διαδικασία λύσης ΟΣΕΚΑ / ανάκλησης της άδειας λειτουργίας μιας ΑΕΔΑΚ
- Αρμοδιότητες και υποχρεώσεις του θεματοφύλακα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου (πιστωτικό ίδρυμα, ΑΕΠΕΥ)
- Αρμοδιότητες Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως εποπτικής αρχής των ΟΣΕΚΑ και ΑΕΔΑΚ εγχωρίως

Οδηγία 2009/65/ΕΚ (σχετικά με τους ΟΣΕΚΑ)

Υποχρεώσεις ΟΣΕΚΑ σχετικά με την ενημέρωση των επενδυτών

Σύντομο έγγραφο με βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές	Ενημερωτικό δελτίο	Εξαμηνιαία - Ετήσια έκθεση	Προδιαγραφές για ανακοινώσεις - διαφημίσεις
<ul style="list-style-type: none">• Περιγραφή επενδυτικού σκοπού - επενδυτικής πολιτικής ΟΣΕΚΑ• Παρουσίαση προηγούμενων αποδόσεων ή σεναρίων απόδοσης• Έξοδα - προμήθειες - σχετικές επιβαρύνσεις• Σχέση κινδύνου και απόδοσης της επένδυσης κ.ά.)	<ul style="list-style-type: none">• Κατηγορίες στοιχείων ενεργητικού του ΟΣΕΚΑ• Κατά πόσον ο ΟΣΕΚΑ δύναται να διενεργεί πράξεις σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα• Εφόσον η καθαρή αξία του ενεργητικού είναι πιθανό να εμφανίσει υψηλή μεταβλητότητα, ρητή αναφορά η οποία επισύρει την προσοχή Σε αυτό το ενδεχόμενο	<ul style="list-style-type: none">• Ετήσια έκθεση: περιέχει ισολογισμό ή κατάσταση περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, αναλυτικό λογαριασμό εσόδων και δαπανών της χρήσης, έκθεση για τις δραστηριότητες της χρήσης και λοιπά στοιχεία τα οποία προβλέπονται σε σχετική απόφαση του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, βάσει σχετικών πρότυπων της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ. Η• Εξαμηνιαία έκθεση: πρέπει να περιέχει τουλάχιστον τα προβλεπόμενα στην προαναφερθείσα απόφαση της Ε.Κ.	<ul style="list-style-type: none">• Μεταξύ άλλων, η γνωστή φράση «οι ΟΣΕΚΑ δεν έχουν εγγυημένη απόδοση και οι προηγούμενες αποδόσεις δεν διασφαλίζουν τις μελλοντικές»

Οδηγία 2016/97/ΕΕ (Διανομή Ασφαλιστικών Προϊόντων)

Η Οδηγία αφορά, μεταξύ άλλων, σε:

Συνταξιοδοτικά προϊόντα τα οποία έχουν ως πρωταρχικό σκοπό την παροχή εισοδήματος στον επενδυτή κατά τη συνταξιοδότησή του, με δικαίωμα σε ορισμένες παροχές

Ατομικά συνταξιοδοτικά προϊόντα για τα οποία απαιτείται από την εθνική νομοθεσία χρηματοδοτική συνεισφορά του εργοδότη και στα οποία ο εργαζόμενος ή ο εργοδότης δεν έχει δυνατότητα επιλογής ως προς το συνταξιοδοτικό προϊόν ή τον πάροχο

Επίσημα αναγνωρισμένα επαγγελματικά συνταξιοδοτικά ταμεία

Οδηγία 2016/97/ΕΕ (Διανομή Ασφαλιστικών Προϊόντων)

Βασικά περιεχόμενα Οδηγίας

Επαγγελματικές - οργανωτικές προϋποθέσεις όσων απασχολούνται στη διανομή ασφαλιστικών προϊόντων (χρηματοοικονομική κατάσταση, επάρκεια γνώσεων, συνεχής επαγγελματική κατάρτιση)

Διαδικασία έγκρισης ασφαλιστικών προϊόντων (προϋποθέσεις):

- 1) Κατάλληλη στρατηγική για τη διανομή του προϊόντος.
- 2) Μέτρα διασφάλισης της διανομής του στην αγορά.
- 3) Τακτική επανεξέταση προϊόντων, σύμφωνα με τις ανάγκες της αγοράς.

Αρμοδιότητες Εποπτικής Αρχής για την τήρηση της Οδηγίας - Κυρώσεις και παραβιάσεις της

Ενημέρωση - Προστασία επενδυτών:

- 1) Προσυμβατικές υποχρεώσεις γνωστοποίησης πληροφοριών ασφαλιστικού διαμεσολαβητή ή όποιου διανέμει ασφαλιστικά προϊόντα και κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας.
- 2) Οι διανομείς οφείλουν να λαμβάνουν μέτρα αποτροπής σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ αυτών και συνδεδεμένων με αυτούς προσώπων με πελάτες τους, ή μεταξύ πελατών τους.
- 3) Διαδικασία αιτιάσεων κατά των διανομένων ασφαλιστικών προϊόντων.
- 4) Εξωδικαστική επίλυση διαφορών πελατών - διανομέων

Κανονισμοί - Οδηγίες μη ενσωματωμένες στο ελληνικό δίκαιο

□ Κανονισμός (ΕΕ) 1286/2014

Αφορά σε έγγραφα βασικών πληροφοριών για συσκευασμένα επενδυτικά προϊόντα προοριζόμενα για ιδιώτες επενδυτές και επενδυτικά προϊόντα βασιζόμενα σε ασφάλιση (PRIIPs). Περιλαμβάνει:

- Απαιτούμενη παρεχόμενη πληροφόρηση για τα επενδυτικά προϊόντα από τα Έγγραφα Βασικών Πληροφοριών (KIDs): βαθμός κινδύνου που ενέχουν, σενάρια απόδοσης και στοιχεία κόστους
- Προϋποθέσεις για την αναθεώρηση ή επανεξέταση των πληροφοριών των KIDs
- Προϋποθέσεις για τη διάθεση από τα υπόχρεα πρόσωπα ενός KID στον ιδιώτη επενδυτή εγκαίρως και προτού ο τελευταίος δεσμευτεί συμβατικά

□ Κανονισμός (ΕΕ) 2019/1238 (Πανευρωπαϊκό Ατομικό Συνταξιοδοτικό Προϊόν)

7. Παράρτημα Γ – Μακροοικονομικό Υπόδειγμα και Παραδοχές

Δυναμικό Στοχαστικό Μακροοικονομικό Υπόδειγμα Γενικής Ισορροπίας

- Global Integrated Monetary and Fiscal Model. Αναπτύχθηκε από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο για την μελέτη των επιπτώσεων μεταβολών στην δημοσιονομική και νομισματική πολιτική, και μεταβολών στην συμπεριφορά των ιδιωτών στην οικονομία
- Ισχυρή μικροοικονομική θεμελίωση
- Διαμέτρηση (calibration) στην Ελληνική οικονομία βασισμένη στα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στατιστικά στοιχεία εθνικών λογαριασμών

Στοιχεία

- Μέτρα για ασφαλιστικό: Αναλογιστικές προβολές, δημογραφικές και μακροοικονομικές παραδοχές από Εθνική Αναλογιστική Αρχή (προβολές 2015 και 2018)
- Μέτρα για τόνωση αγοράς Α/Κ: Ιστορικά στατιστικά στοιχεία αγοράς από Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, φορολογικά στοιχεία από ΑΑΔΕ

Περίοδος εξέτασης

- 2017-2060

Παραδοχές & Σενάρια προς εκτίμηση

- Πρόταση ΙΟΒΕ (2019) για το ασφαλιστικό σε συνδυασμό με φορολογικά κίνητρα σε νοικοκυριά για επενδύσεις σε Α/Κ εσωτερικού
- Παραδοχή ότι τουλάχιστον ένα μέρος των επενδύσεων των αποθεματικών από την ενίσχυση των κεφαλαιοποιητικών πυλώνων επενδύονται στην Ελλάδα (προσομοίωση για 50%)
- Παραδοχή ότι η πραγματική μέση ετήσια απόδοση των νέων επενδύσεων των αποθεματικών σύνταξης είναι 1% (ονομαστική 3%), και του ενεργητικού των Α/Κ είναι 2% (ονομαστική 4%). Προσομοίωση για εναλλακτική μέση ετήσια πραγματική απόδοση του ενεργητικού των Α/Κ με εύρος μεταξύ 1%, 2% και 3%.
- Υπόθεση για ευεργετική επίδραση ρευστότητας από μέτρα τόνωσης αγοράς Α/Κ. Κάθε 1 ευρώ νέας επένδυσης σε Α/Κ από εγχώριους αποταμιευτές αυξάνει τη συμμετοχή των ξένων κατά 0,50 ευρώ. Προσομοίωση για εναλλακτικό πολλαπλασιαστή ξένων επενδύσεων με εύρος μεταξύ 20%, 50% και 80%.
- Στο σενάριο των προτεινόμενων φορολογικών κινήτρων για τα Α/Κ, με βάση ιστορικά στοιχεία από εφαρμογή αντίστοιχων μέτρων παλαιότερα, υποθέτουμε μέσο επίπεδο νέων ετήσιων επενδύσεων ίσο με περίπου 0,22% του ΑΕΠ ή 400 εκατ. για την πρώτη διετία και μέσο επίπεδο 0,14% του ΑΕΠ για τα επόμενα έτη.