



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

Εθνικόν και Καποδιστριακόν Πανεπιστήμιον Αθηνών

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

ΕΝΙΑΙΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ : ΑΣΤΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2016-2017

Διπλωματική Εργασία

της *Ουρανίας Βεγιοπούλου*

A.M.: 7340010316001

«Η ΣΥΜΒΑΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ»

Επιβλέπων Καθηγητής: Ζαφείριος Τσολακίδης

Αθήνα, Νοέμβριος 2017

Copyright © [Ουρανία Βεγιοπούλου, 2017]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

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

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

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

I. Εισαγωγή	
Α) Έννοια, Αντικείμενο, Μορφές.....	5
Β) Η Σύγχρονη Θεωρία του Χαρτοφυλακίου (Modern Portfolio theory).....	9
II. Διάκριση από συγγενείς υπηρεσίες	
Α) Σύμβαση Χρηματιστηριακής Παραγγελίας.....	10
Β) Παροχή Επενδυτικών Συμβουλών.....	10
Γ) Συλλογική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου.....	11
Δ) Εμπιστευση Περιουσίας (Trust).....	12
ΣΤ) Παροχή Ενημέρωσης προς τους Επενδυτές.....	12
Ε) Εξουσία Εκτελεστή Διαθήκης (ΑΚ 2020 παρ. 2).....	13
III. Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου	
Α) Γενικές Πληροφορίες.....	14
Β) Νομική φύση- Περιεχόμενο.....	14
Γ) Τύπος.....	18
Δ) Υποχρεώσεις των συμβαλλομένων μερών:	
1. Υποχρεώσεις του διαχειριστή.....	18
2. Υποχρεώσεις του επενδυτή.....	23
IV. Διαχείριση χαρτοφυλακίου ως Επενδυτική Υπηρεσία	
Α) Πεδίο Εφαρμογής.....	24
Β) Αδειοδότηση και Υποχρεώσεις των Ανωνύμων Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ).....	27
Γ) Αποδέκτες Επενδυτικών Υπηρεσιών: «Επαγγελματίες Πελάτες», «Ιδιώτες Πελάτες» και «Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι».....	34
Δ) Οδηγίες για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID και MiFID II).....	37
V. Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ	
Α) Πληροφόρηση Πελατών και Δυννητικών Πελατών.....	39
Β) Αξιολόγηση Καταλληλότητας.....	39
Γ) Ενημέρωση Πελατών εντός πλαισίου Διαχείρισης Χαρτοφυλακίων.....	41
Δ) Βέλτιστη Εκτέλεση Εντολών.....	41
VI. Ευθύνη του διαχειριστή	

1. Γενικό καθήκον επιμέλειας και προστασίας των συμφερόντων των πελατών εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων.....	42
Α) Ευθύνη από Διαπραγματεύσεις.....	44
Β) Ενδοσυμβατική Ευθύνη.....	44
Γ) Αδικοπρακτική Ευθύνη.....	45
Δ) Ευθύνη από τις διατάξεις για την προστασία του καταναλωτή- Ευθύνη του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες (άρθρο 8 Ν 2251/1994).....	47
ΣΤ) Ρήτρες απαλλαγής από την ευθύνη εκ της διαχειρίσεως.....	50
VII. Το ζήτημα της άσκοπης διενέργειας συναλλαγών στις συμβάσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου (Churning).....	53
VIII. Λύση της σύμβασης.....	56
IX. Οι υποχρεώσεις του διαχειριστή μετά το πέρας της διαχείρισης χαρτοφυλακίου.....	58
X. Επίλογος – Προοπτικές.....	60
XI. Βιβλιογραφία	
1. Ελληνική.....	61
2. Ξένη.....	62
XII. Νομολογία	
1. Ελληνική.....	62
2. Ξένη.....	63

I. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

A) ENNOIA, ANTIKEIMENO, ΜΟΡΦΕΣ

Στον κατάλογο των επενδυτικών υπηρεσιών της Οδηγίας 2004/39/EK (Markets in Financial Instruments Directive, στο εξής MiFID) περιλαμβάνεται και η υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου («portfolio management»), η οποία εξειδικεύεται στους ορισμούς της Οδηγίας ως *«η διαχείριση, με εντολή του πελάτη και υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας για κάθε πελάτη, χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα»*.¹ Ίδιος είναι και ο ορισμός στο άρθρο 4 παρ.1 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II). Πρόκειται για μια υπηρεσία γνωστή στο κοινοτικό δίκαιο ήδη πριν την εισαγωγή της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, την οποία, με βάση τις ρυθμίσεις της δεύτερης τραπεζικής Οδηγίας (ως ίσχυε τότε) μπορούσαν να προσφέρουν μόνον πιστωτικά και χρηματοδοτικά ιδρύματα. Όμως, με την εισαγωγή της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ στους φορείς παροχής της υπηρεσίας αυτής προστέθηκαν και οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η δεύτερη τραπεζική οδηγία ήταν η Οδηγία 89/646/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 15^{ης} Δεκεμβρίου 1989 «για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικού ιδρύματος και την τροποποίηση της οδηγίας 77/780/ΕΟΚ», η οποία κωδικοποιήθηκε με την Οδηγία 2000/12/ΕΚ που με τη σειρά της καταργήθηκε από την Οδηγία 2006/48/ΕΚ. Η τελευταία καταργήθηκε πρόσφατα από την υφιστάμενη σήμερα Οδηγία 2013/36/ΕΚ «σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ», η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Ν 4261/2014.

Κατ' αντιστοιχία με τον ορισμό της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, ο Ν 3606/2007 στο άρθρο 4 παρ.1 στοιχ. δ ορίζει την διαχείριση χαρτοφυλακίου ως την επενδυτική υπηρεσία που συνίσταται στη διαχείριση, κατά τη διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ, χαρτοφυλακίων πελατών, στο πλαίσιο εντολής τους, που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Ως επενδυτική υπηρεσία, η διαχείριση χαρτοφυλακίου παρέχεται από ΕΠΕΥ που κατέχει σχετική άδεια.² Αντικείμενο της

¹ Βλ. *Αυγητίδης*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2014, σελ.93; *Καραγκουνίδης*, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007, σελ. 111; *Καρατζένης*, Διαχείριση χαρτοφυλακίου, Θ' Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 1999, σελ. 406; *Hattab*, De l'obligation de conseil des prestataires de services d'investissement, Press Universitaires de Strasbourg, 2006, σελ. 143

² ΠολΠρωτΘες 30440/2000, ΔΕΕ 2001, σελ. 177

διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι η παραγωγική διαχείριση περιουσιακών στοιχείων ενός επενδυτή (productive Vermögensverwaltung), τα οποία μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο συναλλαγών, όπως για παράδειγμα, μετρητά, ακίνητα, έργα τέχνης, καθώς και κάθε μορφής χρηματοπιστωτικά μέσα. Κατά άλλη διατύπωση, αντικείμενο της σύμβασης διαχείρισης είναι η διοίκηση ομάδας περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή.³ Η διαχείριση χαρτοφυλακίου ως επενδυτική υπηρεσία παρουσιάζει τρία βασικά χαρακτηριστικά:⁴

Πρώτον, αφορά τη διαχείριση χαρτοφυλακίων πελατών. Θα μπορούσε να περιγραφεί ως το σύνολο των πράξεων, στις οποίες προβαίνει πρόσωπο στο οποίο έχει ανατεθεί η επιμέλεια της περιουσίας ή μέρους περιουσίας τρίτου και οι οποίες αποβλέπουν στην εξυπηρέτηση του οικονομικού συμφέροντος του τρίτου. Η διαχείριση ιδίου χαρτοφυλακίου δεν αποτελεί, επομένως, επενδυτική υπηρεσία. Το γερμανικό ομοσπονδιακό διοικητικό δικαστήριο έκρινε, πάντως, ότι η δραστηριότητα του διαχειριστή αστικής εταιρείας με αντικείμενο τη διαχείριση των εισφορών των εταίρων της εταιρείας αυτής υπαγόταν λόγω της ειδικής διαμόρφωσης των καταστατικών όρων στην έννοια της διαχείρισης χαρτοφυλακίου.⁵ Το περιεχόμενο της διαχείρισης δεν εξαντλείται στην ουδέτερη άσκηση περιουσιακών δικαιωμάτων και στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων του δικαιούχου των περιουσιακών στοιχείων από τον διαχειριστή, αλλά επιπλέον, η συναλλακτική δραστηριότητα του δεύτερου πρέπει να αποβλέπει στο γενικότερο σκοπό εξυπηρέτησης του οικονομικού συμφέροντος του πρώτου. Χαρακτηρίζεται, επομένως, η διαχείριση από τον «σκοπό της ασφαλείας και κερδοφορίας του εξ ορισμού προσοδοφόρου αντικειμένου της».⁶ Ο σκοπός αυτός μπορεί να εξυπηρετείται είτε με αγορά περιουσιακών στοιχείων, όταν η τρέχουσα τιμή τους δημιουργεί εύλογη προσδοκία αποκόμισης κέρδους στο μέλλον, είτε με πώλησή τους σε συγκεκριμένο χρονικό σημείο, το οποίο επιλέγεται ως το πρόσφορο για την υλοποίηση κέρδους. Ο ίδιος σκοπός εξυπηρέτησης του οικονομικού συμφέροντος του δικαιούχου δεν αποκλείεται να εξυπηρετείται με την αποχή από κάθε συναλλακτική δραστηριότητα, όταν, για παράδειγμα, εξαιτίας συνθηκών που επικρατούν στη συγκεκριμένη αγορά εκτιμάται ότι η διακράτηση περιουσιακών στοιχείων και η μη ρευστοποίησή τους αποτελεί συμφέρουσα επιλογή ενόψει της πιθανότητας αποκόμισης μεγαλύτερου κέρδους (ή επέλευσης μικρότερης ζημίας) από παρόμοια συναλλαγή στο μέλλον.

³ Βλ. *Καρατζένης*, εις Το χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο, 2000, σελ.406

⁴ Βλ. *Τουντόπουλος*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, σελ.389-390

⁵ Βλ. BVerwG, NZG 2005, 265

⁶ Βλ. *Αυγητίδης*, ό.π., σελ. 94; Βλ. *Γεωργακόπουλος*, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, 1999, σελ. 344

Δεύτερον, αφορά τη διαχείριση της περιουσίας μεμονωμένου επενδυτή. Συλλογικές επενδύσεις (λ.χ. επενδύσεις που διενεργούνται από αμοιβαία κεφάλαια ή εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου) υπόκεινται σε ειδικούς κανόνες.⁷ Αυτό, εντούτοις, δεν σημαίνει ότι πράξεις διαχείρισης που γίνονται για περισσότερους επενδυτές (ομαδοποιημένες εντολές) εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της ρύθμισης.

Τρίτον, δεν υπάρχει περιορισμός ως προς τον αριθμό των προς διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων. Αρκεί να αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα.⁸ Σημειώνεται ότι τα μέσα πληρωμής δεν αποτελούν χρηματοπιστωτικά μέσα. Εντούτοις, κατά την ορθότερη άποψη καταλαμβάνεται από την υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και η κατάθεση χρημάτων προς επένδυσή τους από την ΕΠΕΥ. Μια διαφορετική ερμηνευτική προσέγγιση θα περιόριζε την επενδυτική αυτή υπηρεσία μόνο στις περιπτώσεις ήδη διαμορφωμένων επενδυτικών χαρτοφυλακίων. Ειδικά ως επενδυτική υπηρεσία για τους σκοπούς της Οδηγίας 2004/39/EK περιγράφεται εκείνη η μορφή διαχείρισης που περιορίζεται ως προς το αντικείμενό της, έτσι ώστε να περιλαμβάνει ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα από εκείνα που απαριθμούνται στο τμήμα Γ του παραρτήματος Ι της Οδηγίας και επαναλαμβάνονται στο άρθρο 5 του Ν 3606/2007. Δεν χρειάζεται, επομένως, το προς διαχείριση χαρτοφυλάκιο να αποτελείται αποκλειστικά από χρηματοπιστωτικά μέσα, αρκεί αυτό να περιέχει ένα ή περισσότερα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα του σχετικού καταλόγου. Έχει έτσι κριθεί ότι δεν εμπίπτει στην καλυπτόμενη επενδυτική υπηρεσία η διαχείριση επενδυτικού κεφαλαίου εντολέως που περιλαμβάνει μόνο χρήματα, την διαχείριση των οποίων αναλαμβάνει η ΕΠΕΥ, χωρίς η διαχείριση αυτή να διαλαμβάνει την εντολή διενέργειας και συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων.⁹

Τα παραπάνω εκτίθενται αναλυτικά στην απόφαση του Αρείου Πάγου 774/2014, η οποία συγκεκριμένα ορίζει ότι «μόνο η κατάθεση χρημάτων για επένδυση δεν δημιουργεί επενδυτική υπηρεσία διαχείρισης επενδυτικού χαρτοφυλακίου, η οποία, έχει ως περιεχόμενο έναν ή περισσότερους χρηματοπιστωτικούς τίτλους ... δεν εμπίπτει στις καλυπτόμενες επενδυτικές υπηρεσίες η διαχείριση επενδυτικού χαρτοφυλακίου, που περιλαμβάνει μόνο κατάθεση χρημάτων, χωρίς την ειδική εντολή του πελάτη προς διενέργεια από την ΕΠΕΥ για λογαριασμό του συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα και τίτλους ή προς παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στον ίδιο τομέα ... δεν υπάγεται στις καλυπτόμενες επενδυτικές υπηρεσίες η κατάθεση χρηματικού

⁷ Βλ. σχετικά ν.4099/2012

⁸ Βλ. *Αυγητίδης*, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, 2005, σελ.79

⁹ Βλ. ΑΠ 774/2014 (ΝΟΜΟΣ)

κεφαλαίου, προκειμένου να γίνει, κατά τη βούληση των μερών στο πλαίσιο σχετικής σύμβασης, διαχείριση αυτού από την ΕΠΕΥ μόνο (άσχετα με τυχόν τυπική πρόβλεψη διενέργειας επενδυτικών συναλλαγών σε κινητές αξίες) σε επενδύσεις με εγγυημένες σταθερές αποδόσεις, χωρίς επενδυτική διακινδύνευση με σκοπό το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος, και όχι με ειδική την εντολή να επενδυθεί το ποσό του χρηματικού κεφαλαίου, για λογαριασμό του εντολέα, σε συναλλαγές αγοράς και πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων ή άλλες συναφείς επενδυτικές συναλλαγές κινητών αξιών, στο πλαίσιο της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, στη διαφύλαξη του κύρους του οποίου και της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού».¹⁰

Στη συνέχεια, όσον αφορά στο κυρίαρχο στοιχείο της διακριτικής ευχέρειας, αξιοσημείωτη είναι η απόφαση του ΔικΕΕ, 21.11.2003, στην υπόθεση C 356/00, *Testa*, η οποία στην σκέψη 38 ορίζει ότι: «Κατ' αρχάς, η διαχείριση χαρτοφυλακίων πρέπει να πραγματοποιείται στο πλαίσιο εντολής με την οποία ένας επενδυτής εξουσιοδοτεί μια επιχείρηση επενδύσεων να λαμβάνει επενδυτικές αποφάσεις για λογαριασμό του. Περαιτέρω, τα χαρτοφυλάκια που υπόκεινται στη διαχείριση πρέπει να περιλαμβάνουν έναν ή περισσότερους από τους τίτλους που αφορά το τμήμα Β του παραρτήματος της οδηγίας 93/22, όπως είναι οι κινητές αξίες. Τέλος, η διαχείριση των χαρτοφυλακίων πρέπει να πραγματοποιείται υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας και ανά πελάτη. Το τελευταίο αυτό στοιχείο συνεπάγεται, όπως επισημαίνει η Επιτροπή, ότι η επιχείρηση επενδύσεων μπορεί να λαμβάνει αποφάσεις ασκώντας διακριτική ευχέρεια, σεβόμενη συγχρόνως τις επιλογές στρατηγικής του επενδυτή».

Πρόκειται για την τυπική περίπτωση διαχείρισης χαρτοφυλακίου η οποία είναι γνωστή ως *discretionary portfolio management* και την οποία λαμβάνει ως σημείο αναφοράς η Οδηγία 2004/39/EK και ο Ν 3606/2007 περιλαμβάνοντας ρητά το στοιχείο της διακριτικής ευχέρειας του διαχειριστή στο σχετικό ορισμό, ήτοι α. 4 παρ.1 στοιχ. 9 Οδηγίας 2004/39/EK και άρθρο 4 παρ.1 στοιχ. δ Ν 3606/2007. Στο πλαίσιο παροχής αυτής της μορφής υπηρεσίας, ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου, ενεργώντας εντός του αναγκαίου περιθωρίου διακριτικής ευχέρειας, αποφασίζει την απόκτηση και διάθεση επενδυτικών μέσων του πελάτη, με σκοπό να επιτύχει την καλύτερη δυνατή απόδοσή τους λαμβάνοντας υπόψη τις ανάγκες και τους επενδυτικούς στόχους του τελευταίου.¹¹ Το αποφασιστικό περιθώριο θεωρείται ότι υφίσταται, όταν η εξουσία διάθεσης δεν ανήκει αποκλειστικά στον επενδυτή. Κατ' άλλη άποψη, όταν ο διαχειριστής λαμβάνει επενδυτικές

¹⁰ Βλ. ΑΠ 774/2014 (ΝΟΜΟΣ)

¹¹ Βλ. *Αυγητίδης*, ό.π., σελ 97

αποφάσεις κατά τη διακριτική του ευχέρεια και κατά κανόνα χωρίς προηγούμενη συνεννόηση με τον επενδυτή ως προς την διενέργεια επιμέρους συναλλαγών.

Ως μορφή διαχείρισης χαρτοφυλακίου αναφέρεται, όμως, και εκείνη κατά την οποία ο διαχειριστής δεν απολαμβάνει τη διακριτική ευχέρεια εκτέλεσης των επενδυτικών αποφάσεων που ο ίδιος λαμβάνει, αλλά υποχρεούται να λάβει τη συναίνεση του επενδυτή πριν από την εκτέλεσή τους, ή και να υποδείξει απλά την εκτέλεσή τους στον επενδυτή. Ο τύπος αυτός διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι γνωστός ως non discretionary portfolio management και δύσκολα μπορεί να διακριθεί από την υπηρεσία παροχής επενδυτικών συμβουλών.¹² Ωστόσο, όπως θα αναλυθεί παρακάτω, είναι διαφορετική η διαχείριση, η οποία, κατά τη συμφωνία των μερών, συνοδεύεται από παροχή συμβουλών (gestion assistee ou conseillee).¹³ Όμως, ο τύπος αυτός διαχείρισης δεν θα μπορούσε να θεωρηθεί επενδυτική υπηρεσία, για τους σκοπούς της Οδηγίας 2004/39/EK και του Ν 3606/2007, γιατί απουσιάζει το στοιχείο της διακριτικής ευχέρειας, το οποίο κρίνεται ως αναγκαίο.

Περαιτέρω, έχει γίνει διάκριση ανάμεσα σε πληρεξουσιοδοτική και συμβουλευτική διαχείριση. Η πρώτη ορίζεται ως «χορηγούσα στον διαχειριστή πληρεξουσιότητα αλλαγής των αντικειμένων της διαχείρισης (όπου ο διαχειριστής έχει την εξουσία αγοράς και πώλησης χρεογράφων, μεριδίων κλπ.), ενώ η δεύτερη ως «μη χορηγούσα πληρεξουσιότητα στην οποία ο διαχειριστής συμβουλεύει τον πελάτη του την κατά την κρίση του διενέργεια των ορθών πράξεων διαχείρισης».¹⁴

B) Η ΣΥΧΡΟΝΗ ΘΕΩΡΙΑ ΤΟΥ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (MODERN PORTFOLIO THEORY)

Ο οικονομολόγος Harry Markowitz ήταν ο πρώτος που ασχολήθηκε σε βάθος με τη σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου (Modern Portfolio theory) και με τη δημοσίευσή του “Portfolio Selection” το 1952 άνοιξε το δρόμο για την περαιτέρω έρευνα και ανάπτυξη αυτής, ενώ το 1990 έλαβε το Νόμπελ Οικονομικών για την έρευνά του στο θέμα αυτό.¹⁵ Κατά τη θεωρία αυτή, όλοι οι επενδυτές θα έπρεπε να οργανώνουν κατ’ όμοιο τρόπο τα μέρη της περιουσίας τους τα οποία ενέχουν κινδύνους (διασπορά χαρτοφυλακίου).¹⁶ Η διαχείριση χαρτοφυλακίου και συγκεκριμένα άυλων χρηματοπιστωτικών τίτλων εμφανίζεται, τουλάχιστον στην ευρωπαϊκή ήπειρο, τη δεκαετία του 1970. Παράλληλα, η παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίου και χρήματος οδήγησε στην

¹² Βλ. Vauplane & Bornet, Droit des Marches Financiers, 1998, σελ. 271

¹³ Βλ. Vauplane & Bornet, ό.π., σελ. 272

¹⁴ Βλ. Γεωργακόπουλος, ό.π., σελ. 344-345

¹⁵ Βλ. ειδικότερα τη δημοσίευση “Portfolio Selection” στο Journal of Finance, Μάρτιος 1952; Βλ. Μητσιόπουλος, σελ. 183

¹⁶ Βλ. Καρατζένης, ό.π., σελ. 408

ανάγκη δημιουργίας νέων επενδυτικών μέσων. Η αποτελεσματική διαχείριση τέτοιων χρηματοοικονομικών μέσων απαιτεί φυσικά την αντίστοιχη εμπειρία και υψηλό τεχνολογικό υπόβαθρο εκείνων που την αναλαμβάνουν. Το είδος των παρεχομένων σε κάθε επενδυτή υπηρεσιών εξαρτάται κατά κανόνα από το ύψος του επενδύμενου κεφαλαίου. Εν είδει παραδείγματος αναφέρονται τα μεγέθη της ελβετικής αγοράς. Επενδυτές οι οποίοι διαθέτουν κεφάλαιο μέχρι 150.000 ΕΥΡΩ κατευθύνονται μέσω του retail banking σε επενδύσεις επί αμοιβαίων κεφαλαίων, αξιοποιούν, δηλαδή, τις δυνατότητες της συλλογικής διαχείρισης. Επενδυτές των οποίων το υπό επένδυση κεφάλαιο κυμαίνεται μεταξύ 150.000 και 500.000 ΕΥΡΩ είτε επενδύουν σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων είτε δίδουν απευθείας εντολές για κατάρτιση συναλλαγών επί κινητών αξιών, αφού έχουν προηγουμένως λάβει επενδυτικές συμβουλές. Η ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου επιφυλάσσεται σε επενδυτές των οποίων το χαρτοφυλάκιο υπερβαίνει τα 500.000 ΕΥΡΩ. Στην πράξη, η ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου απευθύνεται σε πελάτες με διαθέσιμα κεφάλαια άνω των 500.000 ΕΥΡΩ, ενώ για χαμηλότερα ποσά οι επενδυτές μπορούν να απευθύνονται σε κάποια άλλη μορφή διαχείρισης, συνήθως υπό τη μορφή των ΟΣΕΚΑ.¹⁷

II. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΑΠΟ ΣΥΓΓΕΝΕΙΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Αν και η υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει στοιχεία τα οποία συναντώνται και σε άλλες επενδυτικές υπηρεσίες, η διάκρισή της από αυτές είναι, στις περισσότερες τουλάχιστον περιπτώσεις, προφανής. Διακρίνουμε λοιπόν την διαχείριση χαρτοφυλακίου από τις παρακάτω υπηρεσίες:

A) ΣΥΜΒΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ ΠΑΡΑΓΓΕΛΙΑΣ

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου διαφοροποιείται από την υπηρεσία εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών κατά το ότι στη διαχείριση χαρτοφυλακίου την απόφαση κατάρτισης συναλλαγής τη λαμβάνει ο ίδιος ο διαχειριστής. Στη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας ο ένας συμβαλλόμενος (Μέλος του Χρηματιστηρίου) αναλαμβάνει την υποχρέωση να εκτελέσει έναντι αμοιβής (προμήθεια) την παραγγελία του αντισυμβαλλομένου του πελάτη (Επενδυτή – Παραγγελέα) προς αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών πραγμάτων καταρτίζοντας την κύρια χρηματιστηριακή σύμβαση στο δικό του όνομα αλλά για λογαριασμό του πελάτη του ως αντιπρόσωπός του. Σημειώνεται ότι η επιβληθείσα στην πρακτική κατάρτιση σύμβασης παροχής

¹⁷ Βλ. Καρατζένης, ό.π., σελ. 409

επενδυτικών υπηρεσιών μεταξύ Εταιρίας και επενδυτή για την εκτέλεση από την πρώτη εντολών του δεύτερου για την διενέργεια χρηματιστηριακών συναλλαγών εμφανίζει μεν ένα στοιχείο διάρκειας παρόμοιο με τη σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου, το οποίο όμως δεν αλλοιώνει τον χαρακτήρα της ως σύμβασης πλαισίου που διέπει κάθε ad hoc καταρτιζόμενη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας.

Β)ΠΑΡΟΧΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΥΜΒΟΥΛΩΝ

Διαφορετική είναι η διαχείριση, η οποία, κατά τη συμφωνία των μερών, συνοδεύεται από παροχή συμβουλών (gestion assistee ou conseillee). Η παροχή επενδυτικών συμβουλών ομοιάζει με την διαχείριση χαρτοφυλακίου κατά το ότι και οι δύο υπηρεσίες αποβλέπουν στην υποστήριξη του επενδυτή στην διοίκηση της περιουσίας του και παρουσιάζουν σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό ένα στοιχείο διάρκειας. Διαφέρει όμως από την διαχείριση χαρτοφυλακίου κατά το ότι ο σύμβουλος δεν είναι εξουσιοδοτημένος να προβαίνει σε πράξεις διάθεσης του επενδυτικού χαρτοφυλακίου. Ο σύμβουλος παρέχει μόνον συμβουλές, ενώ τις συγκεκριμένες επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνει ο επενδυτής. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών προσανατολίζεται, τέλος, σε επιμέρους επενδυτικές αποφάσεις του επενδυτή, ενώ η διαχείριση χαρτοφυλακίου έχει ως περιεχόμενο την ανάληψη της υποχρέωσης διαρκούς επιμέλειας της περιουσίας του επενδυτή.¹⁸

Θα πρέπει, επομένως, να γίνει δεκτό ότι, ανεξάρτητα από την δυνατότητα διαμόρφωσης της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου έτσι ώστε άλλοτε να προσεγγίζει τη **σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας** άλλοτε τη **σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών** και άλλοτε να δανείζεται στοιχεία και των δύο παραπάνω εννόμων σχέσεων, ως διαχείριση χαρτοφυλακίου για τους σκοπούς της Οδηγίας 2004/39/EK και του Ν 3606/2007, ως υπηρεσία, δηλαδή, η οποία μπορεί να παρασχεθεί με τα προνόμια της ελευθερίας παροχής και της ελευθερίας εγκατάστασης, θα πρέπει να θεωρηθεί μόνον εκείνη η οποία ασκείται υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας του διαχειριστή.

Γ)ΣΥΛΛΟΓΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η διαχείριση επενδυτικού χαρτοφυλακίου πελατών, σε **ατομική** βάση, θα πρέπει να διακριθεί από τη **συλλογική** διαχείριση χαρτοφυλακίου, η οποία δεν συγκαταλέγεται στις επενδυτικές υπηρεσίες του Ν 3606/2007 αλλά έχει αποτελέσει αντικείμενο ειδικότερης ρύθμισης, προφανώς εξαιτίας των ιδιαιτεροτήτων της και κυρίως εξαιτίας των κινδύνων που εγκυμονεί για τους ιδιώτες

¹⁸ Βλ. Καρατζένης, ό.π., σελ.414-415

επενδυτές η έμμεση σχέση τους με τα τελικά αντικείμενα επένδυσης. Συγκεκριμένα, η συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου ρυθμίζεται με στις διατάξεις της Οδηγίας 2009/65/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 13^{ης} Ιουλίου 2009 «για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)», η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική νομοθεσία με το Ν 4099/2012, καταργώντας τις διατάξεις των άρθρων 1-47 Ν 3283/2004 για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων. Συλλογική, κατεξοχήν, είναι η διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία συγκροτούν ομάδα περιουσίας πολλών δικαιούχων, με αναγνώριση σε αυτούς του δικαιώματος ελεύθερης, κατά κανόνα, εξόδου.¹⁹ Η διαφορά αυτής της μορφής διαχείρισης από την ατομική διαχείριση ως επενδυτική υπηρεσία συνίσταται, μεταξύ άλλων, στην αυστηρή νομοθετική τυποποίηση των σχέσεων μεταξύ επενδυτών και συλλογικού διαχειριστή, στη νομοθετική επιβολή διασποράς επενδύσεων, καθώς και σε άλλους διαχειριστικούς περιορισμούς, οι οποίοι αποβλέπουν στην εξυπηρέτηση του γενικότερου συμφέροντος της ομάδας των επενδυτών.

Δ) ΕΜΠΙΣΤΕΥΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ (TRUST)

Ακόμη, στο βαθμό που με τη σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου ο διαχειριστής αναλαμβάνει, έναντι ανταλλάγματος, τη διοίκηση περιουσίας προς όφελος του πελάτη του, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να θεωρηθεί μορφή σύμβασης **«εμπίστευσης περιουσίας»**.²⁰ Trust (εμπίστευμα) υπάρχει «όταν ένα πρόσωπο, που αποκαλείται *trustee*, αναλαμβάνει την υποχρέωση να διοικεί ορισμένα περιουσιακά αντικείμενα που έχει τυπικά την κυριότητά τους προς όφελος ενός ή περισσότερων άλλων προσώπων, των *beneficiaries*, ή για την εκπλήρωση ενός σκοπού».²¹ Ειδοποιός, όμως, διαφορά των συμβάσεων διαχείρισης που διέπονται από το ελληνικό δίκαιο από αντίστοιχες συμβάσεις που διέπονται από δίκαια που αναγνωρίζουν το θεσμό της εμπίστευσης (trust), αποτελεί ο περιορισμός του διαχειριστή να ενεργεί αποκλειστικά ως πληρεξούσιος ή εντολοδόχος, να ενεργεί δηλαδή στο όνομα του πληρεξουσίου ή εντολέα του.²²

ΣΤ) ΠΑΡΟΧΗ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ

Διακρίνεται περαιτέρω η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου από την παροχή ενημέρωσης του επενδυτή, προκειμένου να διαμορφώσει τις επενδυτικές επιλογές του. Χαρακτηριστικό παράδειγμα παροχής ενημέρωσης σε επενδυτή αποτελεί η θέση στην διάθεσή του τεχνικών

¹⁹ Βλ. Γεωργακόπουλος, ό.π., σελ. 104

²⁰ Βλ. Γεωργακόπουλος, Εγχειρίδιο εμπορικού δικαίου, τόμ.2, τεύχ. 2, έκδ. β', 1999, σελ.461

²¹ Βλ. Δεληγιάννη – Δημητράκου, Trust & Καταπίστευση, Συγκριτική θεώρηση, έκδ. β, 2002, σελ.24-25

²² Βλ. Γεωργακόπουλος, ό.π., σελ.458

αναλύσεων για χρηματοπιστωτικά μέσα. Η παροχή ενημέρωσης προς επενδυτές δεν συνιστά επενδυτική, τραπεζική ή χρηματοδοτική υπηρεσία. Αναλόγως του είδους των συναλλακτικών σχέσεων η παροχή ενημέρωσης μπορεί να αποτελεί οικειοθελή παροχή της Επιχείρησης Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών προς τους επενδυτές (π.χ. στο πλαίσιο της σύμβασης χρηματιστηριακής παραγγελίας), παρεπόμενη υποχρέωση στο πλαίσιο σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (π.χ. στο πλαίσιο σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου) ή αντικείμενο αυτοτελούς σύμβασης χωρίς νομοθετικούς περιορισμούς ως προς το πρόσωπο του παρέχοντα αυτές.

Ε)ΕΞΟΥΣΙΑ ΕΚΤΕΛΕΣΤΗ ΔΙΑΘΗΚΗΣ (ΑΚ 2020 παρ. 2)

Τέλος, η εξουσία του διαχειριστή παρουσιάζει μερική ομοιότητα με την εξουσία του εκτελεστή διαθήκης. Κατά το άρθρο 2020 παρ. 2 ΑΚ, ο εκτελεστής διαθήκης έχει δικαίωμα να επιχειρήσει κάθε πράξη την οποία ρητά επέτρεψε ο διαθέτης ή είναι απαραίτητη για την εκτέλεση των διατάξεών του καθώς και να διαχειρίζεται με τους ίδιους όρους την κληρονομία είτε ολόκληρη είτε κατά ένα μέρος της. Εντούτοις η εξουσία του εκτελεστή παρουσιάζει διαφορές από την εξουσία του διαχειριστή, αφού η διαχείριση της περιουσίας από τον πρώτο συνιστά μέρος μόνον των καθηκόντων του και ο ίδιος δεν ορίζεται από τον δικαιούχο των περιουσιακών στοιχείων, αλλά από τον κληρονομούμενο.²³

Παρά αυτόν τον διαχωρισμό από τις υπόλοιπες επενδυτικές υπηρεσίες, δεν μπορεί να γίνει λόγος για ενιαίο εννοιολογικό ορισμό της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Υπό ευρεία έννοια, η σύμβαση αυτή περιλαμβάνει όλες τις δραστηριότητες που έχουν και την παραμικρή, έστω και απομακρυσμένη σχέση με την επένδυση κεφαλαίων ιδιωτικών και θεσμικών επενδυτών. Ορθότερα, θα μπορούσε να οριστεί η διαχείριση χαρτοφυλακίου ως η φροντίδα κάθε περιουσιακής διάθεσης των ιδιωτικών καθώς και των θεσμικών επενδυτών, υπό τη μορφή των περιουσιακών στοιχείων και απαιτήσεων με την εκτέλεση αυτών των καθηκόντων από έναν εξουσιοδοτημένο διαχειριστή. Υπό την ίδια ευρεία έννοια, η διαχείριση χαρτοφυλακίου μπορεί καταρχήν να αναφέρεται σε περιουσιακά στοιχεία οποιουδήποτε είδους και οποιασδήποτε αξίας (asset management – Vermögensverwaltung). Συμπεριλαμβάνεται στον ορισμό αυτό ως εκ τούτου η διαχείριση ακινήτων, αξιογράφων, εταιρικών συμμετοχών, μεριδίων σε (κλειστά) επενδυτικά κεφάλαια, ευγενών μετάλλων, έργων τέχνης, αρχαιοτήτων, νομισμάτων, καθώς και η επένδυση σε τέτοιου είδους περιουσιακά κεφάλαια. Η εν στενή έννοια διαχείριση χαρτοφυλακίου (portfolio management – Finanzportfolioverwaltung) αφορά κυρίως σε άυλους τίτλους και χρηματοπιστωτικά

²³ Βλ. Καρατζένης, ό.π., σελ. 417

προϊόντα που αποτελούν αντικείμενο συναλλαγής είτε στην οργανωμένη αγορά, είτε εξωρηματιστηριακά. Αντικείμενο της παρούσας μελέτης αποτελεί η εν στενή εννοία διαχείριση χαρτοφυλακίου, και μάλιστα όπως αυτή αναφέρεται στο τμήμα Α του παραρτήματος Ι της MiFID και στο άρθρο 4 παρ. 1 στοιχ. (δ) του ν. 3606/2007.

IV. Η ΣΥΜΒΑΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Α) ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου αποτελεί θεμέλιο της έννομης σχέσης μεταξύ διαχειριστή και επενδυτή. Αποτελεί γέννημα των συναλλαγών, το οποίο διαρκώς μεταλλάσσεται και λαμβάνει διαφορετική τυπολογική μορφή. Η απόπειρα ένταξης μιας τέτοιας σύμβασης στα στενά και πολλές φορές δογματικά πλαίσια των γνωστών συμβατικών τύπων του αστικού δικαίου, καθίσταται απρόσφορη στο βαθμό που οι εκάστοτε εφαρμοστέες διατάξεις θα κριθούν όχι τόσο με βάση τον αυστηρό προσδιορισμό της σύμβασης, αλλά με βάση το συγκεκριμένο περιεχόμενό της, όπως αυτό διαμορφώθηκε από τη βούληση των μερών και ερμηνεύεται όπως απαιτούν η καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη (200, 288 Α.Κ.) καθώς και οι σχετικοί κανόνες συμπεριφοράς που προβλέπονται στο άρθρο 25 Ν 3606/2007 και εξειδικεύονται στην υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.²⁴ Χρήσιμες πηγές αποτελούν επίσης οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ. Οι υποχρεώσεις που οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ εισάγουν ενδέχεται να δημιουργήσουν συναλλακτικά ήθη, τα οποία μέσω των γενικών ρητρών του Αστικού Κώδικα μπορεί να αποτελέσουν περιεχόμενο των συμβατικών σχέσεων ΑΕΠΕΥ και επενδυτών.

Β) ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ- ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ

Σε ό, τι αφορά την εσωτερική σχέση μεταξύ διαχειριστή και τρίτου, καθίσταται αντιληπτό ότι η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι επιδεκτική ad hoc διαμορφώσεων προς ποικίλες κατευθύνσεις, οι οποίες καθιστούν εξαιρετικά δυσχερή τον εκ των προτέρων ακριβή προσδιορισμό της νομικής φύσης της. Σε κάθε περίπτωση, από πλευράς εμπορικού δικαίου η ένταξη της διαχείρισης χαρτοφυλακίου στις «επιχειρήσεις» πρακτορείας δεν αμφισβητείται εφόσον αποτελεί τυπική περίπτωση «*επ' αμοιβή αναλήψεως της μερίμνης δι' υποθέσεις τρίτων*».²⁵ Με κριτήριο τη

²⁴ Βλ. *Αυγητίδης*, ό.π., σελ.96

²⁵ Βλ. *Τσιριντάνης*, Στοιχεία εμπορικού δικαίου, τεύχ. Α, 1962, σελ. 64 ; βλ. *Περάκη*, Γενικό μέρος του εμπορικού δικαίου, 2011, σελ.83-84

φύση των εκατέρωθεν αναλαμβανομένων δικαιωμάτων και υποχρεώσεων η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως διαρκής, ενοχική, αμφοτεροβαρής σύμβαση. Οι σχετικές κανονιστικές ρυθμίσεις δεν απαιτούν, βέβαια, συγκεκριμένη χρονική διάρκεια παροχής της υπηρεσίας. Εντούτοις, σε πρακτικό επίπεδο η στιγμιαία διαχείριση χαρτοφυλακίου από τον παρέχοντα την επενδυτική υπηρεσία δύσκολα θα μπορούσε να γίνει νοητή.

Η νομική φύση της σύμβασης διαχείρισης λοιπόν, είναι αμφισβητούμενη. Κατά την κρατούσα στη νομολογία άποψη πρόκειται για σύμβαση (έμμισθης) εντολής.²⁶ Η αμοιβή του διαχειριστή ρυθμίζεται συμβατικά, μπορεί δε να υπολογίζεται είτε με βάση σταθερό μέγεθος (ποσοστό επί της αξίας του υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου) είτε να είναι κυμαινόμενη (ποσοστό επί του κέρδους που επιτυγχάνει ο διαχειριστής). Κατ' άλλη άποψη, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου αντιμετωπίζεται ως σύμβαση ανεξάρτητων υπηρεσιών του 648 ΑΚ ή ως σύμβαση έργου. Ανεξάρτητα, όμως, από τη νομική φύση της σύμβασης διαχείρισης, γίνεται δεκτό, τόσο στη θεωρία όσο και στη νομολογία, ότι βασική υποχρέωση του διαχειριστή είναι να διαχειρίζεται την περιουσία του επενδυτή με βάση τους όρους της σύμβασης που τον συνδέουν με τον επενδυτή και σύμφωνα με τους γενικότερους κανόνες της οικονομικής επιστήμης. Όπως συχνά παρατηρείται, ο διαχειριστής δεν έχει υποχρέωση να επιτύχει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό αποτέλεσμα, είναι, όμως, υποχρεωμένος να καταβάλλει τις αντίστοιχες προσπάθειες για την επίτευξη επωφελούς αποτελέσματος για τον επενδυτή.²⁷ Εξάιρεση πρέπει να γίνει δεκτή στις συμβάσεις διαχείρισης στις οποίες ο διαχειριστής εγγυάται την επίτευξη συγκεκριμένου αποτελέσματος.

Στο βαθμό που τόσο η Οδηγία 2004/39/EK όσο και ο Ν 3606/2007 και οι κατ' εξουσιοδότησή του εκδοθείσες αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς παραλείπουν να καθορίσουν το ελάχιστο περιεχόμενο της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή, σε κάθε περίπτωση, το καθορίζουν αφαιρετικά ως «*διαχείριση, με εντολή του πελάτη και υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας για κάθε πελάτη, χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα*», ακριβής νομικός χαρακτηρισμός που να διεκδικεί απόλυτη τυπολογική ακρίβεια δεν μπορεί να δοθεί. Ορθότερος φαίνεται ο χαρακτηρισμός της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου ως μεικτής σύμβασης, σύμβασης δηλαδή της οποίας τα τυπολογικά χαρακτηριστικά απαντώνται σε διαφορετικούς συμβατικούς τύπους, ήτοι στην σύμβαση εντολής, στην σύμβαση έργου και στην

²⁶ Βλ. ΕφΑθ 3989/2011, ΔΕΕ 2012, σελ.47 ; ΠολΠρωτΚερκ 75/2005 (ΝΟΜΟΣ) ; ΠολΠρωτΘες 30440/2000, ΔΕΕ 2001, σελ.177 ; ΜονΠρωτΑθ 2115/2002, ΕΕμπΔ 2003, σελ.127 ; βλ. Παπαντώνη, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, 2000, σελ.118 επ.

²⁷ Βλ. Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 391

σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών. Στην σύμβαση εντολής όπως και στη σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι έντονη η σχέση προσωπικής εμπιστοσύνης μεταξύ των μερών και ο εμπιστευτικός αυτός χαρακτήρας επηρεάζει τις υποχρεώσεις, την ευθύνη των μερών καθώς και τη λύση της σύμβασης. Η διαχείριση έχει παραγωγικό αίτιο την εντολή, καθόσον στηρίζεται σε αυτήν και αποτελεί την εκτέλεση της σύμβασης εντολής που συνδέει τον επενδυτή-εντολέα, κύριο ενσώματων ή άυλων τίτλων, με τον διαχειριστή εντολοδόχο. Στη σύμβαση έργου (ΑΚ 681) ο ένας συμβαλλόμενος αναλαμβάνει την υποχρέωση να εκτελέσει το έργο και ο άλλος να καταβάλει τη συμφωνημένη αμοιβή, όπως και στη σύμβαση διαχείρισης ο διαχειριστής αναλαμβάνει έναντι αμοιβής την υποχρέωση να διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο του πελάτη του. Έργο είναι το αποτέλεσμα της δραστηριότητας του εργολάβου και των μέσων που αυτός διαθέτει, μπορεί δε να είναι οποιασδήποτε φύσεως (υλικής ή μη). Στη σύμβαση διαχείρισης, όπως αναλύθηκε παραπάνω ο διαχειριστής δεν έχει υποχρέωση να επιτύχει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό αποτέλεσμα, είναι, όμως, υποχρεωμένος να καταβάλλει τις αντίστοιχες προσπάθειες για την επίτευξη επωφελούς αποτελέσματος για τον επενδυτή, με εξαίρεση τις συμβάσεις διαχείρισης στις οποίες ο διαχειριστής εγγυάται την επίτευξη συγκεκριμένου αποτελέσματος. Με την σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών ομοιάζει στο ότι η δραστηριότητα του διαχειριστή συνίσταται στην έναντι αμοιβής διεξαγωγή υποθέσεων τρίτου προσώπου προς το συμφέρον αυτού. Συγκεκριμένα, ο διαχειριστής αναλαμβάνει την υποχρέωση να διαχειρίζεται παραγωγικά την περιουσία του επενδυτή για λογαριασμό αυτού και δεν ευθύνεται για την αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου, αλλά οφείλει μόνο την καλή εκτέλεση των πράξεων διαχείρισης.²⁸ Επομένως, έστω και κατά προσέγγιση, η ένταξη της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε έναν από τους παραπάνω συμβατικούς τύπους μπορεί να αποτελέσει μόνον αποτέλεσμα *ad hoc* εκτίμησης, με εξεύρεση των στοιχείων εκείνου του τύπου σύμβασης που υπερισχύουν έναντι των άλλων στη συγκεκριμένη περίπτωση.²⁹

Ο διαχειριστής στο πλαίσιο της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του επενδυτή προβαίνει στην εκτέλεση συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων. Η εκτέλεση των συναλλαγών αυτών δεν έχει ως βάση συγκεκριμένες εντολές ή παραγγελίες ενός επενδυτή αλλά τη γενική σύμβαση διαχείρισης, στο πλαίσιο της οποίας ο διαχειριστής εξουσιοδοτείται να διαχειρίζεται κατά τη διακριτική του ευχέρεια (*Entscheidungsspielraum*)³⁰ περιουσιακά στοιχεία του επενδυτή. Στο πλαίσιο αυτό ο επενδυτής δύναται να παρέχει στο διαχειριστή γενικές οδηγίες ή κατευθύνσεις. Σε περίπτωση που ο

²⁸ Βλ. *Καρατζένης*, ό.π., σελ.417-418

²⁹ Βλ. *Αυγητίδης*, ό.π., σελ. 96

³⁰ Βλ. *ΔικΕΕ*, 21.11.2003, C 356/00, *Testa*, σκ.38

παρέχων την υπηρεσία δεν έχει διακριτική ευχέρεια κατά την κατάρτιση συναλλαγών, αλλά υποχρεούται να λάβει τη συναίνεση του επενδυτή πριν από κάθε συναλλαγή, δεν θα πρόκειται για την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, αλλά ενδεχομένως της παροχής επενδυτικών συμβουλών.

Ο τρόπος με τον οποίο εμφανίζεται εξωτερικά ο διαχειριστής δεν συνδέεται με την έννοια της διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Στις χώρες του κοινοδικαίου ο διαχειριστής εμφανίζεται συνήθως ως εμπιστευματοδόχος. Στον θεσμό του αγγλικού trust προσιδιάζει η καταπιστευτική μορφή διαχείρισης χαρτοφυλακίου, στην οποία ο κύριος των πραγμάτων μεταβιβάζει την κυριότητα αυτών στον διαχειριστή ως καταπιστευματοδόχο και ο τελευταίος διαθέτει αυτά ιδίω ονόματι, ενώ οι οικονομικές συνέπειες επέρχονται στο πρόσωπο του επενδυτή. Στην ελληνική έννομη τάξη, ο θεσμός της εμπίστευσης δεν αναγνωρίζεται. Για το λόγο αυτό ο διαχειριστής εμφανίζεται ως πληρεξούσιος του επενδυτή.³¹ Συγκεκριμένα, στην πληρεξουσιοδοτική διαχείριση, ο κύριος των περιουσιακών στοιχείων διατηρεί σε μία τράπεζα ένα χαρτοφυλάκιο άυλων τίτλων. Εξουσιοδοτεί δε τον διαχειριστή να διαθέτει τους τίτλους αυτούς στο όνομα και για λογαριασμό του κυρίου ως άμεσος αντιπρόσωπος. Σε περίπτωση που ο διαχειριστής είναι η ίδια η τράπεζα, ο εξουσιοδοτών θα πρέπει παράλληλα να επιτρέψει ρητά τις δικαιοπραξίες διαχείρισης, ειδάλλως αυτές θα εμπίπτουν στην απαγόρευση αυτοσύμβασης του ΑΚ 235. Σε κάθε περίπτωση, ο επενδυτής διατηρεί την κυριότητα επί των πραγμάτων.

Ανεξάρτητα όμως από την σχέση της άμεσης αντιπροσώπευσης, βασική προϋπόθεση για την παροχή υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, όπως έχει επισημανθεί, είναι η διενέργεια πράξεων διαχείρισης. Διαφορετικά, δεν πρόκειται για την παροχή αυτής της επενδυτικής υπηρεσίας. Χαρακτηριστική είναι η απόφαση 4212/2014 ΕφΑθ, η οποία αναλύει μια περίπτωση άμεσης αντιπροσώπευσης με έλλειψη του στοιχείου της διαχείρισης. Στην συγκεκριμένη απόφαση, «η ενάγουσα και ο δεύτερος εναγόμενος συνδέονταν με σχέση άμεσης αντιπροσώπευσης, στο πλαίσιο της οποίας ο δεύτερος εναγόμενος, ως άμεσος αντιπρόσωπος της ενάγουσας, μεταξύ άλλων έδινε προς την πρώτη εναγομένη την εντολή για την κατάρτιση χρηματιστηριακών συναλλαγών στο όνομα της ενάγουσας, στο πρόσωπο της οποίας επέρχονταν αμέσως τα έννομα αποτελέσματα των οικείων συμβάσεων για τις χρηματιστηριακές συναλλαγές (αγορά και πώληση μετοχών κ.λπ.), ενώ ο δεύτερος εναγόμενος αντλούσε την εξουσία του προς αντιπροσώπευση της ενάγουσας από τη μονομερή απευθυντέα δικαιοπραξία (πληρεξουσιότητα) που δόθηκε με τη δήλωση της ενάγουσας

³¹ Βλ. Τουντόπουλος, ό.π., σελ 392

προς την πρώτη εναγομένη, ως το τρίτο πρόσωπο, με το οποίο επιχειρείται η δικαιοπραξία (άρθρο 217 εδ. α του ΑΚ - εξωτερική πληρεξουσιότητα), η οποία -πληρεξουσιότητα- είχε ως αιτία την εσωτερική (βασική) έννομη σχέση που συνέδεε την ενάγουσα και το δεύτερο εναγόμενο και που συνιστούσε απλώς πραγματική σχέση, χωρίς δηλαδή να στηρίζεται σε σύμβαση (π.χ. εντολής, εταιρίας, εργασίας κ.λπ.) που να έχει καταρτιστεί μεταξύ των μερών αυτών, ενόψει των σχέσεων και επαφών των μερών που μνημονεύονται προηγουμένως στο σκεπτικό της απόφασης αυτής». Στην περίπτωση αυτή λοιπόν, ο εναγόμενος λειτουργούσε μόνο ως αντιπρόσωπος της ενάγουσας στο πλαίσιο της άμεσης αντιπροσώπευσης. Στη συνέχεια, η απόφαση ορίζει ότι «δεν υπήρξε αθέμιτη απόκρυψη της τυπικής και τις ουσιαστικής αδυναμίας του φυσικού πρόσωπου να προβεί στη διαχείριση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου, δεδομένου ότι σε τέτοια ενημέρωση δεν είχαν την υποχρέωση να παρέχουν οι εναγόμενοι, με βάση είτε τη σύμβαση, είτε το νόμο, είτε την καλή πίστη, ούτε πριν και κατά την κατάρτιση της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, αλλά ούτε και σε ολόκληρη τη διάρκεια της συναλλακτικής αυτής σχέσης, από τη στιγμή που ο εναγόμενος ούτε συμφωνήθηκε να λειτουργήσει στην προκειμένη περίπτωση ως διαχειριστής του επενδυτικού χαρτοφυλακίου της ενάγουσας, ούτε και τελικά λειτούργησε ως τέτοιος».³²

Στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ο διαχειριστής αναλαμβάνει τη διεξαγωγή των υποθέσεων του πελάτη του (άρθρο 713 ΑΚ), που είναι ο κύριος ή ο επικαρπωτής του χαρτοφυλακίου (άρθρο 1176). Του ανατίθεται, δηλαδή, η δυνατότητα **α)** να ασκεί τα περιουσιακά δικαιώματα του πελάτη, **β)** να εκπληρώνει περιουσιακές υποχρεώσεις του πελάτη **γ)** να ασκεί πράξεις της συναλλακτικής ή της γενικότερης προσωπικής ελευθερίας του πελάτη. Ο πελάτης αναθέτει στον παρέχοντα επενδυτικές υπηρεσίες, στον οποίο έχει χορηγηθεί άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου τίτλων, τη διενέργεια, βάσει πληρεξουσιότητας, συγκεκριμένων νομικών πράξεων επί του περιεχομένου του χαρτοφυλακίου του, ήτοι να το διοικεί ή/και να το διαθέτει στο όνομα και για λογαριασμό του.³³ Η διαχείριση συνίσταται σε ένα σύνολο επενδύσεων σε έγγραφα της κεφαλαιαγοράς (μετοχές, ομολογίες κ.λπ.), με βάση την αρχή της διασποράς των κινδύνων, για λογαριασμό και κατ' εντολήν του πελάτη της τράπεζας. Στα καθήκοντα διαχείρισης ανήκουν περαιτέρω η συναφής συμβουλευτική καθοδήγηση του πελάτη και ο επιμελής χειρισμός της οικονομικής αποδοτικότητας του χαρτοφυλακίου (αναδιαμόρφωσή του, παρακολούθηση είσπραξης μερισμάτων κ.λπ.).³⁴

³² Βλ. ΕφαΘ 4212/2014 (ΝΟΜΟΣ)

³³ Βλ. Καρατζένης, ό.π., σελ.122-123

³⁴ Βλ. Ψυχολάκη, Τραπεζικό Δίκαιο- Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, σελ.360

Γ) ΤΥΠΟΣ

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι κατά κανόνα άτυπη, εντούτοις, λόγω της ευρείας παροχής δικαιωμάτων στον διαχειριστή, εΐθισται να γίνεται γραπτώς. Για την σύνταξή της λαμβάνονται υπόψη οι γνώσεις και η εμπειρία του επενδυτή, οι επενδυτικοί του στόχοι και ο προσανατολισμός καθώς και το ποσοστό ρίσκου που είναι διατεθειμένος να πάρει ο κάθε επενδυτής (προφίλ ρίσκου).

Δ) ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΩΝ

1. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ

Κύριο περιεχόμενο της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου αποτελεί η έναντι αμοιβής ανάληψη υποχρέωσης διαχείρισης του χαρτοφυλακίου προς το συμφέρον του δικαιούχου των χρηματοπιστωτικών μέσων. Η βασική αυτή υποχρέωση μπορεί, κατά περίπτωση, να αναλύεται στην υποχρέωση τήρησης γενικών αρχών επενδυτικής πολιτικής που έχουν εκ των προτέρων συμφωνηθεί με τον πελάτη, στην υποχρέωση περιορισμού του επενδυτικού κινδύνου με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου μέσω της αντικατάστασης χρηματοπιστωτικών μέσων με άλλα που ενέχουν μικρότερο επενδυτικό κίνδυνο, καθώς και στην απαγόρευση βραχυπρόθεσμης κερδοσκοπίας χωρίς τη συναίνεση του πελάτη. Οι βασικές υποχρεώσεις της επιχείρησης παροχής της υπηρεσίας σε σχέση με την διαμόρφωση του χαρτοφυλακίου απορρέουν από τον έλεγχο καταλληλότητας που υποχρεούται να διενεργεί η επιχείρηση, σύμφωνα με το άρθρο 25 παρ. 4 Ν 3606/2007. Συγκεκριμένα, όταν οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή προβαίνουν σε διαχείριση χαρτοφυλακίου, οφείλουν να αντλούν τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, καθώς και σχετικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του, ώστε να μπορούν να τους συστήσουν τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωση τους (έλεγχος καταλληλότητας).

Ο διαχειριστής έχει τη δυνατότητα να ασκεί τα περιουσιακά δικαιώματα, να εκπληρώνει τις περιουσιακές υποχρεώσεις και να ασκεί συναλλακτικές πράξεις του πελάτη του. Ο εντολέας είναι κύριος ή επικαρπωτής του χαρτοφυλακίου κατά την 1176 ΑΚ. Τα μέρη περιγράφουν επακριβώς τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία και κεφάλαια. Σε πολλές περιπτώσεις ορίζεται επίσης, πως η

απόδοση του χαρτοφυλακίου (κέρδη) δύναται να αποτελέσουν και αυτή μέρος του χαρτοφυλακίου και να επενδυθεί περαιτέρω. Το ίδιο ισχύει και για ποσά και αξίες που προστέθηκαν στους υπό διαχείριση τραπεζικούς λογαριασμούς μετά την έναρξη ισχύος της σύμβασης διαχείρισης. Από την άλλη, ο πελάτης-επενδυτής διατηρεί τη δυνατότητα ανάληψης από τους λογαριασμούς διαχείρισης, στο βαθμό που κάτι τέτοιο δεν καθιστά το εναπομείναν ποσό χαμηλότερο του συμφωνηθέντος στη σύμβαση διαχείρισης.

Ο διαχειριστής υποχρεούται πριν από την κατάρτιση της σύμβασης, να ενημερωθεί σχετικά με το πρόσωπο του επενδυτή, την οικονομική του κατάσταση, τις γνώσεις και την εμπειρία του στον τομέα των επενδύσεων καθώς και τους επενδυτικούς του στόχους. Η πληροφόρηση για τις γνώσεις και την εμπειρία του στον τομέα των επενδύσεων επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων για το κατά πόσον ο επενδυτής μπορεί να αξιολογήσει τη σημασία και τους κινδύνους των επενδύσεων που θα προβλεφθούν στη σύμβαση. Η πληροφόρηση για τους επενδυτικούς στόχους καλύπτει όχι μόνο τους επιδιωκόμενους σκοπούς του επενδυτή αλλά και τους κινδύνους που είναι διατεθειμένος να αναλάβει. Η πληροφόρηση, τέλος, για την οικονομική κατάσταση του επενδυτή επιτρέπει τη συναγωγή συμπερασμάτων σχετικά με το κατά πόσον η επενδυτική στρατηγική που θα επιλεγεί αντιστοιχεί στην περιουσιακή κατάσταση ή την θέτει σε κίνδυνο, οπότε ανακύπτει ιδιαίτερη ανάγκη παροχής των αναγκαίων πληροφοριών.

Μεταξύ του διαχειριστή και του επενδυτή ενδέχεται να συμφωνηθούν γενικές αρχές επενδυτικής πολιτικής, οι οποίες συνιστούν οδηγίες του επενδυτή δεσμευτικές για τον διαχειριστή. Οι εν λόγω αρχές δεν αφορούν συγκεκριμένες επενδύσεις, αλλά διαγράφουν το πλαίσιο εντός του οποίου εξουσιοδοτείται να κινηθεί ο διαχειριστής. Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου εξάλλου επιδιώκει κάποιες βασικές αρχές. Αυτές είναι από τη μία η αρχή της μεγιστοποίησης της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων σε κάθε περιουσιακό στοιχείο, η οποία στην πράξη μεταφράζεται σε υψηλότερους τόκους στα χρεόγραφα, υψηλότερα μερίσματα στις μετοχές κ.ά. Από την άλλη, η αρχή της ελαχιστοποίησης του κινδύνου μεταφράζεται σε προτίμηση χρεογράφων με χαμηλότερο κίνδυνο έναντι αυτών με υψηλό κίνδυνο. Εν τέλει, η σύνθεση του χαρτοφυλακίου θα αποτελεί το συνδυασμό μεταξύ των δύο παραπάνω αρχών.

Όπως χαρακτηριστικά αναφέρθηκε παραπάνω, βασική είναι η υποχρέωση διαχείρισης του χαρτοφυλακίου προς το συμφέρον του επενδυτή. Η υποχρέωση αυτή δύναται να αναλυθεί σε ειδικότερες επιταγές ή απαγορεύσεις, όπως: αα) την υποχρέωση τήρησης των γενικών αρχών επενδυτικής πολιτικής που έχουν συμφωνηθεί με τον επενδυτή, εφόσον δεν δύναται να συναχθεί εκ

των περιστάσεων ότι ο επενδυτής θα συναινέσει στην παρέκκλιση από τις γενικές αυτές αρχές, ββ) την υποχρέωση παραγωγικής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου, η οποία συνίσταται στην βέλτιστη εφαρμογή των γενικών αρχών επενδυτικής πολιτικής προς επίτευξιν των επενδυτικών στόχων του επενδυτή, γγ) την υποχρέωση του μέγιστου δυνατού περιορισμού του επενδυτικού κινδύνου με την διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, ήτοι με την επένδυση των υπό διαχείρισιν περιουσιακών στοιχείων σε επενδυτικά μέσα διάφορου επενδυτικού κινδύνου, δδ) την απαγόρευση της κερδοσκοπίας, εφόσον ο επενδυτής δεν έχει ορίσει ρητά το αντίθετο, λαμβανομένων σε κάθε περίπτωση υπόψιν των οδηγιών που έχει δώσει και εε) την υποχρέωση ενημέρωσης του επενδυτή σε περίπτωση που ο τελευταίος δώσει ειδικές οδηγίες κατά την διάρκεια της σύμβασης.

Ο διαχειριστής – εντολοδόχος αναλαμβάνει την υποχρέωση να ακολουθεί πιστά τις κατευθυντήριες γραμμές που έχει λάβει από τον πελάτη του καταβάλλοντας κάθε δυνατή προσπάθεια, δεν δύναται εντούτοις να εγγυηθεί κάποιο επιτυχές αποτέλεσμα, καθότι ενεργεί πάντα υπό συνθήκες ρίσκου. Σε περίπτωση όμως που ο διαχειριστής έχει εγγυηθεί στον πελάτη-εντολέα του κάποιο συγκεκριμένο αποτέλεσμα, τότε η διαχείριση προσιδιάζει περισσότερο σε σύμβαση έργου (AK 681 επ.) παρά σε σύμβαση εντολής. Ενώ όμως ο διαχειριστής δεσμεύεται να ακολουθεί τις κατευθυντήριες γραμμές (*Anlagerichtlinien – axes de la gestion*) που έχουν οριστεί από τον πελάτη του και να εφαρμόζει τη συμφωνηθείσα επενδυτική πολιτική λαμβάνοντας υπόψη τις ανάγκες και τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη του, δεν παύει να δρα στο πλαίσιο απόλυτης ανεξαρτησίας αναφορικά με τις δραστηριότητές του και το περιθώριο διακριτικής ευχέρειας των αποφάσεών του, έχοντας την πρωτοβουλία κινήσεων (*initiative des operations*) για λογαριασμό του εντολοδόχου πελάτη του. (“αποφασιστικό περιθώριο“ – *Entscheidungsspielraum – Ermessensspielraum*). Αυτό αποτελεί και το βασικό διακριτικό στοιχείο ανάμεσα στη διαχείριση χαρτοφυλακίου και άλλες συγγενείς μορφές, όπως τη σύμβαση έργου ή εργασίας, στις οποίες ο εργαζόμενος ή εργολάβος αντίστοιχα ακολουθεί τις οδηγίες και βρίσκεται κάτω από τον διαρκή έλεγχο του εργοδότη.

Ακόμη, πριν από την κατάρτιση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να παράσχει στον επενδυτή κάθε χρήσιμη πληροφορία, λαμβανομένων υπόψη αφενός του προσώπου του επενδυτή και αφετέρου του είδους και της έκτασης των σκοπούμενων συναλλαγών. Στην περίπτωση π.χ. συναλλαγών σε παράγωγα ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να ενημερώσει τον επενδυτή για τους ειδικούς επενδυτικούς κινδύνους των συναλλαγών αυτών, υπό το πρίσμα πάντοτε και των επενδυτικών στόχων που θα εξυπηρετήσουν οι συναλλαγές αυτές. Σε

περίπτωση που ο διαχειριστής παραβεί την υποχρέωση ενημέρωσης του πελάτη του ευθύνεται για κάθε ζημία που θα υποστεί ο πελάτης του από την έλλειψη ενημέρωσης.³⁵ Η υποχρέωση αυτή ενημέρωσης απορρέει από τις γενικές διατάξεις του ΑΚ και προσδιορίζεται στην Απ. 1/452/1.11.2007 ΕΚ, ενώ καλύπτει επιπλέον τόσο το διάστημα εκτέλεσης της σύμβασης όσο και το διάστημα μετά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Η ενημέρωση των ιδιωτών πελατών στους οποίους παρέχεται η επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου γίνεται περιοδικά (ανά εξάμηνο) και αφορά στο περιεχόμενο και την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου, σε αμοιβές και προμήθειες που χρεώθηκαν, στην σύγκριση της απόδοσης, σε μερίσματα, τόκους και πληρωμές που λήφθηκαν, καθώς και σε άλλες εταιρικές πράξεις. Ο αντισυμβαλλόμενος δύναται να ζητήσει να αναλαμβάνει την ως άνω ενημέρωση ανά τρίμηνο, ενώ δύναται να ζητήσει να ενημερώνεται αμέσως για τις συναλλαγές που εκτελούνται από το διαχειριστή του χαρτοφυλακίου του.

Πέραν της ενημέρωσης, ο διαχειριστής ενδέχεται να οφείλει την παροχή επενδυτικών συμβουλών, ιδίως κατά τον καθορισμό των γενικών αρχών επενδυτικής πολιτικής του επενδυτή. Στην περίπτωση αυτή, οι συμβουλές αφορούν τα είδη των συναλλαγών που θα διενεργούνται και την καταλληλότητα αυτών για τον συγκεκριμένο επενδυτή υπό το πρίσμα των επενδυτικών στόχων, των αναλαμβανομένων κινδύνων των προσδοκώμενων αποδόσεων και των οικονομικών σχέσεων του. Σε αντίθεση με την παροχή επενδυτικών συμβουλών ως αντικείμενο αυτοτελούς σύμβασης, η παροχή επενδυτικών συμβουλών στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου δεν αφορά συγκεκριμένες επενδύσεις, αλλά είδη επενδύσεων και μόνο στην περίοδο κατάρτισης της σύμβασης διαχείρισης. Είναι εύλογο, σε αυτή την περίοδο που τα μέρη προσπαθούν να καθορίσουν τις αρμοδιότητες του διαχειριστή, το περιεχόμενο του χαρτοφυλακίου, τους αναλαμβανόμενους κινδύνους από τον πελάτη, ο διαχειριστής να συμβουλεύει επί αυτών των θεμάτων τον μέλλοντα πελάτη του. Η υποχρέωση ενημέρωσης κατά τη διάρκεια της διαχείρισης αποτελεί τη συνέχεια της προσυμβατικής υποχρέωσης παροχής συμβουλών. Πάντως, η παροχή συμβουλών παύει κατά τη διάρκεια της διαχείρισης, καθόσον περιεχόμενο της διαχείρισης είναι η ανάληψη της υποχρέωσης διεξαγωγής των υποθέσεων του πελάτη: ο διαχειριστής δεν απαιτείται να τον συμβουλεύει πια, γιατί ενεργεί, μέσα στο πλαίσιο της εντολής, για λογαριασμό του πελάτη του.

Οι πάροχοι επενδυτικών υπηρεσιών οφείλουν να υπηρετούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους, και παρότι η περίπτωση στην οποία ο ίδιος διαχειριστής διαχειρίζεται χαρτοφυλάκια περισσότερων πελατών ενέχει πάντα έναν εγγενή κίνδυνο, οι πάροχοι

³⁵ Βλ. Παπαντώνη, ό.π., σελ.140

υποχρεούνται σε ίση μεταχείριση των πελατών και σε αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν μεταξύ χαρτοφυλακίων περισσότερων πελατών.

Η υποχρέωση ίσης μεταχείρισης των επενδυτών νοείται υπό τη σχετική έννοια της παράλειψης ενεργειών που θα συνιστούσαν αυθαίρετη διάκριση μεταξύ των επενδυτών αυτών στο πλαίσιο της υποχρέωσης επιμελούς διαχείρισης του χαρτοφυλακίου. Οι πελάτες με τα ίδια αντικειμενικά χαρακτηριστικά θα τυγχάνουν ίδιας μεταχείρισης από τον διαχειριστή. Τυχόν διαφοροποίηση στην αντιμετώπιση των διαφόρων κατηγοριών πελατών πρέπει να βασίζεται στις διαφορές που υπάρχουν σε αυτές τις κατηγορίες, όπως είναι ο όγκος των συναλλαγών επί τη βάση του οποίου μπορούν να ξεχωρίζουν οι διαφορετικές κατηγορίες. Οφείλουν συνεπώς να φροντίζουν να μην κάνουν επενδυτικές επιλογές οι οποίες ευνοούν τα προσωπικά τους συμφέροντα αντί των πελατών ή τη βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία χωρίς τη συναίνεση του πελάτη τους. Η αμεροληψία και η αντικειμενικότητα αποτελούν αναπόσπαστα στοιχεία μιας τέτοιας διαχείρισης. Υποστηρίζεται εξάλλου, ότι οι υποχρεώσεις αυτές του διαχειριστή πηγάζουν απευθείας από τις γενικές ρήτρες του Αστικού Κώδικα ως εκφάνσεις της υποχρέωσης πίστης του διαχειριστή ξένης περιουσίας (ΑΚ 288).³⁶

Ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου υποχρεούται να αποφεύγει τη σύγκρουση συμφερόντων του επενδυτή με συμφέροντα είτε άλλων επενδυτών, τα χαρτοφυλάκια των οποίων διαχειρίζεται ή στους οποίους παρέχει επενδυτικές συμβουλές ο διαχειριστής (δια των υπευθύνων κάθε φορά οργάνων ή βοηθών εκπληρώσεώς του), είτε του ίδιου του διαχειριστή (ως Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών), ώστε να αποφεύγονται οι ζημιές. Προς την αποφυγή λοιπόν των ζημιών, ο διαχειριστής πρέπει να χρησιμοποιεί τις αρμοδιότητές του αποκλειστικά για τους σκοπούς της διαχείρισης και να διαχωρίζει τις λειτουργίες που μπορεί να προκαλέσουν συγκρούσεις συμφερόντων, καθόσον είναι σαφές ότι, όπως αναφορικά για την αποτροπή κατάχρησης εμπιστευτικών πληροφοριών, έτσι και στην περίπτωση της αποτροπής σύγκρουσης συμφερόντων ανάμεσα στον διαχειριστή και στον πελάτη του ή/και μεταξύ των πελατών του, εμποδίζεται η ανάπτυξη σχέσεων εμπιστοσύνης ανάμεσα στον διαχειριστή και στον πελάτη του. Η πρώτη περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων θα συνέτρεχε εάν ο διαχειριστής προέβαινε σε πώληση κινητών αξιών από χαρτοφυλάκιο το οποίο διαχειριζόταν, προκειμένου να καλύψει την ζήτηση των ίδιων κινητών αξιών για λογαριασμό άλλων υπό διαχείρισιν χαρτοφυλακίων χωρίς αύξηση της τιμής διαπραγμάτευσης εξαιτίας της αυξημένης ζήτησής τους. Η σύγκρουση συμφερόντων μπορεί τότε

³⁶ Βλ. Καρατζένη, ό.π., σελ. 425; Βλ. Παπαντώνη, ό.π., σελ. 141

να αποτραπεί με την κατάλληλη ενημέρωση των επενδυτών και την επίτευξη σύγκλισης των στόχων τους. Περίπτωση συγκρούσεως των συμφερόντων του επενδυτή με συμφέροντα του διαχειριστή συντρέχει κυρίως όταν ο διαχειριστής ή συνδεδεμένη με αυτόν επιχείρηση παρέχει υπηρεσίες αναδόχου και δύναται να αποτραπεί με την τήρηση των απαραίτητων εσωτερικών διαδικασιών. Έτσι, σε περίπτωση που ένας διαχειριστής χαρτοφυλακίου έχει επίσης και υπηρεσίες ειδικές για την ανασυγκρότηση και τον μετασχηματισμό των επιχειρήσεων, πρέπει να απαγορευθεί στα στελέχη του τμήματος που ασχολούνται με τις συγχωνεύσεις των επιχειρήσεων να ανακοινώνουν τις εμπιστευτικές πληροφορίες τους στα στελέχη του τμήματος που ασχολείται στη διαχείριση χαρτοφυλακίων πελατών, καθόσον είναι λογικό ότι τα εν λόγω στελέχη θα προσπαθήσουν να πληροφορηθούν για τις επικείμενες εξελίξεις, προς όφελος των πελατών τους αλλά εις βάρος των πελατών του τμήματος συγχωνεύσεων και του δημοσίου συμφέροντος. Παρόμοια περίπτωση συγκρούσεως συμφερόντων δύναται υπό περιστάσεις να συντρέχει κατά την διενέργεια επενδύσεων σε συνδεδεμένους με τον διαχειριστή Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες.

Επιπροσθέτως, ο διαχειριστής υποχρεούται σε παράλειψη παράνομων πρακτικών. Περιεχόμενο παράλειψης αποτελούν πρακτικές όπως το «γύρισμα» (Churning), δηλαδή η διενέργεια συχνών συναλλαγών με σκοπό την χρέωση στον δικαιούχο του χαρτοφυλακίου αυξημένων προμηθειών, η διενέργεια αγορών ή πωλήσεων για λογαριασμό επενδυτών με σκοπό την διάθεση ή την απόκτηση αντίστοιχα τίτλων για ίδιο λογαριασμό του διαχειριστή ή την σταθεροποίηση της τιμής διαπραγμάτευσης συγκεκριμένων τίτλων.

Επιπλέον, είναι δυνατή η εκπλήρωση της παροχής του διαχειριστή από κάποιο τρίτο πρόσωπο ως βοηθό εκπλήρωσης, ενώ ο διαχειριστής θα αναλαμβάνει τον κίνδυνο και έχει ευθύνη για τη δράση και κάθε πταίσμα του βοηθού εκπλήρωσης όπως για δικό του πταίσμα, κατά την ΑΚ 334. Συνήθως ο βοηθός εκπλήρωσης θα συνδέεται με τον διαχειριστή – εντολοδόχο με σύμβαση εργασίας, έργου ή εντολής, και στην περίπτωση αυτή θα υφίσταται ταυτόχρονα και σχέση πληρεξουσιότητας.

2. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Ο πελάτης-επενδυτής, με τη σύναψη της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου αναλαμβάνει την υποχρέωση καταβολής αμοιβής, η οποία αναλύεται συνήθως σε σταθερή αμοιβή, οριζόμενη ως ποσοστό επί της αξίας του υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου και σε κυμαινόμενη, η οποία ορίζεται ως

ποσοστό επί της θετικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου. Συνήθως τα ποσά αυτά συμφωνούνται ανεξάρτητα από την καταβολή προμήθειας για την εκτέλεση των επιμέρους πράξεων διαχείρισης. Ο πελάτης πρέπει να έχει πλήρη ενημέρωση για κάθε χρέωσή του για τις προσφερόμενες υπηρεσίες. Η δε αμοιβή του διαχειριστή δεν πρέπει να αντιστρατεύεται το συμφέρον του πελάτη. Αντίθετα, ο διαχειριστής πρέπει να μη συνιστά ή να διενεργεί πράξεις μόνο για την είσπραξη της αμοιβής, ενώ δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα του πελάτη ή αποβαίνουν περισσότερο προσοδοφόρες για τον ίδιο τον διαχειριστή ή για άλλον πελάτη του.

Ως παρεπόμενη υποχρέωση απορρέουσα από την καλή πίστη (άρθρο ΑΚ 288) θα πρέπει να θεωρηθεί η υποχρέωση παράλειψης εκ μέρους του επενδυτή πράξεων που θα μπορούσαν να ματαιώσουν ή να δυσχεράνουν το σκοπό της διαχείρισης, όπως η αδικαιολόγητη μεταβολή των οδηγιών, κατάρτιση συναλλαγών χωρίς προηγούμενη ενημέρωση του διαχειριστή ή η απροειδοποίητη αφαίρεση στοιχείων από το χαρτοφυλάκιο. Η παράβαση της υποχρέωσης αυτής αποκτά κυρίως σημασία στο πλαίσιο εξέτασης ενδεχόμενης συνυπαιτιότητας του επενδυτή (άρθρο 300 ΑΚ) σε περίπτωση αντισυμβατικής συμπεριφοράς του διαχειριστή.

IV. ΔΙΑΧΕΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ

Α) ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου αποτελεί επενδυτική υπηρεσία κατά την οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (MiFID) της 21^{ης} Απριλίου 2004, η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο 3606/2007.³⁷ Η υπηρεσία αυτή όμως ήταν γνωστή στο κοινοτικό δίκαιο ήδη πριν τη MiFID, εν τούτοις κατά τη δεύτερη τραπεζική οδηγία (89/646/ΕΟΚ) μπορούσε να παρέχεται μόνο από πιστωτικά και χρηματοδοτικά ιδρύματα.³⁸ Κατά τη MiFID, την υπηρεσία αυτή μπορούν να παρέχουν πλέον και ειδικά προς τούτο συστημένες εταιρίες, οι ΑΕΠΕΥ. Συγκεκριμένα, όπως αναφέρεται στο άρθρο 8 παρ. 1 του νόμου 3606/2007, «με εξαίρεση τις ΕΠΕΥ που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και εποπτεύονται από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους - μέλους, η καθ' οιονδήποτε τρόπο κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα επιτρέπεται μόνο στις ΑΕΠΕΥ και στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και στις ΑΕΕΔ και στις ΑΕΔΑΚ, κατά τις διακρίσεις που προβλέπονται

³⁷ Βλ. ΦΕΚ Α', 195-2007

³⁸ Βλ. παράρτημα 1, αρ. 11, Οδηγία 89/646/ΕΟΚ

στην κείμενη νομοθεσία και την άδεια λειτουργίας τους».³⁹ Οι διατάξεις της MiFID αποτελούν τις ελάχιστες απαιτήσεις, αφήνοντας έτσι περιθώριο στον εθνικό νομοθέτη να εισαγάγει ένα αυστηρότερο πλαίσιο αδειοδότησης των ΑΕΠΕΥ.

Στο άρθρο 4, παρ 1 εδ. Δ' του ν. 3606/2007 ορίζεται ότι ως επενδυτική υπηρεσία και δραστηριότητα νοείται «η διαχείριση χαρτοφυλακίων, η οποία συνίσταται στη διαχείριση, κατά τη διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ, χαρτοφυλακίων πελατών, στο πλαίσιο εντολής τους, που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα».⁴⁰ Σε αυτόν τον ορισμό εμπεριέχονται ουσιαστικά οι συναλλαγές αξιογράφων οι οποίες κατ' εντολή του πελάτη επενδυτή διενεργούνται από κάποιον διαχειριστή.

Για τους σκοπούς του νόμου 3606/2007, στην έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων εμπίπτουν τα οριζόμενα στο άρθρο 5. Ο νομοθέτης επέλεξε συνειδητά να συμπεριλάβει όσο το δυνατόν περισσότερες κατηγορίες χρηματοπιστωτικών προϊόντων, με στόχο την ευρεία και αποτελεσματική προστασία των επενδυτών. Δεν είναι απαραίτητο να αποτελείται το χαρτοφυλάκιο αποκλειστικά και μόνο από χρηματοπιστωτικά μέσα, αρκεί να περιέχει έστω και ένα από τα αριθμούμενα στον παρακάτω κατάλογο:

(α) Οι κινητές αξίες (transferable securities).

(β) Τα μέσα χρηματαγοράς (money-market instruments).

(γ) Τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (units in collective investment undertakings).

(δ) Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures), οι συμβάσεις ανταλλαγής (swaps), οι προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίων και άλλες παράγωγες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες ή με εμπορεύματα κατ' επιλογή ενός συμβαλλόμενου μέρους.

(στ) Τα παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου.

³⁹ Βλ. άρθρο 8 παρ. 1 Ν. 3606/2007

⁴⁰ Βλ. *Αυγητίδης*, ό.π., 2014, σελ. 76

(ε) Οι χρηματοπιστωτικές συμβάσεις επί διαφορών (contracts for differences) κ.α.

Ως κινητές αξίες ορίζονται στο άρθρο 2 στ. 13 του ν. 3606/2007 οι κατηγορίες κινητών αξιών, οι οποίες είναι δεκτικές διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά, εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής και ιδίως:

(α) μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιριών, προσωπικών εταιριών και άλλων οντοτήτων, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης αυτών,

(β) ομόλογα ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης αυτών,

(γ) κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων μεταβιβάσιμων κινητών αξιών ή που είναι δεκτική διακανονισμού με ρευστά διαθέσιμα και που προσδιορίζεται με αναφορά προς κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια ή αποδόσεις, εμπορεύματα ή άλλους δείκτες ή μεγέθη.

Τα μέσα χρηματαγοράς προβλέπονται στο άρθρο 2 στοιχ. 14 του ν. 3606/2007. Ως μέσα χρηματαγοράς, λοιπόν, νοούνται τα διάφορα αξιόγραφα, τα οποία μία τράπεζα μπορεί να εκδίδει (π.χ. πιστοποιητικά καταθέσεων), να πληρώνει (π.χ. επιταγές), να δέχεται σε εξασφάλιση απαιτήσεών της (σύσταση ενεχύρου) και να προεξοφλεί (π.χ. συναλλαγματικές), με αιτία την αγορά ή το δάνειο, και δη άλλοτε κατ' εντολήν πελατών της και άλλοτε για δικό της λογαριασμό. Στο ελάχιστο περιεχόμενο των προϊόντων της χρηματαγοράς φαίνεται να εντάσσονται, κατά γενική παραδοχή, ο βραχυπρόθεσμος χαρακτήρας, ο χαμηλός επενδυτικός τους κίνδυνος και η σχετικά αυξημένη ευχέρεια ρευστοποίησής τους.

Το πεδίο εφαρμογής του νόμου 3606/2007 καθώς και οι εξαιρέσεις από αυτό, ορίζονται στο άρθρο 3. Αναλυτικότερα, εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής του νόμου αυτού, «τα πρόσωπα που παρέχουν επενδυτική υπηρεσία ως παρεπόμενη δραστηριότητα στο πλαίσιο της επαγγελματικής τους δραστηριότητας, υπό τον όρο ότι η δραστηριότητα αυτή διέπεται από νομοθετικές ή κανονιστικές διατάξεις ή από επαγγελματικό κώδικα δεοντολογίας που δεν απαγορεύουν την παροχή της υπηρεσίας αυτής».⁴¹ Χαρακτηριστικά παραδείγματα της κατηγορίας αυτής αποτελούν

⁴¹ Βλ. άρθρο 3 παρ. 4 εδ. Γ', Ν. 3606/2007

οι δικηγόροι και οι συμβολαιογράφοι. Η διάταξη αυτή έχει στόχο να αποκλείσει από την εφαρμογή του νόμου όσους επαγγελματίες ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες μόνο κατά περίπτωση και ως παρεπόμενη δραστηριότητα της κύριας επαγγελματικής τους δραστηριότητας.

Ακόμη, οι διατάξεις του νόμου αυτού δεν εφαρμόζονται:

(1) «στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις του άρθρου 2 του ν. δ. 400/1970 (ΦΕΚ 10 Α΄) ή στις ασφαλιστικές επιχειρήσεις, κατά την έννοια του άρθρου 1 της Οδηγίας 73/239/ΕΟΚ (L 228/16.8.1973) ή του άρθρου 1 της Οδηγίας 2002/83/ΕΚ (L 345/19.12.2002), και στις επιχειρήσεις που ασκούν τις δραστηριότητες αντασφάλισης και αντεκχώρησης που αναφέρονται στην Οδηγία 64/225/ΕΟΚ (ΕΕ 56/4.4.1964)»,⁴²

(2) «στα πρόσωπα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες αποκλειστικά στις μητρικές τους επιχειρήσεις, στις θυγατρικές τους επιχειρήσεις ή σε άλλες θυγατρικές επιχειρήσεις των μητρικών τους επιχειρήσεων»,⁴³

(3) «στα πρόσωπα τα οποία παρέχουν επενδυτικές συμβουλές κατά την άσκηση άλλης επαγγελματικής δραστηριότητας, που δεν αποτελεί επενδυτική υπηρεσία ή δραστηριότητα, υπό την προϋπόθεση ότι δεν αμείβονται ειδικά για την παροχή των συμβουλών αυτών»,⁴⁴

(4) «για υπηρεσίες που παρέχονται από αντισυμβαλλομένους σε πράξεις που διενεργούνται από δημόσιους φορείς που χειρίζονται το δημόσιο χρέος ή από μέλη του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών κατά την άσκηση των καθηκόντων τους, σύμφωνα με τη Συνθήκη και το καταστατικό του Ευρωπαϊκού Συστήματος Κεντρικών Τραπεζών και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας ή κατά την άσκηση ισοδύναμων καθηκόντων δυνάμει εθνικών διατάξεων».⁴⁵

Β)ΑΔΕΙΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΑΝΩΝΥΜΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (ΑΕΠΕΥ)

⁴² Βλ. άρθρο 3 παρ. 4 εδ. Α΄, Ν. 3606/2007

⁴³ Βλ. άρθρο 3 παρ. 4 εδ. Β΄, Ν. 3606/2007

⁴⁴ Βλ. άρθρο 3 παρ. 4 εδ. Ι΄, Ν. 3606/2007

⁴⁵ Βλ. άρθρο 3 παρ. 5, Ν. 3606/2007

Η καθ' οιονδήποτε τρόπο κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα επιτρέπεται μόνο στις Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ) και στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και στις Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ) και στις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), κατά τις διακρίσεις που προβλέπονται στην κείμενη νομοθεσία και την άδεια λειτουργίας τους.⁴⁶ . Εξάιρεση αποτελούν οι Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και εποπτεύονται από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους – μέλους.

Στο άρθρο 9 του νόμου 3606/2007, προβλέπεται η χορήγηση άδειας λειτουργίας στις ΑΕΠΕΥ. Συγκεκριμένα, οι ΑΕΠΕΥ, εφόσον έχουν την καταστατική τους έδρα και την κεντρική διοίκησή τους στην Ελλάδα, αδειοδοτούνται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί και την εποπτική αρχή τους. Στην άδεια λειτουργίας απαριθμούνται οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες και οι παρεπόμενες υπηρεσίες που επιτρέπεται να παρέχει η ΑΕΠΕΥ. Όσον αφορά στις παρεπόμενες υπηρεσίες, η ΑΕΠΕΥ πρέπει να έχει λάβει άδεια για την παροχή τουλάχιστον μιας κύριας επενδυτικής υπηρεσίας ώστε να μπορέσει να τις παρέχει.

Οι οργανωτικές απαιτήσεις με τις οποίες οφείλουν να συμμορφώνονται οι ΑΕΠΕΥ καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας τους ορίζονται στις παραγράφους 2 έως 9 του άρθρου 12 Ν. 3606/2007. Οφείλουν λοιπόν οι ΑΕΠΕΥ:

- ❖ Να εφαρμόζουν κατάλληλες πολιτικές και διαδικασίες ώστε να εξασφαλίζεται επαρκώς η συμμόρφωση τους, συμπεριλαμβανομένων των στελεχών, υπαλλήλων και συνδεδεμένων αντιπροσώπων τους, με τις υποχρεώσεις που υπέχουν από τις διατάξεις του νόμου αυτού, καθώς και κανόνες για τις προσωπικές συναλλαγές των προσώπων αυτών.⁴⁷
- ❖ Να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν αποτελεσματικές οργανωτικές και διοικητικές ρυθμίσεις ώστε να μην επηρεάζονται αρνητικά τα συμφέροντα των πελατών λόγω συγκρούσεων συμφερόντων κατά την έννοια του άρθρου 13 του νόμου αυτού.⁴⁸

⁴⁶ Βλ. άρθρο 8 παρ. 1, Ν 3606/2007

⁴⁷ Βλ. άρθρο 12 παρ. 2, Ν 3606/2007

⁴⁸ Βλ. άρθρο 12 παρ. 3, Ν 3606/2007

- ❖ Να λαμβάνουν όλα τα αναγκαία μέτρα για να εξασφαλίζεται η συνεχής και κανονική εκτέλεση των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων αλλά και να χρησιμοποιούν για το σκοπό αυτόν κατάλληλα και ανάλογα συστήματα, μέσα και διαδικασίες.⁴⁹
- ❖ Να μεριμνούν ώστε να λαμβάνονται εύλογα μέτρα για την αποφυγή αδικαιολόγητης επιδείνωσης του λειτουργικού κινδύνου, όταν αναθέτουν σε τρίτους την εκτέλεση επιχειρησιακών λειτουργιών ουσιώδους σημασίας για την παροχή συνεχούς και ικανοποιητικής υπηρεσίας στους πελάτες και την εκτέλεση των επενδυτικών δραστηριοτήτων σε συνεχή και ικανοποιητική βάση. Η ανάθεση μάλιστα σε τρίτους σημαντικών επιχειρησιακών λειτουργιών πρέπει να γίνεται με τρόπο που να μην παραβιάζει ουσιωδώς την ποιότητα του εσωτερικού ελέγχου ούτε τη δυνατότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς να εποπτεύει τη συμμόρφωση της ΑΕΠΕΥ με τις υποχρεώσεις της.⁵⁰
- ❖ Να έχουν υγιείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, αποτελεσματικές διαδικασίες εκτίμησης των κινδύνων και κατάλληλους μηχανισμούς ελέγχου και ασφάλειας των συστημάτων ηλεκτρονικής επεξεργασίας δεδομένων.⁵¹
- ❖ Να καταγράφουν όλες τις υπηρεσίες που παρέχουν και τις συναλλαγές που εκτελούν, ώστε να είναι δυνατό στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να ελέγχει τη συμμόρφωση με τις απαιτήσεις του νόμου αυτού και ιδίως τη συμμόρφωση των ΑΕΠΕΥ με όλες τις υποχρεώσεις τους έναντι των πελατών ή δυνητικών πελατών.⁵²
- ❖ Να λαμβάνουν κατάλληλα μέτρα για να προστατεύουν τα δικαιώματα κυριότητας των πελατών όταν κατέχουν χρηματοπιστωτικά μέσα που ανήκουν σε πελάτες, ιδίως σε περίπτωση αφερεγγυότητας, και να αποτρέπουν τη χρησιμοποίηση χρηματοπιστωτικών μέσων πελατών για ίδιο λογαριασμό, εκτός εάν ο πελάτης έχει δώσει τη ρητή συγκατάθεση του.⁵³

⁴⁹ Βλ. άρθρο 12 παρ. 4, Ν 3606/2007

⁵⁰ Βλ. άρθρο 12 παρ. 5, Ν 3606/2007

⁵¹ Βλ. άρθρο 12 παρ. 6, Ν 3606/2007

⁵² Βλ. άρθρο 12 παρ. 7, Ν 3606/2007

⁵³ Βλ. άρθρο 12 παρ. 8, Ν 3606/2007

- ❖ Να λαμβάνουν κατάλληλα μέτρα για να προστατεύουν τα συμφέροντα των πελατών όταν κατέχουν κεφάλαιά τους και, εκτός από την περίπτωση των πιστωτικών ιδρυμάτων, να μη χρησιμοποιούν κεφάλαια πελατών για ίδιο λογαριασμό.⁵⁴
- ❖ Να μην κατάσχουν ή δεσμεύσουν περιουσιακά στοιχεία πελατών τους ενδεικτικά, υπό μορφή χρημάτων κατατεθειμένων σε τραπεζικούς λογαριασμούς πελατών που τηρούνται στο όνομα της εταιρίας ή χρηματοπιστωτικών μέσων, εφόσον δικαιούχοι, σύμφωνα με τα τηρούμενα στην εταιρία βιβλία και κάθε άλλο έγγραφο αποδεικτικό μέσο, είναι οι παραπάνω πελάτες.⁵⁵ Στα χρηματοπιστωτικά μέσα που δεν είναι δεκτικά κατάσχεσης και δέσμευσης, περιλαμβάνονται, εκτός από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που ανήκουν στους πελάτες της ΑΕΠΕΥ, σύμφωνα με τους κανόνες του εμπράγματος δικαίου, και εκείνα που κατέχει, άμεσα ή έμμεσα στο όνομα της και για λογαριασμό του πελάτη, η ΑΕΠΕΥ και των οποίων πραγματικός δικαιούχος, σύμφωνα με τα τηρούμενα σε αυτήν βιβλία και στοιχεία και κάθε άλλο έγγραφο αποδεικτικό μέσο, είναι πελάτης της, ανεξάρτητα από το αν τα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι καταχωρισμένα στο μητρώο του θεματοφύλακα ή άλλου φορέα συστήματος καταχώρησης τίτλων στο όνομα του δικαιούχου πελάτη.⁵⁶

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς χορηγεί άδεια για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ή την άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων σε ΑΕΠΕΥ μόνο εφόσον γνωρίζει την ταυτότητα των άμεσων ή έμμεσων μετόχων, φυσικών ή νομικών προσώπων, που κατέχουν ειδικές συμμετοχές, καθώς και το ύψος των εν λόγω ειδικών συμμετοχών. Κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο το οποίο μεμονωμένα ή σε συνεννόηση με άλλα πρόσωπα, προτίθεται να αποκτήσει ή να αυξήσει, άμεσα ή έμμεσα, ειδική συμμετοχή σε ΑΕΠΕΥ έτσι ώστε η αναλογία των δικαιωμάτων ψήφου που κατέχει να φθάσει ή να υπερβεί το 20%, 1/3 ή 50% έτσι ώστε η ΑΕΠΕΥ να καταστεί θυγατρική του, γνωστοποιεί προηγουμένως εγγράφως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το ύψος της συμμετοχής που θα προκύψει από τη σκοπούμενη συναλλαγή.⁵⁷ Ως ειδική συμμετοχή σε ΑΕΠΕΥ ορίζεται, κατά το άρθρο 2 παρ. 20, η «άμεση ή έμμεση συμμετοχή σε ΕΠΕΥ που αντιπροσωπεύει το 10% τουλάχιστον του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου, κατά την έννοια των άρθρων 9 και 10 της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ, λαμβανομένων υπόψη των όρων για την άθροισή τους που προβλέπονται στις παραγράφους 4 και 5 του άρθρου 12 της Οδηγίας αυτής ή που επιτρέπει την άσκηση

⁵⁴ Βλ. άρθρο 12 παρ. 9, Ν 3606/2007

⁵⁵ Βλ. άρθρο 12 παρ. 10, Ν 3606/2007

⁵⁶ Βλ. άρθρο 12 παρ. 11, Ν 3606/2007

⁵⁷ Βλ. άρθρο 16 παρ. 3 περ. α', Ν 3606/2007

σημαντικής επιρροής στη διαχείριση της ΕΠΕΥ στην οποία υπάρχει η εν λόγω συμμετοχή. Για τον προσδιορισμό της ειδικής συμμετοχής δεν προσμετρώνται τα δικαιώματα ψήφου που κατέχουν ΕΠΕΥ ή πιστωτικά ιδρύματα στο πλαίσιο παροχής της επενδυτικής υπηρεσίας της αναδοχής ή τοποθέτησης χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης, υπό την προϋπόθεση αφ' ενός ότι τα δικαιώματα αυτά δεν ασκούνται ούτε χρησιμοποιούνται με άλλον τρόπο με σκοπό την παρέμβαση στη διαχείριση του εκδότη και αφ' ετέρου ότι θα μεταβιβαστούν μέσα σε ένα (1) έτος από την απόκτησή τους».⁵⁸ Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οφείλει να εγκρίνει την απόκτηση ή διάθεση ειδικής συμμετοχής σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 16 Ν.3606/2007 εκ των προτέρων. Επιπλέον, μεταξύ των υποχρεώσεων διαφάνειας που οφείλουν να τηρούν οι ΑΕΠΕΥ περιλαμβάνεται και η κατά το άρθρο 16 παρ. 5 υποχρέωση γνωστοποίησης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, μέχρι τις 31 Ιανουαρίου κάθε έτους, τα ονόματα των μετόχων που κατείχαν ειδικές συμμετοχές και τα ποσοστά αυτών των συμμετοχών, κατά τη διάρκεια του παρελθόντος έτους. Για τη γνωστοποίηση αυτή, λαμβάνονται υπόψη μεταξύ άλλων, οι πληροφορίες που ανακοινώνονται στις ετήσιες γενικές συνελεύσεις των μετόχων και, προκειμένου περί ΑΕΠΕΥ, των οποίων οι κινητές αξίες είναι εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά τις δημοσιοποιήσεις σημαντικών συμμετοχών των μετόχων τους.⁵⁹

Στο άρθρο 25 ν. 3606/2007 παρατίθενται αναλυτικά οι υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς που οφείλει να τηρεί κάθε ΑΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Πρωταρχικός στόχος της σύννομης συμπεριφοράς των ΑΕΠΕΥ είναι η προστασία των επενδυτών. Όπως ορίζει χαρακτηριστικά η πρώτη παράγραφος του αυτού άρθρου, «οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να ενεργούν κατά την παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σε πελάτες με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετούν με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους».⁶⁰ Τα στοιχεία της αμεροληψίας, της εντιμότητας και του επαγγελματισμού συγκεκριμενοποιούνται παρακάτω στις παραγράφους 2 έως 9 του άρθρου 25 ν.3606/2007. Αναλυτικότερα, στη δεύτερη παράγραφο προβλέπεται ότι οι πληροφορίες που παρέχουν οι ΑΕΠΕΥ σε πελάτες ή σε δυνητικούς πελάτες, συμπεριλαμβανομένων των διαφημιστικών ανακοινώσεων, πρέπει να είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές. Οι διαφημιστικές ανακοινώσεις πρέπει να μπορούν να αναγνωρίζονται σαφώς ως τέτοιες.⁶¹ Περαιτέρω, στην τρίτη παράγραφο του ίδιου άρθρου παρατίθενται τα στοιχεία που θα πρέπει να περιλαμβάνει η πληροφόρηση των πελατών από

⁵⁸ Βλ. άρθρο 2 παρ. 20, Ν 3606/2007

⁵⁹ Βλ. άρθρο 16 παρ. 5, Ν 3606/2007

⁶⁰ Βλ. άρθρο 25 παρ. 1, Ν 3606/2007

⁶¹ Βλ. άρθρο 25 παρ. 2, Ν 3606/2007

τις ΑΕΠΕΥ, σχετικά με (α) την ΑΕΠΕΥ και τις υπηρεσίες της, (β) τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, καθώς και κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποιήσεις σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα ή με την υιοθέτηση των εν λόγω επενδυτικών στρατηγικών, (γ) τους τρόπους εκτέλεσης και (δ) το κόστος και τις σχετικές παρεπόμενες επιβαρύνσεις. Η πληροφόρηση που οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να παρέχουν στους πελάτες ή στους δυνητικούς πελάτες πρέπει να είναι κατάλληλη, σε κατανοητή μορφή, ώστε αυτοί να είναι ευλόγως σε θέση να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής ή παρεπόμενης υπηρεσίας και της συγκεκριμένης κατηγορίας του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου και ως εκ τούτου να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις επί τη βάση αντικειμενικής πληροφόρησης. Δύνανται μάλιστα να παρέχονται οι πληροφορίες αυτές και σε τυποποιημένη μορφή.⁶² Επιπλέον, στις παραγράφους 4 και 5 του ίδιου άρθρου ορίζονται οι πληροφορίες τις οποίες οφείλουν να αντλούν οι ΑΕΠΕΥ από τους πελάτες ή δυνητικούς πελάτες τους. Οι πληροφορίες αυτές διαχωρίζονται σε δύο κατηγορίες, αναλόγως με το εάν οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου (παρ. 4) ή άλλες επενδυτικές υπηρεσίες πέραν των προαναφερθέντων (παρ. 5). Όταν συνεπώς οι ΑΕΠΕΥ προβαίνουν σε διαχείριση χαρτοφυλακίου, με βάση την τέταρτη παράγραφο, οφείλουν να αντλούν τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, καθώς και σχετικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του, ώστε να μπορούν να τους συστήσουν τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωση τους. Ο έλεγχος αυτός που διενεργεί η ΑΕΠΕΥ ονομάζεται «έλεγχος καταλληλότητας».⁶³ Παρακάτω, στις παραγράφους 7 και 8 προβλέπεται η υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ να τηρούν αρχείο με τα έγγραφα και τις συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ του πελάτη και της ΑΕΠΕΥ, όπου αναφέρονται τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των μερών, καθώς και οι όροι υπό τους οποίους η ΑΕΠΕΥ παρέχει υπηρεσίες στον πελάτη⁶⁴, καθώς και η υποχρέωση να παρέχουν σε κάθε πελάτη εγγράφως επαρκή ενημέρωση σχετικά με τις παρεχόμενες υπηρεσίες⁶⁵ αντίστοιχα. Στην ενημέρωση αυτή περιλαμβάνεται, όπου συντρέχει περίπτωση, το κόστος των συναλλαγών που εκτελούνται για λογαριασμό του και των υπηρεσιών που του παρέχονται. Στην περίπτωση διαχείρισης χαρτοφυλακίου αυτό πρακτικά

⁶² Βλ. άρθρο 25 παρ. 3, Ν 3606/2007

⁶³ Βλ. άρθρο 25 παρ. 4, Ν 3606/2007

⁶⁴ Βλ. άρθρο 25 παρ. 7, Ν 3606/2007

⁶⁵ Βλ. άρθρο 25 παρ. 8, Ν 3606/2007

σημαίνει ότι η ΑΕΠΕΥ υποχρεούται σε τακτική ενημέρωση και αναφορά προς τους πελάτες το χαρτοφυλάκιο των οποίων διαχειρίζεται.

Στο άρθρο 26 του ν.3606/2007, προβλέπεται η ευθύνη της ΑΕΠΕΥ από παροχή υπηρεσιών μέσω άλλης ΕΠΕΥ. Συγκεκριμένα, η μεσολαβούσα ΕΠΕΥ παραμένει υπεύθυνη για την πληρότητα και την ακρίβεια των διαβιβαζόμενων πληροφοριών, καθώς και για την καταλληλότητα των παρεχόμενων συστάσεων ή συμβουλών για το συγκεκριμένο πελάτη. Από την άλλη, η ΑΕΠΕΥ που λαμβάνει, με τη μεσολάβηση άλλης ΕΠΕΥ, οδηγίες για την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών για λογαριασμό ενός πελάτη μπορεί να βασίζεται στις σχετικές με τον πελάτη πληροφορίες που της γνωστοποιεί η μεσολαβούσα ΕΠΕΥ και σε οποιεσδήποτε συστάσεις έχουν δοθεί στον πελάτη από τη μεσολαβούσα ΕΠΕΥ σχετικά με την υπηρεσία ή με τη συναλλαγή.⁶⁶ Ωστόσο, η ΑΕΠΕΥ παραμένει υπεύθυνη για την παροχή της υπηρεσίας ή την ολοκλήρωση της συναλλαγής βάσει αυτών των πληροφοριών ή συστάσεων.⁶⁷ Σε περίπτωση που ο διαχειριστής παρέχει και επενδυτικές συμβουλές, τότε οφείλει να τηρεί και τις αντίστοιχες διατάξεις της νομοθεσίας για τους παρόχους επενδυτικών συμβουλών και τους Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ.⁶⁸

Μια ακόμη υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ αποτελεί η εκτέλεση εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς για τους πελάτες τους όρους. Η υποχρέωση αυτή ορίζεται στο άρθρο 27 ν. 3606/2007. Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν «να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο, ώστε να επιτυγχάνουν, κατά την εκτέλεση εντολών, το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη, λαμβάνοντας υπόψη την τιμή, το κόστος, την ταχύτητα, την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, τον όγκο, τη φύση και οποιονδήποτε άλλον παράγοντα αφορά την εκτέλεση της εντολής. Σε περίπτωση που υπάρχουν συγκεκριμένες οδηγίες του πελάτη, η εντολή πρέπει να εκτελείται από την ΑΕΠΕΥ σύμφωνα με αυτές τις οδηγίες». Για να επιτύχουν όμως το επιδιωκόμενο βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα, οι ΑΕΠΕΥ πρέπει να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν συγκεκριμένη πολιτική εκτέλεσης εντολών.⁶⁹ Ακόμη, πρέπει να παρέχουν στους πελάτες τους κατάλληλες πληροφορίες σχετικά με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν, αλλά και λαμβάνουν την προηγούμενη συναίνεση των πελατών τους σχετικά με την εν λόγω πολιτική.⁷⁰ Τέλος, κατόπιν αιτήματος των πελατών τους, παρέχουν σε αυτούς τα στοιχεία ότι

⁶⁶ Βλ. άρθρο 26 παρ. 1-2, Ν 3606/2007

⁶⁷ Βλ. άρθρο 26 παρ. 3, Ν 3606/2007

⁶⁸ Βλ. Παπαντώνη, ό.π., σελ. 126

⁶⁹ Βλ. άρθρο 27 παρ. 1-2, Ν 3606/2007

⁷⁰ Βλ. άρθρο 27 παρ. 3, Ν 3606/2007

έχουν εκτελέσει τις εντολές τους σύμφωνα με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν, όπως χαρακτηριστικά προβλέπεται στην παράγραφο 6.

Η εκτέλεση των εντολών πελατών ερείδεται σε κανόνες, όπως επιτάσσει το άρθρο 28 ν. 3606/2007 στην πρώτη παράγραφο. Συγκεκριμένα, «οι ΑΕΠΕΥ που έχουν λάβει άδεια να εκτελούν εντολές για λογαριασμό πελατών είναι αναγκαίο να εφαρμόζουν διαδικασίες και μηχανισμούς ώστε να διασφαλίζεται η έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση των εντολών πελατών σε σχέση με τις εντολές άλλων πελατών ή με τα συμφέροντα της ΑΕΠΕΥ, περιλαμβανομένων των επενδύσεων της ΑΕΠΕΥ σε χρηματοπιστωτικά μέσα». Οι εν λόγω διαδικασίες και μηχανισμοί επιτρέπουν την εκτέλεση συγκρίσιμων εντολών πελατών με κυρίαρχο το στοιχείο της χρονικής προτεραιότητας ανάλογα με το χρόνο λήψης κάθε εντολής από την ΑΕΠΕΥ.⁷¹

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι με το άρθρο 23 της MiFID, δίδεται στα κράτη μέλη η δυνατότητα να ορίσουν ότι οι ΑΕΠΕΥ μπορούν να χρησιμοποιούν για την εκτέλεση των υποθέσεων τους φυσικά ή νομικά πρόσωπα ως συνδεδεμένους αντιπροσώπους. Έτσι, ο έλληνας νομοθέτης, στο άρθρο 29 παράγραφος 1, προβλέπει ότι «οι ΑΕΠΕΥ μπορούν να ορίζουν φυσικά ή νομικά πρόσωπα ως συνδεδεμένους αντιπροσώπους, εφόσον είναι εγγεγραμμένοι στο μητρώο της παραγράφου 5 του άρθρου αυτού, κατόπιν προηγούμενης ενημέρωσης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ή της Τράπεζας της Ελλάδος προκειμένου για πιστωτικά ιδρύματα».⁷² Οι συνδεδεμένοι αντιπρόσωποι δεν επιτρέπεται να κατέχουν χρήματα ή χρηματοπιστωτικά μέσα για λογαριασμό πελατών». Με βάση λοιπόν την παράγραφο 5 του ίδιου άρθρου, «οι συνδεδεμένοι αντιπρόσωποι που είναι εγκατεστημένοι στην Ελλάδα εγγράφονται από την ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα που αντιπροσωπεύουν σε μητρώο συνδεδεμένων αντιπροσώπων που τηρείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και την Τράπεζα της Ελλάδος αντίστοιχα. Το μητρώο ενημερώνεται τακτικά και η πρόσβαση του κοινού είναι ελεύθερη».⁷³

Γ) ΑΠΟΔΕΚΤΕΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ: «ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΕΣ ΠΕΛΑΤΕΣ», «ΙΔΙΩΤΕΣ ΠΕΛΑΤΕΣ» ΚΑΙ «ΕΠΙΛΕΞΙΜΟΙ ΑΝΤΙΣΥΜΒΑΛΛΟΜΕΝΟΙ»

⁷¹ Βλ. άρθρο 28 παρ. 1, Ν 3606/2007

⁷² Βλ. άρθρο 29 παρ. 1, Ν 3606/2007

⁷³ Βλ. άρθρο 29 παρ. 6, Ν. 3606/2007

Αποδέκτης των επενδυτικών υπηρεσιών ορίζεται και στο Ν. 3606/2007 και στην Οδηγία 2004/39/ΕΚ «ο πελάτης». Συγκεκριμένα, στο άρθρο 2 παράγραφος 6 του Ν.3606/2007 ως πελάτης ορίζεται : «το φυσικό ή νομικό πρόσωπο στο οποίο παρέχει επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες μια ΕΠΕΥ ή ένα πιστωτικό ίδρυμα». Εν συνεχεία, ο Ν.3606/2007, όπως και η Οδηγία, προβαίνει σε μια διάκριση των επενδυτών σε επαγγελματίες, ιδιώτες και επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους. Η ΑΕΠΕΥ, πριν την παροχή της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου, πρέπει να κατατάξει τον πελάτη της στην κατηγορία του ιδιώτη ή του επαγγελματία πελάτη, ή του επιλέξιμου αντισυμβαλλόμενου. Η διάκριση αυτή προσδιορίζεται εκ των προτέρων, με δυνατότητα αλλαγής κατηγορίας κατόπιν αιτήματος του πελάτη και έχει ιδιαίτερη σημασία για το επίπεδο προστασίας που θα παρασχεθεί ανάλογα με την κατηγορία, την πληροφόρηση και τις πρωτοβουλίες που θα λαμβάνει ο πελάτης. Συγκεκριμένα, όπως αναλύεται και κατωτέρω, οι επαγγελματίες πελάτες με τις εξειδικευμένες γνώσεις δεν διαθέτουν το ίδιο υψηλό επίπεδο πληροφόρησης και προστασίας που προβλέπεται για τους ιδιώτες πελάτες με την μειωμένη οικονομική δύναμη. Ακόμη, η παραπάνω διάκριση έχει σημασία καθώς δεν είναι όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα διαθέσιμα στους ιδιώτες πελάτες, ενώ υφίστανται και εταιρίες που δεν πραγματοποιούν συναλλαγές με ιδιώτες πελάτες.

Όπως αναφέρθηκε, οι επενδυτικές υπηρεσίες παρέχονται από τις ΑΕΠΕΥ σε «επαγγελματίες πελάτες». Στο άρθρο 2 παρ. 7 του ν.3606/2007 ορίζονται οι επαγγελματίες πελάτες ,ως «οι πελάτες οι οποίοι διαθέτουν την πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να λαμβάνουν τις δικές τους επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμούν δεόντως τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται και οι οποίοι πληρούν τα κριτήρια του άρθρου 6 του ν. 3606/2007». Στο άρθρο αυτό παρατίθενται αναλυτικά οι κατηγορίες πελατών που μπορούν να θεωρηθούν επαγγελματίες πελάτες. Σύμφωνα λοιπόν με το άρθρο 6 παρ. 1 επαγγελματίες πελάτες θεωρούνται: «Οι επιχειρήσεις, οι οποίες υποχρεούνται να λάβουν άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται υποχρεωτικά σε εποπτικούς κανόνες για να ασκήσουν τις χαρακτηριστικές δραστηριότητές τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές και συγκεκριμένα : (α) πιστωτικά ιδρύματα, (β) ΕΠΕΥ, (γ) άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, (δ) ασφαλιστικές επιχειρήσεις, (ε) οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και οι εταιρίες διαχείρισής τους, (στ) συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισής τους, (ζ) διαπραγματευτές σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και συναφών παραγώγων, (η) τοπικές επιχειρήσεις, (θ) ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και άλλοι θεσμικοί επενδυτές. Ακόμη, μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν σε ατομική βάση τουλάχιστον δύο από τα ακόλουθα κριτήρια μεγέθους: (α) σύνολο ισολογισμού: 20.000.000 ευρώ, (β) καθαρό κύκλο εργασιών: 40.000.000 ευρώ, (γ) ίδια κεφάλαια:

2.000.000 ευρώ. Επαγγελματίες θεωρούνται και οι εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις, οι δημόσιοι φορείς που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, οι κεντρικές τράπεζες, οι διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί, όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων. Τέλος, και άλλοι θεσμικοί επενδυτές, των οποίων κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων οντοτήτων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού ή άλλες χρηματοδοτικές συναλλαγές». Σύμφωνα με τα ανωτέρω άρθρα γίνεται αντιληπτό ότι οι επαγγελματίες πελάτες χαρακτηρίζονται από πείρα και εξειδικευμένες γνώσεις με αποτέλεσμα να μπορούν να διαβλέπουν τους επενδυτικούς κινδύνους και να λαμβάνουν συνειδητά επενδυτικές αποφάσεις. Η διαφορά αυτών με τους ιδιώτες πελάτες αφορά κατά βάση το επίπεδο προστασίας που αυτοί απολαμβάνουν. Εντούτοις, οι επαγγελματίες πελάτες δύνανται να ζητήσουν να αντιμετωπίζονται ως μη επαγγελματίες και ως εκ τούτου να λαμβάνουν από τις ΑΕΠΕΥ ένα υψηλότερο επίπεδο προστασίας.⁷⁴

Σύμφωνα με την παράγραφο 8 του άρθρου 2 του Ν.3606/2007, ιδιώτης είναι «κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας». Επομένως, κάθε πελάτης της ΑΕΠΕΥ που δεν πληροί τις προϋποθέσεις του άρθρου 2 παρ. 7 και του άρθρου 6 του νόμου, θεωρείται ιδιώτης πελάτης. Ο ορισμός του ιδιώτη συνάγεται εξ αντιδιαστολής με κυριότερα χαρακτηριστικά του την απειρία του, την έλλειψη εξειδικευμένων γνώσεων και τη μειωμένη οικονομική του δύναμη. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα να χρήζει υψηλότερου επιπέδου προστασίας σε σχέση με τον επαγγελματία. Ο επενδυτής, εφόσον πληρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, μπορεί να ενταχθεί στην κατηγορία του επαγγελματία πελάτη, προκειμένου να έχει πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικά μέσα που δεν είναι διαθέσιμα στους ιδιώτες πελάτες ή να γίνει πελάτης εταιρίας που δεν συναλλάσσεται με ιδιώτες πελάτες. Ο επενδυτής που θέλει να γίνει επαγγελματίας πελάτης πρέπει να είναι ικανός να λαμβάνει μόνος του επενδυτικές αποφάσεις και να αξιολογεί τους αναλαμβανόμενους κινδύνους, ώστε να μη χρειάζεται υψηλό επίπεδο προστασίας. Γίνεται αντιληπτό ότι η διαδικασία αλλαγής κατηγορίας για τον ιδιώτη επενδυτή είναι ιδιαίτερα αυστηρή και υπό πολλές προϋποθέσεις, καθώς με αυτήν ο ιδιώτης στην ουσία παραιτείται από ένα πολύ σημαντικό τμήμα της παρεχόμενης προστασίας με τους κανόνες συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ, και για το λόγο αυτό πριν γίνει δεκτή η αλλαγή της κατηγορίας του θα πρέπει να προκύπτει η εξοικειώσή του με τον συναφή τομέα επενδύσεων ώστε να γνωρίζει και να κατανοεί τους επενδυτικούς κινδύνους.

⁷⁴ Βλ. άρθρο 6 παρ. 2-4, Ν. 3606/2007

Οι επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχουν οι ΑΕΠΕΥ δεν περιορίζονται μόνο σε πελάτες – επενδυτές, αλλά και σε ως «επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους» Οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι αποτελούν διαφορετική κατηγορία από τους επαγγελματίες ή ιδιώτες πελάτες. Στο νόμο 3606/2007 χαρακτηρίζονται ως «επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι» οι επαγγελματίες νομικά πρόσωπα. Συγκεκριμένα, απαριθμούνται στο άρθρο 30 παρ.2 ν.3606/2007 ως επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι «οι ΑΕΠΕΥ, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και οι εταιρίες διαχείρισης τους, οι ανώνυμες εταιρίες επενδύσεως χαρτοφυλακίου, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισης τους, άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις κοινοτικού δικαίου ή του δικαίου κράτους - μέλους, οι επιχειρήσεις που εξαιρούνται από την εφαρμογή του νόμου αυτού σύμφωνα με τις περιπτώσεις ια' και ιβ' της παραγράφου 3 του άρθρου 3, οι εθνικές κυβερνήσεις και οι αντίστοιχες υπηρεσίες τους, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, οι κεντρικές τράπεζες και οι υπερεθνικοί οργανισμοί». ⁷⁵Οι επιχειρήσεις αυτές μπορούν να ζητήσουν να αντιμετωπιστούν, είτε γενικά είτε για συγκεκριμένες συναλλαγές, ως πελάτες των οποίων οι σχέσεις με την ΑΕΠΕΥ υπόκεινται στις διατάξεις των άρθρων 25, 27 και 28 του ίδιου νόμου. Σε περίπτωση που ο αντισυμβαλλόμενος της ΑΕΠΕΥ ανήκει σε μία από τις παραπάνω κατηγορίες, οι ΑΕΠΕΥ δεν υποχρεούνται να συμμορφώνεται προς τις απαιτήσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς, ήτοι την προστασία των επενδυτών και την βέλτιστη εκτέλεση των εντολών.

Δ) ΟΔΗΓΙΕΣ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ (MiFID και MiFID II).

Η MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) είναι η οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (Οδηγία 2004/39/EK). Ισχύει από τον Νοέμβριο του 2007 και αποτελεί ακρογωνιαίο λίθο της ρύθμισης των χρηματοπιστωτικών αγορών της ΕΕ. Κυριαρχεί στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε χρηματοπιστωτικά μέσα από τράπεζες και επιχειρήσεις επενδύσεων, καθώς και στη λειτουργία παραδοσιακών χρηματιστηρίων και εναλλακτικών τόπων διαπραγμάτευσης. Ενώ η MiFID δημιούργησε ανταγωνισμό μεταξύ αυτών των υπηρεσιών και επέφερε περισσότερες επιλογές και χαμηλότερες τιμές για τους επενδυτές, οι ελλείψεις εκτέθηκαν αμέσως μετά την οικονομική κρίση.

⁷⁵ Βλ. άρθρο 30 παρ. 2, Ν. 3606/2007

Τον Ιούνιο του 2014, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε νέους κανόνες για την αναθεώρηση του πλαισίου MiFID. Αυτές συνίστανται σε μία οδηγία (Markets in Financial Instruments Directive II, ήτοι MiFID II - 2014/65/EK) και σε έναν κανονισμό (Markets in Financial Instruments Regulation, ήτοι MiFIR - 600/2014), καθώς και στους κατ' εξουσιοδότηση κανονισμούς που τους συνοδεύουν, οι οποίοι πρόκειται να αντικαταστήσουν την MiFID. Τα νομοθετήματα αυτά προβλέπουν ένα ενημερωμένο εναρμονισμένο νομικό πλαίσιο αναφορικά με τις υποθέσεις και τις απαιτήσεις που αφορούν τις εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στοχεύοντας στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως σύνολο αλλά και στην προστασία των μεμονωμένων επενδυτών.

Η MiFID II αποσκοπεί στην ενίσχυση των ισχυόντων ευρωπαϊκών κανόνων για τις αγορές κινητών αξιών. Με την αναθεώρηση λοιπόν των κανόνων της MiFID, ενισχύεται επίσης η προστασία των επενδυτών, με την εισαγωγή απαιτήσεων σχετικά με την οργάνωση και τη συμπεριφορά των φορέων στις αγορές αυτές αλλά και τη βελτίωση της διαφάνειας και της εποπτείας των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Περαιτέρω, μεταξύ των λοιπών απαιτήσεων που καθορίζει η MiFIR, είναι και οι ειδικές εποπτικές ενέργειες σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα και θέσεις σε παράγωγα.

Η πρωτοβουλία για την εισαγωγή τους ξεκίνησε το 2011. Η ημερομηνία εφαρμογής της MiFID II και της MiFIR ήταν αρχικά προγραμματισμένη για τις 3 Ιανουαρίου 2017. Στη συνέχεια, παρατάθηκε στις 3 Ιανουαρίου 2018,⁷⁶ ενώ έχει δοθεί στα κράτη μέλη χρονικό περιθώριο μέχρι τις 3 Ιουλίου του 2017 για την ενσωμάτωση της MiFID II στο εκάστοτε εθνικό δίκαιο.

V. ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΑΕΠΕΥ

Οι Κανόνες Συμπεριφοράς των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών έχουν θεσπιστεί με την υπ' αριθμόν 1/452/1.11.2007 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και σκοπός τους είναι οι ΑΕΠΕΥ να ενεργούν με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό κατά την παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σε πελάτες, ώστε να εξυπηρετούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους και ειδικότερα να συμμορφώνονται με τις αρχές

⁷⁶ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-MiFID_en

που αναφέρονται στην εκάστοτε ισχύουσα νομοθεσία. Η ανωτέρω απόφαση αντικατέστησε τις διατάξεις του μέχρι τότε ισχύοντος Κώδικα Δεοντολογίας ΕΠΕΥ (Υπουργική Απόφαση 122/1997) και έχει σκοπό την ενσωμάτωση των άρθρων 2, 3, 26 έως 50 και 52 της Οδηγίας 2006/73/EK της Επιτροπής της 10^{ης} Αυγούστου 2006 «για την εφαρμογή της Οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας».⁷⁷ Οι κανόνες αυτοί εφαρμόζονται, μεταξύ άλλων, τόσο στις ΑΕΠΕΥ όσο και σε πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν μία ή περισσότερες επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες. Οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ περιλαμβάνουν διατάξεις που αφορούν την πληροφόρηση πελατών και δυνητικών πελατών, την αξιολόγηση καταλληλότητας και συμβατότητας, την ενημέρωση πελατών, τη βέλτιστη εκτέλεση εντολών και τις αντιπαροχές της ΑΕΠΕΥ. Οι υποχρεώσεις αυτές θεωρείται ότι σε μεγάλο βαθμό εξειδικεύουν τις επιταγές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών που προκύπτουν από τα άρθρα ΑΚ 281, 288, 197 και 198.

Α) ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΠΕΛΑΤΩΝ ΚΑΙ ΔΥΝΗΤΙΚΩΝ ΠΕΛΑΤΩΝ

Όλες οι πληροφορίες που απευθύνονται σε ιδιώτες πελάτες ή τις οποίες διαδίδει η ΑΕΠΕΥ με τρόπο που καθιστά πιθανή τη λήψη τους από ιδιώτες πελάτες πρέπει να πληρούν τις προϋποθέσεις, ώστε να είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές, όπως ορίζει το άρθρο 4 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ. Ακόμη, η ΑΕΠΕΥ ενημερώνει τους πελάτες της για την κατηγοριοποίησή τους ως ιδιώτες ή επαγγελματίες πελάτες ή επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους, ενώ παράλληλα τους γνωστοποιεί το δικαίωμά τους να ζητήσουν την κατάταξή τους σε άλλη κατηγορία πελατών με τους αντίστοιχους περιορισμούς που αυτό συνεπάγεται αναφορικά με το επίπεδο προστασίας τους. Στα επόμενα άρθρα (7-10) των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ, προβλέπονται οι πληροφορίες που παρέχονται στους πελάτες αναφορικά με (α) την ΑΕΠΕΥ και τις υπηρεσίες που παρέχει, (β) τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, καθώς και κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποιήσεις σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα ή με την υιοθέτηση των εν λόγω επενδυτικών στρατηγικών, (γ) τη φύλαξη των χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων και (δ) το κόστος και τις σχετικές χρεώσεις που τους βαρύνουν.

Β) ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΤΗΤΑΣ

⁷⁷ Βλ. άρθρο 1, Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να διενεργούν «έλεγχο καταλληλότητας» των πελατών, ο οποίος προβλέπεται στο άρθρο 25 παρ. 4 ν.3606/2007 και στο άρθρο 12 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ. Στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίων, λαμβάνουν από τους πελάτες τις απαραίτητες πληροφορίες ώστε να κατανοήσουν τα βασικά δεδομένα του πελάτη και να σχηματίσουν εύλογα την πεποίθηση, λαμβάνοντας υπόψη τη φύση και την έκταση της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας, ότι η συγκεκριμένη συναλλαγή που καταρτίζεται στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, πληροί τα παρακάτω κριτήρια. Πρώτον, είναι σύμφωνη με τους επενδυτικούς στόχους που έχει ο συγκεκριμένος πελάτης. Δεύτερον, με βάση τους επενδυτικούς του στόχους, ο πελάτης έχει την οικονομική δυνατότητα να αναλάβει το βάρος των σχετικών επενδυτικών κινδύνων. Τρίτον, ο πελάτης διαθέτει την αναγκαία πείρα και γνώση, ώστε να κατανοεί τους κινδύνους που ενέχει η διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.

Στο άρθρο 12 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ εξειδικεύονται οι πληροφορίες που η ΑΕΠΕΥ οφείλει να συλλέγει από τους πελάτες και από τους δυνητικούς πελάτες σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική κατάσταση, την πείρα και τις γνώσεις του πελάτη. Όσον αφορά στους επενδυτικούς στόχους, η πληροφόρηση περιλαμβάνει στοιχεία για (α) το χρονικό διάστημα για το οποίο ο πελάτης επιθυμεί να διατηρήσει την επένδυση, (β) τις προτιμήσεις του όσον αφορά την ανάληψη κινδύνου, (γ) το επενδυτικό του προφίλ και (δ) τους σκοπούς της επένδυσης. Η πληροφόρηση που αφορά στην οικονομική κατάσταση του πελάτη περιλαμβάνει στοιχεία για (α) την προέλευση και το ύψος των τακτικών του εισοδημάτων, (β) τα περιουσιακά του στοιχεία, περιλαμβανομένων των ρευστών του διαθεσίμων, των επενδύσεων και των ακινήτων του και (γ) τις τακτικές οικονομικές του υποχρεώσεις. Αναφορικά με τη γνώση και την πείρα που διαθέτει ο πελάτης στον τομέα των επενδύσεων, η πληροφόρηση πρέπει να περιλαμβάνει τα παρακάτω στοιχεία, στο μέτρο που είναι κατάλληλα για τον συγκεκριμένο πελάτη, το είδος και την έκταση της υπηρεσίας που θα παρασχεθεί, καθώς και το είδος του προϊόντος ή της συναλλαγής που προβλέπεται να πραγματοποιηθεί, συμπεριλαμβανομένης της πολυπλοκότητάς τους και των κινδύνων που ενέχουν: (α) τα είδη των επενδυτικών υπηρεσιών, των συναλλαγών και χρηματοπιστωτικών μέσων με τα οποία είναι εξοικειωμένος ο πελάτης, (β) τη φύση, τον όγκο και τη συχνότητα των συναλλαγών του πελάτη σε χρηματοπιστωτικά μέσα και τη χρονική περίοδο κατά την οποία πραγματοποιήθηκαν, (γ) το μορφωτικό επίπεδο και το επάγγελμα ή συναφές προηγούμενο επάγγελμα του πελάτη.

Με βάση τα όσα ορίζονται στην παράγραφο 5 του άρθρου 12 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ, σε περίπτωση που η ΑΕΠΕΥ δεν διενεργήσει ως προς συγκεκριμένο πελάτη τον

προβλεπόμενο «έλεγχο καταλληλότητας», δεν προβαίνει στη διαχείριση χαρτοφυλακίου του. Ακόμη, η ΑΕΠΕΥ, οφείλει να αποτρέπει τους πελάτες από το να μην παρέχουν τις απαιτούμενες πληροφορίες για την αξιολόγηση της καταλληλότητας. Δικαιούται μάλιστα να βασίζεται στην πληροφόρηση που της παρέχουν εκείνοι, εκτός εάν γνωρίζει ή όφειλε να γνωρίζει ότι η πληροφόρηση αυτή είναι καταφανώς παρωχημένη, ανακριβής ή ελλιπής.

Τέλος, όσον αφορά στον τύπο της σύμβασης που συνάπτεται μεταξύ της ΑΕΠΕΥ και του νέου ιδιώτη πελάτη στον οποίο πρόκειται να παράσχει επενδυτικές υπηρεσίες, αυτή είναι έγγραφη, σε έγχαρτη μορφή ή μέσω άλλου σταθερού μέσου. Έχει ως περιεχόμενο τα ουσιώδη δικαιώματα και υποχρεώσεις της ΑΕΠΕΥ και του πελάτη αντίστοιχα, τα οποία μπορεί να ενσωματώνονται, με μορφή παραπομπής, σε άλλα έγγραφα ή νομικά κείμενα.

Γ)ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΠΕΛΑΤΩΝ ΕΝΤΟΣ ΠΛΑΙΣΙΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

Σε περίπτωση που η ΑΕΠΕΥ παρέχει την υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου υποχρεούται να ενημερώνει περιοδικά (ανά εξάμηνο) τους ιδιώτες πελάτες αυτής, μεταξύ άλλων, για: το περιεχόμενο και την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου, αμοιβές και προμήθειες που χρεώθηκαν, σύγκριση της απόδοσης, μερίσματα, τόκους και πληρωμές που λήφθηκαν, καθώς και σχετικά με άλλες εταιρικές πράξεις.⁷⁸ Ο αντισυμβαλλόμενος δύναται να ζητήσει να λαμβάνει την ως άνω ενημέρωση ανά τρίμηνο.⁷⁹ Δύναται, επίσης, να ζητήσει να ενημερώνεται αμέσως για τις συναλλαγές που εκτελούνται από το διαχειριστή του χαρτοφυλακίου του.⁸⁰

Ακόμη, η ΑΕΠΕΥ που διαχειρίζεται χαρτοφυλάκια ιδιωτών πελατών που περιλαμβάνουν ακάλυπτη ανοικτή θέση σε συναλλαγή, η οποία μπορεί να δημιουργήσει ενδεχόμενη υποχρέωση, οφείλει, επιπροσθέτως, να γνωστοποιεί στον ιδιώτη πελάτη κάθε ζημία που υπερβαίνει το προκαθορισμένο όριο που έχει συμφωνηθεί μεταξύ εκείνου και της ΑΕΠΕΥ, το αργότερο στο τέλος της εργάσιμης μέρας κατά την οποία σημειώθηκε η υπέρβαση του ορίου ή στο κλείσιμο της επόμενης εργάσιμης μέρας, εάν η υπέρβαση του ορίου σημειώθηκε σε μη εργάσιμη μέρα.⁸¹

Η ΑΕΠΕΥ, η οποία κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα ή κεφάλαια πελάτη και παρέχει την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίων μπορεί να ενσωματώνει την κατάσταση

⁷⁸ Βλ. άρθρο 18 παρ.2 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

⁷⁹ Βλ. άρθρο 18 παρ.4 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

⁸⁰ Βλ. άρθρο 18 παρ.2 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

⁸¹ Βλ. άρθρο 19 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

περιουσιακών στοιχείων του πελάτη στην περιοδική ενημέρωση που προβλέπει το άρθρο 18 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ.⁸²

Δ)ΒΕΛΤΙΣΤΗ ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ

Στο άρθρο 21 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ, απαριθμούνται τα κριτήρια που πρέπει να λαμβάνει υπόψη της η ΑΕΠΕΥ κατά την εκτέλεση εντολών πελατών, ενισχύοντας την πρόβλεψη της παραγράφου 1 του άρθρου 27 του ν. 3606/2007, η οποία στοχεύει στην βέλτιστη εκτέλεση εντολών (*best execution*). Τα κριτήρια που η ΑΕΠΕΥ λαμβάνει υπόψη της είναι (α) τα χαρακτηριστικά του πελάτη και η κατηγοριοποίησή του, (β) τα χαρακτηριστικά της εντολής που η ΑΕΠΕΥ έλαβε από τον πελάτη, (γ) τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν το αντικείμενο της εντολής και (δ) τα χαρακτηριστικά των τρόπων εκτέλεσης της εντολής.⁸³ Η ΑΕΠΕΥ λαμβάνει κάθε εύλογο μέτρο προκειμένου να πετύχει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τον πελάτη της, ακολουθώντας τις οδηγίες του.

VI. ΕΥΘΥΝΗ ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ

1.ΓΕΝΙΚΟ ΚΑΘΗΚΟΝ ΕΠΙΜΕΛΕΙΑΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΣΥΜΦΕΡΟΝΤΩΝ ΤΩΝ ΠΕΛΑΤΩΝ ΕΚ ΜΕΡΟΥΣ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ

Με τη συναλλακτική διερευνητική επαφή ενός οποιουδήποτε προσώπου με τους υπαλλήλους (προσθηθέντες) ή με τους διαθέτοντες οργανική αντιπροσωπευτική εξουσία για διενέργεια συναλλαγών στο όνομα μιας τράπεζας αρχίζει το συναλλακτικό στάδιο των διαπραγματεύσεων, που προηγείται της σύναψης μιας ή περισσότερων τραπεζικών συμβάσεων, ανεξάρτητα από το αν, τελικά, αυτές θα καταρτισθούν ή όχι. Από γενικής απόψεως, όπως δηλαδή σε κάθε συναλλαγή, το στάδιο αυτό χαρακτηρίζεται από μια συναλλακτική επαφή, η οποία είναι γενεσιουργός λόγος ενός χαλαρού ενοχικού δεσμού, από τον οποίο δεν απορρέει υποχρέωση του ενός ή του άλλου μέρους για συγκεκριμένη παροχή, αλλά η υποχρέωση μόνο αμοιτέρων των μερών να τηρήσουν αμοιβαία «την εκ της καλής πίστεως και των συναλλακτικών ηθών υπαγορευμένη συμπεριφορά (ΑΚ 197)».

Είναι δε γεγονός ότι η νομοθεσία, που περιβάλλει τις τραπεζικές επιχειρήσεις, περιλαμβάνει σε μεγάλο βαθμό διατάξεις προστατευτικές τόσο του κοινωνικού συνόλου, όσο και των πελατών των τραπεζών. Αυτή καθ' εαυτή η δυνατότητα της τράπεζας να επεμβαίνει σε ουσιώδεις

⁸² Βλ. άρθρο 20 παρ.4 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

⁸³ Βλ. άρθρο 21 παρ. 1 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

περιουσιακές υποθέσεις του κάθε πελάτη της, προσφέροντάς του οικονομικές και άλλες διευκολύνσεις, προϋποθέτει από την φύση της σχέση εμπιστοσύνης.

Αυτή η σχέση εμπιστοσύνης χαρακτηρίζει κάθε τραπεζική σύμβαση και διακηρύσσεται, μάλιστα, πανηγυρικά στα προοίμια των τραπεζικών γενικών όρων συναλλαγών. Η νομοθετική αναγνώριση της σχέσης αυτής εμπιστοσύνης, που εγκαθιδρύεται με την έναρξη των διαπραγματεύσεων, συγκεκριμενοποιείται στο στάδιο της συμβατικής δέσμευσης και συνεχίζεται ακόμα και μετά τη λήξη της τραπεζικής σύμβασης, γίνεται στα άρθρα 197-198 και 288 ΑΚ. Αποτελεί, δηλαδή, και αυτή, απόρροια εφαρμογής της αρχής της καλής πίστεως, η οποία, στα πλαίσια των τραπεζικών συμβάσεων, προσλαμβάνει ιδιαίτερα ευρύ περιεχόμενο και ένταση.

Από τη σχέση εμπιστοσύνης, όπως αυτή θεμελιώνεται κατά τα ανωτέρω, απορρέουν υποχρεώσεις της τράπεζας για διαφώτιση, συμβουλευτική καθοδήγηση και προειδοποίηση του πελάτη περί κινδύνων, που ενδεχομένως απειλούν τα συμφέροντά του. Οι υποχρεώσεις αυτές δημιουργούνται αυτόματα, με την έναρξη ήδη του σταδίου των διαπραγματεύσεων.⁸⁴ Ήδη από το στάδιο των διαπραγματεύσεων για τη σύναψη μιας επιμέρους τραπεζικής σύμβασης ή ακόμη και της απλής συναλλακτικής επαφής μπορεί να προκύψουν υποχρεώσεις της τράπεζας για προστασία του πελάτη, το περιεχόμενο των οποίων συγκαθορίζεται από την καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη που επικρατούν στον εκάστοτε επαγγελματικό κλάδο. Οι εξειδικευμένες γνώσεις της τράπεζας και η ιδιαίτερη σχέση εμπιστοσύνης που δημιουργείται ήδη κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων επιβάλλουν στη τράπεζα ιδιαίτερες υποχρεώσεις συμπεριφοράς προς τον πελάτη της. Σύμφωνα με την κρατούσα άποψη, οι διαπραγματεύσεις αρχίζουν όταν εκδηλωθεί με οποιονδήποτε τρόπο, ακόμη και προφορικά ή σιωπηρώς, ενδιαφέρον για τη σύναψη της σύμβασης. Αυτό μπορεί να συμβεί ακόμη και πριν από την υποβολή πρότασης ή πρόσκλησης για την υποβολή πρότασης, αρκεί δηλαδή οποιαδήποτε συναλλακτική επαφή, όπως π.χ. η είσοδος του υποψηφίου πελάτη στο κατάστημα της τράπεζας. Έτσι η τράπεζα είναι υποχρεωμένη να ενημερώνει και να διαφωτίζει τον πελάτη για όλες τις σημαντικές πτυχές της μέλλουσας σύμβασης από το στάδιο αυτό.⁸⁵ Ιδιαίτερα σημαντική είναι η εκπλήρωση των παραπάνω υποχρεώσεων από την τράπεζα, σε περιπτώσεις πολύπλοκων θεμάτων ή υποθέσεων του πελάτη με σημαντικούς οικονομικούς ή πιστωτικούς ή άλλους κινδύνους, όταν η ίδια έχει το προνόμιο επιλεκτικής γνώσεως ορισμένων θεμάτων ή όταν

⁸⁴ Βλ. ΠολΠρωτΘες 19932/2009, ΝΟΜΟΣ; Βλ. *Ψυχομάνη*, Τραπεζικό Δίκαιο- Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008, σελ.36

⁸⁵ Βλ. *Γεωργιάδη*, Οι υποχρεώσεις της τράπεζας για ενημέρωση, διαφώτιση και παροχή συμβουλών στον πελάτη, ΧρΙΔ Η'/2008, σελ. 865 επ.

μπορεί να διαγνώσει σχετική απειρία του πελάτη. Κατά τη σύναψη με την τράπεζα συμβάσεων διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η εκπλήρωση των παραπάνω υποχρεώσεων διαφαίνεται ουσιώδης.

Η παράβαση αυτών των υποχρεώσεων μπορεί να επιφέρει, είτε τις συνέπειες της ευθύνης της τράπεζας από διαπραγματεύσεις και την αποκατάσταση του αρνητικού διαφέροντος (197-198 ΑΚ), είτε τις συνέπειες της πλημμελούς εκπλήρωσης της παροχής της τράπεζας (ΑΚ 288), να γεννηθεί δηλαδή, υποχρέωση, κυρίως, αποζημιώσεως του πελάτη (θετικό διαφέρον), εφόσον υπάρχει υπαιτιότητα της τράπεζας.⁸⁶

Α)ΕΥΘΥΝΗ ΑΠΟ ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΕΙΣ

Όπως αναλύθηκε και ανωτέρω, ήδη κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων, λόγω των εξειδικευμένων γνώσεων της τράπεζας και της ιδιαίτερης σχέσης εμπιστοσύνης που δημιουργείται μεταξύ εκείνης και του πελάτη της, επιβάλλονται στην τράπεζα ιδιαίτερες υποχρεώσεις συμπεριφοράς προς τον πελάτη της. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση των διαπραγματεύσεων για κατάρτιση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η τράπεζα είναι υποχρεωμένη να παράσχει στον επενδυτή κάθε χρήσιμη πληροφορία, λαμβάνοντας υπόψη το πρόσωπο του επενδυτή, το είδος και την έκταση των σκοπούμενων συναλλαγών. Επιπλέον, οφείλει να συλλέξει τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά με το πρόσωπο του επενδυτή, κυρίως για την οικονομική του κατάσταση, τις γνώσεις και την εμπειρία του στον τομέα των επενδύσεων και τους επενδυτικούς του στόχους. Σε περίπτωση που κατά το στάδιο κατάρτισης της σύμβασης, ο διαχειριστής είτε δεν παρείχε στον επενδυτή την κατάλληλη ενημέρωση είτε παρέλειψε να συλλέξει τις απαραίτητες πληροφορίες που συνθέτουν το προφίλ του επενδυτή, μπορεί να προκύψει ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις (ΑΚ 198 και 199).⁸⁷ Με βάση τους Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ, η ενημέρωση και πληροφόρηση των ΑΕΠΕΥ αφορά και τους υποψήφιους πελάτες, εκείνους δηλαδή που έρχονται σε επαφή με τις ΑΕΠΕΥ χωρίς να έχουν συνάψει ακόμα σύμβαση με αυτές. Επομένως, εφόσον ο υποψήφιος επενδυτής συμβληθεί εν τέλει με την τράπεζα αλλά πριν την κατάρτιση της σύμβασης είχε λάβει εσφαλμένη ή παραπλανητική ενημέρωση ή η ΑΕΠΕΥ δεν είχε συλλέξει τις απαραίτητες πληροφορίες που συνθέτουν το προφίλ του επενδυτή, θα μπορούσε να θεμελιωθεί αποζημιωτικό αίτημα στην ευθύνη από διαπραγματεύσεις (*culpa in contrahendo*). Για την ευδοκίμηση ενός τέτοιου αιτήματος όμως θα πρέπει επιπλέον να αποδειχθεί η υπαιτιότητα της τράπεζας καθώς και το ότι η ανακριβής πληροφόρηση συνέβαλλε αιτιωδώς στην επέλευση ζημίας του επενδυτή.

⁸⁶ Βλ. Ψυχομάνη, ό.π., σελ. 71

⁸⁷ Βλ. Καρατζένη, ό.π. σελ.427; Παπαντώνη, ό.π., σελ. 140

Β)ΕΝΔΟΣΥΜΒΑΤΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ

Ο διαχειριστής ευθύνεται για τη μη εκπλήρωση ή για πλημμελή εκπλήρωση των συμβατικών του υποχρεώσεων.⁸⁸ Από τον συνδυασμό των διατάξεων των άρθρων 713 και 714 ΑΚ προκύπτει ότι, ο εντολοδόχος οφείλει να διεξάγει την ανατεθείσα σ' αυτόν υπόθεση, να πράξει δηλαδή για λογαριασμό του εντολέα του κάθε τι, που υποσχέθηκε και επιβάλλει η φύση της υποθέσεως, ευθυνόμενος έναντι του εντολέα για κάθε πταίσμα. Έτσι, σε περίπτωση μη εκπλήρωσης της σύμβασης ή πλημμελούς εκπλήρωσης ή παράβασης των νομίμων υποχρεώσεων αξιώνεται, όχι ο μειωμένος βαθμός επιμέλειας των λοιπών χαριστικών συμβάσεων (δόλος ή βαριά αμέλεια), αλλά, λόγω του εμπιστευτικού χαρακτήρα της εντολής, η αυξημένη επιμέλεια κοινού οφειλέτη και υποχρεούται ο εντολοδόχος να ανορθώσει την οφειλόμενη σε πταίσμα του θετική ή αποθετική ζημία του εντολέως, σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 297, 298, 330 και 335 ΑΚ. Σε περίπτωση λοιπόν που ο διαχειριστής παραβεί την υποχρέωση ενημέρωσης του πελάτη του, ευθύνεται για κάθε ζημία που θα υποστεί ο πελάτης του από την έλλειψη ενημέρωσης.⁸⁹

Έτσι, για να ευθύνεται ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου δεν αρκεί η ύπαρξη απώλειας ή έλλειψης κερδών, αλλά πρέπει να αποδειχθεί ότι δεν εκτέλεσε την παροχή του σαν έμπειρος επαγγελματίας.⁹⁰ Η σύμβαση της εντολής μπορεί να συναφθεί και σιωπηρώς (ΑΚ 158, 713), λόγω δε του προσωπικού και εμπιστευτικού χαρακτήρα της, ο εντολοδόχος μπορεί να αναλάβει τη διεξαγωγή της υπόθεσης του εντολέα, είτε ύστερα από παράκλησή του, είτε ακόμη κι από δική του πρωτοβουλία, εφόσον ο εντολέας γνωρίζει τούτο και δεν αντιλέγει.⁹¹ Άλλωστε, σύμφωνα με το άρθρο 717 ΑΚ, ο διαχειριστής μπορεί να παρεκκλίνει από τα όρια της εντολής, μόνο στην περίπτωση που αδυνατεί να ειδοποιήσει τον εντολέα του, υπό την προϋπόθεση ότι γνώριζε ο εντολέας θα είχε εγκρίνει την εν λόγω παρέκκλιση, αν γνώριζε τα περιστατικά που την προκάλεσαν.⁹²

Κατά το στάδιο της συμβατικής δέσμευσης, η σχέση εμπιστοσύνης, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, η οποία ερείδεται νομοθετικά στην ΑΚ 288, επιβάλλει στην τράπεζα τις γενικές υποχρεώσεις, αφενός μεν της τήρησης εξαιρετικής επιμέλειας ως προς την εξυπηρέτηση του αντισυμβληθέντος πελάτη της, αφετέρου δε της πρόταξης, σε περιπτώσεις σύγκρουσης

⁸⁸ Βλ. *Καρατζένη*, ό.π., σελ. 427

⁸⁹ Βλ. *Παπαντώνη*, ό.π., σελ.140

⁹⁰ Βλ. *Παπαντώνη*, ό.π., σελ.145

⁹¹ Βλ. ΑΠ 1614/1999 (ΝΟΜΟΣ); ΑΠ 2212/2014 Α1 Τμ., ΧρηΔικ τ.1/2015, σελ.130

⁹² Βλ. *Παπαντώνη*, ό.π., σελ.149

συμφερόντων, του συμφέροντος αποκλειστικά του πελάτη της. Από την πλευρά του, ο τελευταίος οφείλει, επίσης, να επιδεικνύει ιδιαίτερα ειλικρινή συμπεριφορά και επιμέλεια. Η παράβαση των υποχρεώσεων αυτών, που θεωρούνται, επίσης, συμβατικές, συνεπάγεται ενδοσυμβατική ευθύνη του παραβάτη.⁹³

Γ)ΑΔΙΚΟΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ

Από τις διατάξεις των άρθρων 298, 330 και 914 ΑΚ προκύπτει ότι, η πρόκληση βλάβης στην περιουσία ορισμένου προσώπου, η οποία συνδέεται προς τις παρεχόμενες από την τράπεζα επενδυτικές υπηρεσίες, συνιστά όρο θεμελίωσης της αστικής ευθύνης της τελευταίας σε καταβολή αποζημιώσεως λόγω αδικοπραξίας, εφόσον επιπλέον υφίστανται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις υπαγωγής της συγκεκριμένης βιοτικής σχέσεως στους κανόνες των ως άνω διατάξεων. Οι επενδυτές, λοιπόν, θα μπορούσαν ενδεχομένως να στηρίζουν αξιώσεις αποζημίωσης σε αδικοπρακτική ευθύνη των ΑΕΠΕΥ (914 ΑΚ). Οι προϋποθέσεις θεμελίωσης της ανωτέρω μορφής ευθύνης απαιτούν την ύπαρξη σχέσης αιτιώδους συνάφειας μεταξύ των παρεχόμενων υπηρεσιών με το επελθόν ζημιογόνο αποτέλεσμα, καθώς και υπαίτια εκδήλωση παράνομης συμπεριφοράς, μέσω της οποίας εκ μέρους της τράπεζας, που παρέχει τις υπηρεσίες, παραβιάζονται οι συναλλακτικές της υποχρεώσεις, όπως το ειδικότερο περιεχόμενο αυτών στην συγκεκριμένη περίπτωση, προσδιορίζεται σύμφωνα με τους κανόνες των άρθρων 281, 288 ΑΚ. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να αναζητηθεί η προϋπόθεση του παρανόμου. Ωστόσο, η περιουσία δε συνιστά απόλυτο αγαθό και συνεπώς προσβολή αυτής με πρόκληση περιουσιακής ζημίας του επενδυτή δεν είναι καθεαυτή παράνομη. Απουσιάζει συνεπώς το στοιχείο του παρανόμου που απαιτείται από το άρθρο ΑΚ 914, και συνεπώς η απλώς αμελής συμπεριφορά των ΑΕΠΕΥ αναφορικά με την ενημέρωση του επενδυτή δεν μπορεί να στοιχειοθετήσει βάση αξίωσης εκ του ΑΚ 914. Ωστόσο, οι διατάξεις των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ, οι οποίες επιδρούν διαμορφωτικά στο περιεχόμενο της συμβατικής σχέσης, μπορούν να θεμελιώσουν καταρχήν το παράνομο κατ' άρθρον 914 ΑΚ⁹⁴, αν και κάτι τέτοιο ίσως αποτελεί μια διευρυμένη ερμηνεία της έννοιας του παρανόμου. Ειδικότερη μορφή παραβίασεως των κανόνων αυτών αποτελεί η εκ μέρους της τράπεζας παράλειψη εκπληρώσεως των υποχρεώσεων εκτιμήσεως των συμφερόντων του πελάτη, διαφωτίσεως, παροχής συμβουλευτικής καθοδηγήσεως και προειδοποιήσεως αυτού. Υπό την έννοια αυτή οι συγκεκριμένες συναλλακτικές υποχρεώσεις παραβιάζονται, μεταξύ άλλων, και στις περιπτώσεις που παραλείπεται

⁹³ Βλ. Σταθόπουλο, στο Γεωργιάδη-Σταθόπουλου ΑΚ, άρθρο 288, αρ. 23 και 30

⁹⁴ Βλ. Καρατζένη, ό.π., σελ.428; Βλ. Λιάπης, Αποζημίωση των επενδυτών και δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2012, σελ. 105επ., 197

η παροχή όσων πληροφοριών είναι απαραίτητες στον συγκεκριμένο αποδέκτη των επενδυτικών υπηρεσιών, προκειμένου αυτός να είναι σε θέση να αντιληφθεί την μορφή της προτεινόμενης σε αυτόν τοποθετήσεως των κεφαλαίων του και κυρίως να κατανοήσει όσους κινδύνους συνδέονται με την ζημιόγόνo για τον ίδιο εξέλιξη αυτής, ώστε, έχοντας ενημερωθεί σχετικά, ακολούθως να αξιολογήσει ο ίδιος τις επιβλαβείς συνέπειες της συγκεκριμένης επενδυτικής επιλογής και ο ίδιος επίσης να αποφασίσει εάν θα την επιχειρήσει, παρέχοντας την σχετική εντολή στην αντισυμβαλλομένη αυτού τράπεζα.⁹⁵ Οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ συγκεκριμενοποιούν και συμπληρώνουν τις διατάξεις του ν.3606/2007 και εμπεριέχουν ένα πλαίσιο πρότυπης συμπεριφοράς των ΑΕΠΕΥ απέναντι στους πελάτες – επενδυτές. Οι Κανόνες αυτοί μπορούν να λειτουργήσουν ως χρήσιμο εργαλείο στην αναζήτηση των υποχρεώσεων που απορρέουν από την καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη (ΑΚ 197-198, 281, 288). Θα μπορούσαν, συνεπώς, να αποτελέσουν εξειδίκευση της έννοιας του παρανόμου της διάταξης ΑΚ 914, και υπό την προϋπόθεση συνδρομής των υπόλοιπων στοιχείων της διάταξης αυτής, να καθιερώσουν την ευθύνη των ΑΕΠΕΥ προς αποζημίωση των πελατών.

Οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ που προκύπτουν από τις διατάξεις του ν.3606/2007 πρέπει να θεωρηθούν ως δημοσίου δικαίου διατάξεις εποπτείας αποσκοπούσες στην πρόβλεψη διαδικασιών πληροφόρησης των επενδυτών για το περιεχόμενο των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών καθώς και στην θέσπιση δυνατοτήτων ελέγχου του είδους και του τρόπου παροχής των επενδυτικών υπηρεσιών⁹⁶ για τη διασφάλιση της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Άλλωστε η εποπτεία εφαρμογής των διατάξεων αυτών καθώς και η επιβολή κυρώσεων για τυχόν παραβίασή τους έχει ανατεθεί εξ ολοκλήρου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Συνεπώς, η παραβίαση αυτών των κανόνων έχει ως αποτέλεσμα μόνο διοικητικές κυρώσεις για την εκάστοτε ΑΕΠΕΥ. Εντούτοις, με βάση τη σκέψη ότι οι κανόνες αυτοί αντανakλούν στο πεδίο του ιδιωτικού δικαίου μέσω της αρχής της καλής πίστης (ΑΚ 288) και ως εξειδίκευση αυτής, θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι οι διατάξεις του ν.3606/2007 δύνανται να εισαγάγουν και ατομικές αξιώσεις ιδιωτικού δικαίου για τους επενδυτές.

Δ)ΕΥΘΥΝΗ ΑΠΟ ΤΙΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΗ-ΕΥΘΥΝΗ ΤΟΥ ΠΑΡΕΧΟΝΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ (ΑΡΘΡΟ 8 Ν 2251/1994)

⁹⁵ Βλ. ΑΠ 2212.2014 Α1' Τμ., ΧρηΔικ, ό.π., σελ. 130-131

⁹⁶ Βλ. Καρατζένης, ό.π., σελ.418

Για τους σκοπούς του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών, δηλαδή επενδυτής, δεν είναι μόνο ο κλασσικός «παίκτης» του χρηματιστηρίου, αλλά και εκείνος που εμπιστεύεται σε μια ΕΠΕΥ περιουσιακά στοιχεία προς διαχείριση. Ανακύπτει λοιπόν το ερώτημα της ένταξης του επενδυτή στην έννοια του καταναλωτή, ώστε να τύχουν εφαρμογής όλες εκείνες οι προστατευτικές διατάξεις του δικαίου προστασίας του καταναλωτή, οι οποίες προσιδιάζουν στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.⁹⁷ Με βάση τα οριζόμενα στον Ν 2251/1994, καταναλωτής θεωρείται «κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο για το οποίο προορίζονται τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που προσφέρονται στην αγορά ή το οποίο κάνει χρήση τέτοιων προϊόντων εφόσον αποτελεί τον τελικό αποδέκτη τους», καθώς και «κάθε αποδέκτης διαφημιστικού μηνύματος». Από τον ορισμό αυτό, συνεπάγεται ότι στην έννοια του καταναλωτή δεν εμπίπτει εκείνος που αποτελεί ενδιάμεσο κρίκο της εμπορικής αλυσίδας, όπως όταν αγοράζει προϊόν για να το μεταπωλήσει, αυτούσιο ή μετά από επεξεργασία ή με σκοπό να παραχωρήσει τη χρήση του σε τρίτους. Σε ό, τι αφορά τις υπηρεσίες, μάλλον θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι κάθε αποδέκτης υπηρεσιών θα είναι «τελικός», αφού, κατά κανόνα, η υπηρεσία ως αγαθό, αναλώνεται με την παροχή της. Ακόμη, πληρούται και η δεύτερη προϋπόθεση που θέτει ο νόμος, δηλαδή της προσφοράς των προϊόντων ή των υπηρεσιών στην αγορά, στο βαθμό που οι επενδυτικές υπηρεσίες από τη φύση τους προσφέρονται σε αγορά ή μάλλον αποτελούν δική τους αγορά, με την έννοια του «τόπου» συναντήσεων δηλώσεων προσφοράς και ζήτησης.

Οι παραπάνω όμως δύο προϋποθέσεις δεν αποτελούν τους μόνους περιορισμούς στους οποίους υπόκειται η διευρυμένη έννοια του καταναλωτή. Ορθά επισημαίνεται ότι σχετικοποίηση της έννοιας του καταναλωτή εισάγει η εισηγητική έκθεση του ν.2251/1994, θέτοντας ως κριτήριο της ρυθμιστικής εμβέλειάς του την ύπαρξη «αντίστοιχης νομοθετικής ρυθμιστικής ανάγκης». Έτσι, με κατάλληλο χειρισμό της έννοιας κατάχρησης δικαιώματος, η προστασία καταναλωτή μπορεί να εξαρτάται, αφενός από τη διαπραγματευτική υπεροπλία του παρέχοντος υπηρεσίες και αφετέρου από την απόσταση γνώσης του καταναλωτή σε σχέση με το αντικείμενο της συναλλαγής. Σε περίπτωση, επομένως, που δεν υπάρχει διαπραγματευτική υπεροπλία του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες ή σε περίπτωση που ο αποδέκτης τέτοιων υπηρεσιών αποτελεί πρόσωπο απόλυτα εξοικειωμένο με το αντικείμενο της συναλλαγής, τυχόν επίκληση προστασίας του τελευταίου ως καταναλωτή θα ήταν καταχρηστική.

⁹⁷ Βλ. *Αυγητίδη*, Ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΕπισκΕΔ 2001, σελ. 296

Στην ουσία πρόκειται για σχετικοποίηση της έννοιας του καταναλωτή, η οποία στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς είναι αποδεκτή για διαφορετικούς σκοπούς από εκείνους του δικαίου προστασίας του καταναλωτή. Ο ν. 3606/2007 (MiFID), για παράδειγμα, επιφυλάσσει μεγαλύτερο βαθμό προστασίας στον ιδιώτη επενδυτή, σε εκείνον δηλαδή ο οποίος προσφεύγει στον επαγγελματία, ακριβώς επειδή ο ίδιος δεν έχει την απαιτούμενη εμπειρία ή εξειδίκευση, από ότι στον επαγγελματία επενδυτή, τον λεγόμενο και θεσμικό επενδυτή, ο οποίος θα προσφύγει σε άλλον επαγγελματία για τη διεκπεραίωση μιας συναλλαγής, τις ιδιαιτερότητες και τους κινδύνους της οποίας ο ίδιος μπορεί ευχερώς να εκτιμήσει. Εξαιρετική σημασία μάλιστα αποδίδεται στην κατάταξη των επενδυτών ανάλογα με το προφίλ εμπειρίας και εξειδίκευσης που παρουσιάζουν. Έτσι, μια μεγάλη εταιρία επενδύσεων χαρτοφυλακίου που καταρτίζει συναλλαγές μέσω μιας μικρής χρηματιστηριακής, από εκείνες που προέκυψαν εκ μετατροπής από ατομικές επιχειρήσεις, δύσκολα θα μπορούσε να επικαλεσθεί παράβαση των διατάξεων για την προστασία του καταναλωτή, χωρίς η επίκληση αυτή να θεωρείται κατάχρηση δικαιώματος.

Η θεώρηση του επενδυτή ως καταναλωτή, με τις παραπάνω επιφυλάξεις, θα σήμαινε ότι η παράβαση των παραπάνω διατάξεων χορηγεί στον ζημιωθέντα επενδυτή αξίωση προς αποζημίωση.⁹⁸

Οι προϋποθέσεις, στις οποίες θεμελιώνεται αστική ευθύνη σε αποζημίωση λόγω αδικοπραξίας, δεν διαφέρουν από εκείνες, η συνδρομή των οποίων επάγεται την εφαρμογή της διατάξεως του άρθρου 8 Ν 2251/1994, που, μεταξύ άλλων, ρυθμίζει και τις περιπτώσεις ευθύνης λόγω παροχής τραπεζικών επενδυτικών υπηρεσιών, εφόσον ο αντισυμβαλλόμενος της τράπεζας χαρακτηρίζεται ως καταναλωτής, σύμφωνα με τη ρύθμιση του άρθρου 1 παρ. 3 Ν 2251/1994, όπως δεν αμφισβητείται ότι συμβαίνει, με το πρόσωπο που μετέχει στην συγκεκριμένη σχέση ως αποδέκτης των υπηρεσιών, χωρίς να διαθέτει οποιοσδήποτε είδους εξειδίκευση, επιχειρώντας να καλύψει προεχόντως ανάγκες ασφαλούς τοποθέτησής του κεφαλαίου του. Το άρθρο αυτό ορίζει ότι ο παρέχων υπηρεσίες ευθύνεται για κάθε ζημία που προκάλεσε υπαιτίως κατά την παροχή των υπηρεσιών, θέτοντας έτσι τις εξής προϋποθέσεις για την κατάφαση ευθύνης: α) την παροχή υπηρεσιών, β) την υπαιτιότητα κατά την παροχή υπηρεσιών, γ) την ζημία, δ) την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ παροχής της υπηρεσίας και ζημίας και ε) την παρανομία. Η διάταξη του άρθρου 8 Ν 2251/1994 περιέχει ειδικότερο κανόνα, ο οποίος εντασσόμενος στο γενικότερο σύστημα θεμελιώσεως αστικής ευθύνης, διαμορφώνει την ενοχή που καταλαμβάνεται από αυτόν κατά τρόπο,

⁹⁸ Βλ. *Αλεξανδρίδου*, Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, Νομική Βιβλιοθήκη, 2^η έκδοση, 2015, σελ. 865επ.

ώστε κύριο χαρακτηριστικό της να είναι η απομάκρυνση από την αρχή της υποκειμενικής ευθύνης μέσω της αντιστροφής του σχετικού βάρους αποδείξεως.⁹⁹ Ο αποδέκτης λοιπόν των υπηρεσιών υποχρεούται να αποδείξει τη ζημία και την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ παροχής υπηρεσίας και ζημίας, ενώ ο παρέχων τις υπηρεσίες φέρει το βάρος απόδειξης της έλλειψης υπαιτιότητας. Έτσι, το πλεονέκτημα της ρύθμισης είναι ότι ο αποδέκτης των υπηρεσιών, των επενδυτικών υπηρεσιών στην προκειμένη περίπτωση, δεν χρειάζεται να αποδείξει ο ίδιος την υπαιτιότητα του παρέχοντος υπηρεσίες, κατ' εφαρμογή των γενικών διατάξεων περί αδικοπραξίας, εφόσον η υπαιτιότητα αυτή τεκμαίρεται. Η ευθύνη δηλαδή του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες είναι νόθος αντικειμενική.

Περαιτέρω, σημαντικό πλεονέκτημα της ρύθμισης είναι ότι η ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες θα προκύπτει ανεξάρτητα από το εάν υπάρχει συμβατική σχέση μεταξύ παρέχοντος υπηρεσίες και ζημιωθέντος, μπορεί δηλαδή να ανακύψει τόσο στο πλαίσιο ενδοσυμβατικής όσο και στο πλαίσιο αδικοπρακτικής ευθύνης. Η ενδοσυμβατική ευθύνη προϋποθέτει προϋφιστάμενη συμβατική σχέση μεταξύ παρέχοντος υπηρεσίες και ζημιωθέντος και αθέτηση υποχρεώσεων που ανέλαβε ο παρέχων. Στην περίπτωση των επενδυτικών υπηρεσιών στις συμβατικές αυτές σχέσεις, περιλαμβάνεται και η μεικτοτυπική μορφή της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Η αδικοπρακτική ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες μπορεί να θεμελιωθεί στη διευρυμένη έννοια του παρανόμου, με την παράβαση των συναλλακτικών υποχρεώσεων πρόνοιας και ασφάλειας που οφείλονται από τον παρέχοντα υπηρεσίες στο πλαίσιο της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών. Ευθύνη δηλαδή μιας ΑΕΠΕΥ, που παρείχε την υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε πελάτη της, θα μπορούσε να θεμελιωθεί στο άρθρο 914 ΑΚ, εφόσον υπήρχε παράνομη συμπεριφορά που συνίστατο στην παράβαση των παραπάνω υποχρεώσεων πρόνοιας και ασφάλειας, η οποία προκάλεσε ζημία στον συγκεκριμένο επενδυτή.

Σε κάθε περίπτωση όμως, ακόμη και υπό αυτή τη διευρυμένη έννοια του παρανόμου, ο επενδυτής θα βρισκόταν στη δυσχερή θέση να αποδείξει τις προϋποθέσεις της αδικοπρακτικής ευθύνης της ΑΕΠΕΥ και κυρίως την υπαιτιότητά της κατά την παροχή σε αυτόν της συγκεκριμένης επενδυτικής υπηρεσίας. Ακριβώς αυτή τη δυσχέρεια, η οποία συνιστά απόρροια της διαφοράς μεταξύ ενδοσυμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης, έρχεται να αντιμετωπίσει η ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες, όπως διαγράφεται στο άρθρο 8 του ν. 2251/1994.

⁹⁹ Βλ. ΑΠ 2212.2014 Α1' Τμ., ό.π., σελ. 131

Ενώ όμως η προστασία που μπορεί να παρασχεθεί στον επενδυτή με βάση τη διάταξη αυτή φαίνεται σημαντική, καθώς ο ζημιωθείς επενδυτής υποχρεούται να αποδείξει μόνο τη ζημία του και την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ πλημμέλειας στην παροχή υπηρεσίας και ζημίας, η χρησιμότητά της σχετικοποιείται από την ευρεία δυνατότητα που δίνεται στον παρέχοντα τις υπηρεσίες να ανταποδείξει έλλειψη υπαιτιότητάς του. Στο βαθμό που για την εκτίμηση της έλλειψης υπαιτιότητας λαμβάνονται υπόψη η ευλόγως προσδοκώμενη ασφάλεια και το σύνολο των ειδικών συνθηκών και, ιδιαίτερα η φύση και το αντικείμενο της υπηρεσίας, ιδίως σε σχέση με το βαθμό επικινδυνότητάς της, δεν θα είναι δύσκολο σε μια ΑΕΠΕΥ να ανταποδείξει έλλειψη υπαιτιότητάς της για πλημμελή παροχή υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Κι αυτό, γιατί από τη φύση της η παροχή υπηρεσιών με αντικείμενο που τελικά καταλήγει σε χρηματιστηριακές συναλλαγές εγκυμονεί κινδύνους που δεν μπορεί να προβλεφθούν εκ των προτέρων παρά μόνο σε ακραίες περιπτώσεις.

ΣΤ) ΡΗΤΡΕΣ ΑΠΑΛΛΑΓΗΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΥΘΥΝΗ ΕΚ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΕΩΣ

Απαλλακτική ρήτρα καλείται κάθε συμφωνία με την οποία ο οφειλέτης επιδιώκει εκ των προτέρων να αποκλείσει ή να περιορίσει την ευθύνη του από σύμβαση. Οι πιο συνηθισμένες μορφές απαλλακτικών ρητρών είναι: α) εκείνες που περιορίζουν το μέτρο ευθύνης του οφειλέτη και β) εκείνες που περιορίζουν ποσοτικά την αποζημίωση. Η απαλλακτική ρήτρα είτε συμφωνείται ατομικά για το συγκεκριμένο αντισυμβαλλόμενο είτε εντάσσεται στους Γενικούς Όρους Συναλλαγών (ΓΟΣ), δηλαδή στους τυποποιημένους εκ των προτέρων όρους που προορίζονται να αποτελέσουν περιεχόμενο μεγάλου αριθμού ομοιόμορφων συμβάσεων. Η απαλλακτική ρήτρα μπορεί και να αναφέρεται σε πταίσμα του βοηθού εκπλήρωσης. Τίθεται, λοιπόν, το ερώτημα αν μπορεί να γίνει δεκτή απαλλακτική ρήτρα στη σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου, στην οποία απαιτείται από την ΑΕΠΕΥ, όπως αναφέρθηκε, αυξημένος βαθμός επιμέλειας, καθώς η ΑΕΠΕΥ, ευθύνεται για κάθε πταίσμα, συμπεριλαμβανομένης και της ελαφράς αμέλειας, δικό της ή των βοηθών εκπλήρωσης. Οι απαλλακτικές ρήτρες ρυθμίζονται νομοθετικά τόσο στον Αστικό Κώδικα όσο και στον Ν. 2251/1994 για την προστασία του καταναλωτή. Σύμφωνα με το άρθρο 332 ΑΚ *«Άκυρη είναι κάθε εκ των προτέρων συμφωνία με την οποία αποκλείεται ή περιορίζεται η ευθύνη από δόλο ή βαριά αμέλεια.- Άκυρη είναι επίσης η εκ των προτέρων συμφωνία ότι δε θα ευθύνεται ο οφειλέτης και για ελαφρά ακόμα αμέλεια, αν ο δανειστής βρίσκεται στην υπηρεσία του οφειλέτη ή η ευθύνη ... και αν η απαλλακτική ρήτρα περιέχεται σε όρο της σύμβασης που δεν αποτέλεσε αντικείμενο ατομικής διαπραγμάτευσης...»*. Σύμφωνα δε με το άρθρο 334 παρ. 2 για την ευθύνη από πταίσμα του προστηθέντος, *«Η ευθύνη αυτή μπορεί εκ των προτέρων να περιοριστεί ή να αποκλειστεί, εκτός αν συντρέχει κάποια από τις περιπτώσεις του αρ. 332 ΑΚ»*. Από το συνδυασμό των παραπάνω διατάξεων, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι γενικά επιτρέπεται στην ΑΕΠΕΥ να αποκλείσει ή να περιορίσει την ευθύνη της από ελαφρά μόνο αμέλεια καθώς και την ευθύνη της από πταίσμα των προστηθέντων της, στην περίπτωση που η ρήτρα αυτή έχει αποτελέσει αντικείμενο διαπραγμάτευσης και δεν περιλαμβάνεται στους ΓΟΣ. Σε αντίθετη περίπτωση, που συμπεριλαμβάνεται δηλαδή στους ΓΟΣ, η οποία είναι και η συνηθέστερη, κάθε απαλλακτική ρήτρα είναι άκυρη. Περαιτέρω, με βάση το άρθρο 2 Ν. 2251/1994, η ΑΕΠΕΥ, παρέχοντας τις υπηρεσίες της στο επενδυτικό κοινό, εμπίπτει στη διάταξη του αρ. 1 παρ. 4 Ν. 2251/1994 ως πάροχος υπηρεσιών. Καθώς, λοιπόν, ο επενδυτής μπορεί καταρχήν να θεωρηθεί καταναλωτής, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, στην περίπτωση που οι απαλλακτικές ρήτρες αποτελούν μέρος των ΓΟΣ, όπως συμβαίνει κατά κανόνα, η εγκυρότητά τους θα κριθεί, εκτός από τις διατάξεις του ΑΚ, και με βάση το αρ. 2 παρ. 6 και 7 του νόμου αυτού. Στο αρ. 2 παρ. 6 υπάρχει μία γενική ρήτρα απαγόρευσης συνομολόγησης καταχρηστικών ΓΟΣ και στην παρ. 7 του άρθρου υπάρχει ένας ενδεικτικός κατάλογος καταχρηστικών όρων. Αρχικά, κατά τον έλεγχο του κύρους του

περιεχομένου ενός ΓΟΣ, εξετάζεται αν αντίκειται σε απαγορευτική ρήτρα που συγκαταλέγεται σε ενδεικτική απαρίθμηση του καταλόγου του αρ. 2 παρ. 7, που περιέχει ρήτρες που κρίνονται αυτοδικαίως καταχρηστικές. Στη συνέχεια, εφόσον κριθεί ότι δεν συγκαταλέγεται στον συγκεκριμένο κατάλογο, ελέγχεται κατά πόσο ο ΓΟΣ περιέχει απόκλιση από ουσιώδεις αξιολογήσεις καθοδηγητικού χαρακτήρα του ενδοτικού δικαίου, με βάση τα κριτήρια των εδαφίων α' και β' της παρ. 6 του αρ. 2 Ν. 2251/1994. Σύμφωνα, λοιπόν, με τα παραπάνω, όρος περιλαμβανόμενος στους ΓΟΣ της σύμβασης παροχής υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, με τον οποίο αποκλείεται η ευθύνη της ΑΕΠΕΥ για οποιοδήποτε πταίσμα, δικό της ή των υπαλλήλων της είναι άκυρος, διότι περιορίζει τις ανειλημμένες συμβατικές υποχρεώσεις και ευθύνες της ΑΕΠΕΥ (αρ. 2 παρ.7 περ. β'), αποκλείει ή περιορίζει υπέρμετρα την ευθύνη της ΑΕΠΕΥ εν γένει (αρ. 2 παρ.7 περ. ιγ') ή τέλος συνεπάγεται παραίτηση του καταναλωτή από τα δικαιώματά του σε περίπτωση μη εκπλήρωσης ή πλημμελούς εκπλήρωσης της παροχής της ΑΕΠΕΥ, ακόμα και αν τη βαρύνει πταίσμα (αρ. 2 παρ.7 περ. ιζ').¹⁰⁰ Αλλά και με βάση τη γενική ρήτρα του αρ. 2 παρ. 6 Ν. 2251/1994 ένας τέτοιος όρος θα κριθεί καταχρηστικός, διότι έχει ως αποτέλεσμα τη σημαντική διατάραξη της ισορροπίας των δικαιωμάτων και υποχρεώσεων των συμβαλλομένων σε βάρος του επενδυτή-καταναλωτή. Ως μέτρο ελέγχου της διατάραξης της συμβατικής ισορροπίας χρησιμεύουν οι κανόνες αστικού δικαίου που εφαρμόζονται στη σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ που προβλέπονται στο Ν. 3606/2007 και την απόφαση 1/452/1-11-2007 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και η γενική αρχή της καλής πίστης. Για την κατάφαση της καταχρηστικότητας λαμβάνονται, λοιπόν, κάθε φορά υπόψη η φύση των αγαθών ή υπηρεσιών που αφορά η σύμβαση, ο σκοπός της, το σύνολο των ειδικών συνθηκών κατά τη σύναψή της και όλες οι υπόλοιπες ρήτρες της σύμβασης ή άλλης σύμβασης από την οποία αυτή εξαρτάται.¹⁰¹ Στη σύμβαση παροχής υπηρεσιών διαχείρισης, θα βαρύνουν ιδιαίτερα η κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών της ΑΕΠΕΥ, η ιδιαίτερη σχέση εμπιστοσύνης που τη συνδέει με τον επενδυτή, η οικονομική υπεροπλία της, οι ειδικές γνώσεις και η ευρεία δυνατότητα πρόσβασης στις σχετικές πηγές πληροφοριών, στοιχεία που δε διαθέτει ο επενδυτής-καταναλωτής, καθώς και η φύση των επενδυτικών υπηρεσιών που χαρακτηρίζονται από περιπλοκότητα και αυξημένους κινδύνους για την περιουσία των επενδυτών.

Το άρθρο 6 παρ.12, στο οποίο παραπέμπει το άρθρο 8 Ν. 2251/1994, ορίζει ότι «*κάθε συμφωνία περιορισμού ή απαλλαγής του παραγωγού από την ευθύνη είναι άκυρη*». Απαγορεύεται,

¹⁰⁰ Βλ. Γεωργιάδη Σ., Η ευθύνη της ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003, σελ. 269

¹⁰¹ Βλ. Γεωργιάδη Σ., ό.π., σελ. 270

λοιπόν η ισχύς απαλλακτικών ρητρών και για την ευθύνη του φορέα υπηρεσιών είτε αφορά ο ύψος της αποζημίωσης είτε την αποκαταστατέα ζημία.

VII. ΤΟ ΖΗΤΗΜΑ ΤΗΣ ΑΣΚΟΠΗΣ ΔΙΕΝΕΡΓΕΙΑΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ ΣΤΙΣ ΣΥΜΒΑΣΕΙΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (CHURNING)

Με τον όρο Churning αποδίδεται διεθνώς μια μορφή εξαπάτησης του επενδυτικού κοινού (securities fraud), η οποία συνδέεται με την είσπραξη προμηθειών από άσκοπες συναλλαγές που διενεργεί ο διαχειριστής. Στην ελληνική θεωρία το Churning (άσκοπο γύρισμα) έχει ορισθεί ως: «η διενέργεια συχνών συναλλαγών με σκοπό τη χρέωση στο δικαιούχο του χαρτοφυλακίου αυξημένων προμηθειών».¹⁰² Κατ' άλλη διατύπωση: «το Churning χαρακτηρίζεται από τη σύσταση υπερβολικά μεγάλου αριθμού συναλλαγών από την ΕΠΕΥ, οι οποίες δεν έχουν οικονομικό νόημα για τον πελάτη, μόνο και μόνο για να εισπράττει η εταιρεία αυτή τις σχετικές προμήθειες σε βάρος βέβαια του χαρτοφυλακίου του πελάτη».¹⁰³ Οι προϋποθέσεις που πρέπει να συντρέχουν προκειμένου να θεμελιωθεί Churning αποδίδονται ιδιαίτερα εύστοχα στην απόφαση *Mihara v. Dean Witter & Co.*¹⁰⁴ Σύμφωνα με την απόφαση αυτή, Churning θεμελιώνεται όταν αποδεικνύεται πρώτον έλεγχος του λογαριασμού από συγκεκριμένο πρόσωπο (διαχειριστή), δεύτερον άσκοπη διενέργεια συναλλαγών και τρίτον σκοπός ίδιου οικονομικού οφέλους. Όσον αφορά στα πλέον αποδεκτά κριτήρια που χρησιμοποιούνται για να κριθεί αν ο διαχειριστής διενήργησε άσκοπες συναλλαγές, αυτά είναι τα ακόλουθα.¹⁰⁵ Αρχικά, η απαιτούμενη αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου προκειμένου να καλυφθούν τα έξοδα των συναλλαγών. Έπειτα, ο απόλυτος αριθμός των συναλλαγών που διενεργήθηκαν από τον διαχειριστή σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Στη συνέχεια, ο όγκος των συναλλαγών σε σχέση με την αξία του υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου. Πρόσθετα κριτήρια που συνεκτιμούνται είναι ο χρόνος διακράτησης των τίτλων και ο τρόπος αμοιβής του διαχειριστή.

Γίνεται δεκτό ότι εφόσον ο επενδυτής δε γνωρίζει ότι η διενεργούμενες από το διαχειριστή συναλλαγές είναι άσκοπες δε μπορεί να υπάρξει και έγκρισή του. Από το χρονικό σημείο βέβαια που ο συγκεκριμένος επενδυτής γνώριζε ότι οι συναλλαγές που διενεργούνταν από τον διαχειριστή ήταν άσκοπες, θα μπορούσαν να βρουν εφαρμογή οι διατάξεις 238, 288 και 300 ΑΚ. Η θέση αυτή

¹⁰²Βλ. *Καρατζήνη*, ό.π., σελ.426

¹⁰³ Βλ. *Γεωργιάδη Σ.*, ό.π., σελ.177

¹⁰⁴ *Mihara v. Dean Witter & Co*, 619 F.2d 814, 820-821 (9th Cir. 1980); Βλ. *Τουντόπουλο*, Η άσκοπη διενέργεια συναλλαγών στις συμβάσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου (Churning), ΔΕΕ 8-9/2003, σελ. 922

¹⁰⁵ Βλ. *Jennings/Marsh/Coffee/Seligman*, Securities Regulation, 1998, σελ. 714

έχει γίνει μάλιστα δεκτή και από το γερμανικό ακυρωτικό αλλά και από τη γαλλική νομολογία.¹⁰⁶ Αντίστοιχα ισχύουν και στη νομολογία των αμερικανικών δικαστηρίων όπου στις περιπτώσεις αυτές γίνεται επίκληση της αρχής του estoppel. Σχετική είναι εν προκειμένω η διατύπωση που ακολουθείται στην απόφαση Royal Air Properties, Inc. V. Smith, σύμφωνα με την οποία «σκοπός των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι να προστατεύονται οι μη ενημερωμένοι επενδυτές, όχι όμως οι επενδυτές που είναι ενημερωμένοι, αναμένουν δε το επενδυτικό αποτέλεσμα των διενεργούμενων συναλλαγών προκειμένου να αποφασίσουν σχετικά με τον αν θα στραφούν σε βάρος του διαχειριστή».¹⁰⁷ Η ανωτέρω διατύπωση είναι χρήσιμη και για το ελληνικό δίκαιο καθώς αποδίδει με επιτυχημένο τρόπο τις διατάξεις των άρθρων 238, 288 και 300 ΑΚ.

Η νομική αξιολόγηση του Churning γίνεται σε δύο επίπεδα, ήτοι σε συμβατικό και αδικοπρακτικό. Εξετάζεται δηλαδή η διενέργεια άσκοπων συναλλαγών ως παράβαση συμβατικών υποχρεώσεων και ως αδικοπραξία του άρθρου 914 ΑΚ αντίστοιχα.

Η σύμβαση διαχείρισης έχει ως αντικείμενο τη διαρκή και παραγωγική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του επενδυτή (productive Vermögensverwaltung).¹⁰⁸ Κατ' άλλη διατύπωση αντικείμενο της σύμβασης διαχείρισης είναι η διοίκηση ομάδας περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή. Ανεξάρτητα από τη νομική φύση της σύμβασης διαχείρισης, γίνεται δεκτό τόσο στη θεωρία όσο και στη νομολογία ότι βασική υποχρέωση του διαχειριστή είναι να διαχειρίζεται την περιουσία του επενδυτή με βάση τους όρους της σύμβασης που τον συνδέουν με τον επενδυτή και σύμφωνα με τους γενικότερους αποδεκτούς κανόνες της οικονομικής επιστήμης. Όπως συχνά παρατηρείται, ο διαχειριστής δεν έχει υποχρέωση να επιτύχει ένα συγκεκριμένο αποτέλεσμα, είναι όμως υποχρεωμένος να καταβάλει τις αντίστοιχες προσπάθειες για την επίτευξη επωφελούς αποτελέσματος για τον επενδυτή. Με βάση τα ανωτέρω, καθίσταται σαφές ότι το Churning αποτελεί την πλέον χαρακτηριστική μορφή πλημμελούς εκπλήρωσης της υποχρέωσης του διαχειριστή προς παραγωγική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του επενδυτή. Ο διαχειριστής, αντί να επιλέξει συναλλαγές προς όφελος του επενδυτή, επιλέγει συναλλαγές που αποβαίνουν σε βάρος των συμφερόντων του. Κίνητρο του διαχειριστή εν προκειμένω είναι η εξυπηρέτηση ιδίων συμφερόντων. Η πρόταξη των συμφερόντων του διαχειριστή σε βάρος των συμφερόντων των πελατών του αποτελεί παράλληλα και μια ειδικότερη μορφή προσβολής της υποχρέωσης πίστης που υπέχει ο διαχειριστής έναντι των συμφερόντων των πελατών του. Η υποχρέωση αυτή απορρέει κατ'

¹⁰⁶Βλ. BGH, WM 1995, σελ. 100,102, BGH, NJW –RR 2000, σελ. 51, BGH III ZR 100/01; Cass Com., 26.3.1996, Bulletin Joly Bourse, 1996, σελ. 514; CA Paris, 11.1.2002, Bulletin Joly Bourse, 2002, σελ. 206

¹⁰⁷ Βλ. Air Properties, Inc. v. Smith, 312 F.2d 210 (9th Cir. 1962); Βλ. Τουντόπουλο, ό.π., σελ. 927

¹⁰⁸Βλ. Kimpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2000, σελ. 1340

αρχήν από τη διάταξη του άρθρου 288 ΑΚ σύμφωνα με την οποία ο οφειλέτης οφείλει να εκπληρώσει την παροχή του όπως επιβάλλουν η καλή πίστη και τα χρηστά ήθη.

Πέρα από τα ανωτέρω, το Churning αποτελεί και αδικοπραξία της ΕΠΕΥ σε βάρος των πελατών της. Ειδικότερα, οι διατάξεις που μπορούν να βρουν εν προκειμένω εφαρμογή είναι οι διατάξεις των άρθρων 914 επ. ΑΚ σε συνδυασμό με τις διατάξεις των άρθρων του ποινικού κώδικα περί απιστίας (390 ΠΚ) και απάτης (386 ΠΚ). Συγκεκριμένα, μπορεί να θεωρηθεί ως απιστία στο μέτρο που η ΕΠΕΥ, ως διαχειριστής της περιουσίας του επενδυτή βάσει δικαιοπραξίας, ζημιώνει εν γνώσει της την υπό διαχείριση περιουσία προβαίνοντας σε άσκοπες συναλλαγές. Αντίστοιχα, μπορεί να θεωρηθεί ως απάτη στο μέτρο που ο διαχειριστής με σκοπό να προσπορίσει ο ίδιος ή τρίτος περιουσιακό όφελος κατά την κατάρτιση της σύμβασης διαχείρισης πείθει τον επενδυτή να προβεί σε περιουσιακή διάθεση παριστάνοντας σε αυτόν ψευδή γεγονότα ως αληθή. Αυτό θα συμβαίνει ιδίως στην περίπτωση που ο διαχειριστής ενημέρωσε ελλιπώς τον επενδυτή σχετικά με τις διαχειριστικές του πράξεις οι οποίες ζημίωσαν τον επενδυτή.

Η αστική ευθύνη του διαχειριστή συνίσταται στην αποζημίωση του επενδυτή. Ο υπολογισμός της ζημίας του επενδυτή σε περίπτωση πλημμελούς διαχείρισης γίνεται με βάση τους γενικούς κανόνες του δικαίου της αποζημίωσης. Αν βάση της ευθύνης του διαχειριστή είναι η αδικοπραξία, ο επενδυτής πρέπει να βρεθεί στη θέση που θα βρισκόταν αν δεν γίνονταν άσκοπες συναλλαγές από το διαχειριστή. Πρόκειται για αποκατάσταση του αρνητικού διαφέροντος. Αποκαταστατέα είναι σε κάθε περίπτωση τα έξοδα των άσκοπων συναλλαγών (προμήθεια που εισέπραξε ο διαχειριστής αλλά και φόροι). Η αποκατάσταση του αρνητικού διαφέροντος δεν περιορίζεται από το θετικό διαφέρον.¹⁰⁹ Αν βάση της ευθύνης του διαχειριστή είναι η σύμβαση, ο επενδυτής θα πρέπει να βρεθεί στη θέση που θα βρισκόταν αν γινόταν συνετή διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.¹¹⁰ Με βάση τα ανωτέρω, ο επενδυτής προκειμένου να μπορέσει να απαιτήσει αποζημίωση πρέπει να προσδιορίσει επακριβώς τις άσκοπες συναλλαγές. Αμφισβητούμενο είναι ωστόσο το αν, κατά τον υπολογισμό της ζημίας του επενδυτή από συγκεκριμένες άσκοπες συναλλαγές που διενήργησε ο διαχειριστής, θα συνυπολογιστεί και το κέρδος του από άλλες επικερδείς συναλλαγές. Ιδιαίτερη δυσχέρεια παρουσιάζεται κατά τον προσδιορισμό των άσκοπων συναλλαγών σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση, λόγω της δυσκολίας διαχωρισμού από το σύνολο των διενεργηθεισών συναλλαγών τις άσκοπες, και συνεπώς εκείνες που θα αποτελέσουν τη βάση για τον υπολογισμό της αποζημίωσης του επενδυτή. Η δυσχέρεια αυτή ανάγεται αφενός στο γεγονός ότι ο διαχειριστής κατά τη

¹⁰⁹ Βλ. Σταθόπουλο, Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, IV, 2004, σελ. 236 επ.

¹¹⁰ Βλ. Γεωργιάδη Σ., ό.π., σελ.253

διαχείριση του χαρτοφυλακίου είχε διακριτική ευχέρεια να αποφασίσει σχετικά με την κατάρτιση συγκεκριμένων συναλλαγών, αφετέρου στο γεγονός ότι η άσκοπη διενέργεια συναλλαγών κρίνεται με βάση το σύνολο της κίνησης που παρουσιάζει ένας υπό διαχείριση λογαριασμός και όχι με βάση μεμονωμένες συναλλαγές. Άλλωστε, γίνεται γενικότερα δεκτό ότι η διαχείριση χαρτοφυλακίου αποτελεί μια συνολική στρατηγική η οποία δε μπορεί να κρίνεται αποσπασματικά από συγκεκριμένες έστω και ζημιογόνες πράξεις.¹¹¹

Στο πλαίσιο του ελέγχου της συνδρομής της αιτιώδους συνάφειας τίθεται συχνά το ερώτημα κατά πόσο η επέλευση της ζημίας του επενδυτή από τυχαία ή όλως απρόβλεπτα περιστατικά μπορεί να απαλλάξει το διαχειριστή από την ευθύνη του. Για παράδειγμα, ακόμα και αν ο διαχειριστής δεν προέβαινες σε άσκοπες συναλλαγές επί συγκεκριμένων τίτλων, η αξία τους θα μειωνόταν λόγω της γενικότερης πτώσης των τιμών στο Χρηματιστήριο.¹¹² Ορθότερη εν προκειμένω θεωρείται η καταφατική απάντηση, καθώς ακόμα και αν η διαχείριση ήταν νόμιμη, θα επερχόταν ζημία, δηλαδή η παράνομη πράξη δεν συνιστά όρο της ζημίας. Συνεπώς, η διενέργεια άσκοπων συναλλαγών δε βρίσκεται εξ ορισμού σε αιτιώδη συνάφεια με τη μείωση της αξίας του χαρτοφυλακίου καθώς αυτή στη συγκεκριμένη περίπτωση θα επερχόταν ακόμα και αν δεν ελάμβαναν χώρα οι άσκοπες συναλλαγές.¹¹³ Ανεξάρτητα όμως από τη μείωση της χρηματιστηριακής αξίας των τίτλων, η διενέργεια άσκοπων συναλλαγών βρίσκεται καταρχήν σε αιτιώδη συνάφεια με τα έξοδα διενέργειάς τους που επιβαρύνθηκε ο επενδυτής προς όφελος του διαχειριστή.

VIII. ΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου λύεται με την πάροδο της διάρκειας της σύμβασης κατόπιν εντολής του πελάτη.

Επίσης, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου κατόπιν εντολής του πελάτη μπορεί, ως σχέση προσωπικής εμπιστοσύνης να ανακληθεί από τον εντολέα- πελάτη, ακόμη και υπό αίρεση, οποτεδήποτε (άρθρο 724, παρ. 1 ΑΚ), πριν όμως από την εκτέλεση της διαχείρισης, καθόσον η ανάκληση δεν δρα αναδρομικά. Αν η ανάκληση έγινε μετά την έναρξη της εκπλήρωσης της σύμβασης, ο πελάτης δεν απαλλάσσεται από το να καταβάλει την αμοιβή του διαχειριστή για το

¹¹¹ Βλ. Παπαντώνη, ό.π., σελ. 153

¹¹² Βλ. CA Paris, 7.4.1999, Bulletin Joly Bourse 1999, σελ. 464 επ.

¹¹³ Βλ. Γεωργιάδη Σ., ό.π., σελ. 258; βλ. Πολίτη, Οι επενδυτικές συμβουλές, ΔΕΕ 1998, σελ. 937

μέχρι την ανάκληση διάστημα. Η ανάκληση είναι μονομερής απευθυντέα δήλωση. Επιφέρει τη λύση της σύμβασης της διαχείρισης (άρθρο 167 και 168 ΑΚ) και εν αμφιβολία και της επιτρεπτής υποκατάστασης, εκτός εάν ο διαχειριστής δεν έλαβε γνώση αυτής και εξακολούθησε τη διαχείριση. Στην περίπτωση αυτή, ο διαχειριστής που δεν έλαβε γνώση διατηρεί τα δικαιώματα είσπραξης της αμοιβής του για την εκτέλεση της εντολής (άρθρο 728 ΑΚ). Το δικαίωμα ανάκλησης διασφαλίζει τα δικαιώματα του εντολέα- πελάτη κατά πάντα χρόνο. Ενώ η ανάκληση υπό αναβλητική αίρεση επιτρέπεται, η ανάκληση υπό διαλυτική αίρεση μάλλον συνιστά οδηγία του πελάτη προς τον διαχειριστή. Η άσκηση του δικαιώματος ανάκλησης δεν επηρεάζεται αν έχει οριστεί η διάρκεια της σύμβασης κατά τη σύναψή της. Και τούτο διότι είναι άκυρη η συμφωνία που περιορίζει ή αποκλείει το δικαίωμά του αυτό, καθόσον η εντολή δίδεται μόνο για την εξυπηρέτηση των συμφερόντων του. Στη σύμβαση διαχείρισης αποκλείεται η διαχείριση να είναι και προς το όφελος του διαχειριστή και έτσι η ανάκληση είναι πάντα δυνατή. Βέβαια, το δικαίωμα της ανάκλησης του πελάτη υπόκειται στον έλεγχο της κατάχρησης δικαιώματος του άρθρου 281 ΑΚ. Όμως, ακόμα και αν ήθελε κριθεί ότι η άσκησή του συνιστά κατάχρηση δικαιώματος και ο εντολέας πρέπει να καταβάλλει την αμοιβή του διαχειριστή, θα επέλθει η λύση της σύμβασης διαχείρισης, καθόσον η τελευταία δεν μπορεί να διεξάγεται παρά τη θέληση του εντολέα.¹¹⁴

Λόγω του προσωπικού χαρακτήρα της διαχείρισης, αυτή μπορεί να λυθεί, εάν δεν ορίζεται τίποτα αντίθετο στη σύμβαση, με το θάνατο του εντολέα, την περιέλευσή του σε κατάσταση δικαστικής συμπαράστασης ή την πτώχευση ή, σε περίπτωση που πρόκειται για νομικά πρόσωπα, με τη διάλυσή τους (άρθρο 726 ΑΚ). Σε αυτές τις περιπτώσεις, σύμφωνα με το άρθρο 727 ΑΚ, αν η επερχόμενη λύση της διαχείρισης που ανάγεται στους λόγους του άρθρου 726 ΑΚ, εκθέτει σε κίνδυνο τα συμφέροντα του πελάτη, υποχρεούται ο εντολοδόχος ή αυτός που νόμιμα τον αντιπροσωπεύει να συνεχίσει τη διαχείριση μέχρις ότου μπορέσει να την αναλάβει ο εντολέας ή ο κληρονόμος του ή αυτός που τον αντιπροσωπεύει νόμιμα.

Η λύση της διαχείρισης επέρχεται, επίσης, και με την καταγγελία της σύμβασης από τον διαχειριστή, την οποία μπορεί να ασκήσει οποτεδήποτε, εάν, χωρίς την ύπαρξη σπουδαίου λόγου, δεν έχει παραιτηθεί από ή περιορίσει την άσκηση του δικαιώματος (άρθρο 725 παρ. 1 ΑΚ). Συνάγεται, δηλαδή, ότι σε περίπτωση που ο διαχειριστής αδυνατεί για οποιονδήποτε λόγο να εκπληρώσει τις συμβατικές του υποχρεώσεις ή θεωρεί ότι η παροχή του καταλήγει να είναι

¹¹⁴ Βλ. Παπαντώνη, ό.π., σελ. 158-159

ασύμφορη για αυτόν μπορεί, εφόσον η σύμβαση διαχείρισης πρέπει να στηρίζεται στην αμοιβαία εμπιστοσύνη μεταξύ των μερών, να καταγγείλει, έστω και υπό αίρεση, τη σύμβαση, υπό την προϋπόθεση ότι δεν έχει ακόμη εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. Πάντως, αν και η καταγγελία είναι ελεύθερη, χωρίς περιορισμούς, σε περίπτωση που ο διαχειριστής καταγγείλει άκαιρα και χωρίς σπουδαίο λόγο τη σύμβαση, όταν, δηλαδή, ο εντολέας του δεν μπορεί να μεριμνήσει αυτοπροσώπως ή μέσω άλλου διαχειριστή, για τα συμφέροντά του, τότε η μεν καταγγελία λύει τη σύμβαση αλλά ο διαχειριστής είναι υποχρεωμένος να ανορθώσει τη ζημία που προκλήθηκε από αυτήν (άρθρο 725 παρ. 2 ΑΚ).¹¹⁵ Η καταγγελία υπό αναβλητική αίρεση επιτρέπεται μόνο αν δεν δημιουργεί αβεβαιότητα για τη λύση της σύμβασης ή κίνδυνο για τα συμφέροντα του πελάτη. Η καταγγελία υπό διαλυτική αίρεση έχει την έννοια πρότασης του διαχειριστή για προσωρινή αναστολή της διαχείρισης.

ΙΧ. ΟΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ ΜΕΤΑ ΤΟ ΠΕΡΑΣ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Η με οποιονδήποτε τρόπο απόσβεση της ενοχής ή η λήξη της διαρκούς ενοχικής σχέσεως, που συνδέει την τράπεζα με τον πελάτη της, η λύση δηλαδή, της τραπεζικής σύμβασης, δεν οδηγεί αυτόματα και σε απάλειψη κάθε υποχρέωσης έναντι εκάτερου των συμβαλλομένων. Η διάταξη της ΑΚ 288 επεκτείνει, πράγματι, την ισχύ της και στο μετασυμβατικό στάδιο, επιβάλλοντας στα συμβληθέντα μέρη τις υποχρεώσεις που υπαγορεύει στην κάθε συγκεκριμένη περίπτωση η αρχή της καλής πίστεως, λαμβανομένων υπόψη των συναλλακτικών ηθών.¹¹⁶

Μετά την για οποιονδήποτε λόγο λύση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ο διαχειριστής οφείλει, χωρίς να οχληθεί για αυτό από τον πελάτη του, να λογοδοτήσει ενώπιον του σχετικά με τη διαχείριση (άρθρο 718 ΑΚ). Πρέπει, δηλαδή, να του υποβάλλει λεπτομερή λογαριασμό εσόδων και εξόδων με την προκύπτουσα μεταξύ τους διαφορά και να επισυνάψει τα δικαιολογητικά (άρθρο 303 ΑΚ) καθώς και να του εγχειρίσει κατάλογο του περιεχομένου του χαρτοφυλακίου του (άρθρο 304 ΑΚ). Μέσα στον εν λόγω λογαριασμό μπορεί να περιλάβει και τις δαπάνες που έκανε για την κανονική, δηλαδή μέσα στο πλαίσιο της σύμβασης, εκτέλεση της διαχείρισης (άρθρο 722 ΑΚ) και οι οποίες δεν συμπεριλαμβάνονται, βέβαια, στην αμοιβή του. Όπως και στην περίπτωση της ενημέρωσης του πελάτη, έτσι και για τη λογοδοσία του διαχειριστή,

¹¹⁵ Βλ. Παπαντώνη, ό.π., σελ.160-161

¹¹⁶ Βλ. Ψυχομάνη, ό.π., σελ. 33-34

πρέπει να γίνει δεκτό ότι δεν μπορεί να γίνει αντικείμενο παραίτησης του εντολέα της, καθόσον με αυτήν λαμβάνει πλήρη γνώση για τα αποτελέσματα της διαχείρισης.

Παράλληλα με τη λογοδοσία, ο διαχειριστής πρέπει, μετά το πέρας της σύμβασης διαχείρισης, να αποδώσει στον πελάτη του οτιδήποτε έλαβε ενόψει της διαχείρισης ή απέκτησε από την εκτέλεσή της (άρθρο 719 ΑΚ), εκτός εάν για λόγο για τον οποίο δεν φέρει ευθύνη δεν μπορεί να το αποδώσει. Υποχρεούται, δηλαδή, να του παραδώσει το περιεχόμενο του χαρτοφυλακίου ή και ποσά του εντολέα του που κατέχει για λογαριασμό του. Σε περίπτωση δε που αποδειχθεί κατά την λογοδοσία ότι, αν και απαγορεύεται, ο εντολοδόχος χρησιμοποίησε για τον εαυτό του χρήματα του εντολέα του, θα πρόκειται για πλημμελή εκπλήρωση της διαχείρισης ή για υπερημερία, και θα οφείλει τόκο για αυτά από τότε που τα χρησιμοποίησε (άρθρο 720 ΑΚ).¹¹⁷

Βασική υποχρέωση της ΕΠΕΥ μετά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών είναι η ενημέρωση του αντισυμβαλλομένου της. Η υποχρέωση αυτή απορρέει από τις γενικές διατάξεις του ΑΚ, προσδιορίζεται, όμως, ειδικότερα στην Απ. 1/452/1.11.2007 ΕΚ. Στην απόφαση αυτή γίνεται διάκριση μεταξύ ενημέρωσης που αφορά: α) την εκτέλεση εντολής εκτός πλαισίου διαχείρισης χαρτοφυλακίου (άρθρο 17) και β) την εκτέλεση εντολής εντός πλαισίου διαχείρισης χαρτοφυλακίου (άρθρο 18). Ειδικότερα, σε περίπτωση που η ΕΠΕΥ παρέχει την υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου υποχρεούται να ενημερώνει περιοδικά (ανά εξάμηνο) τους ιδιώτες πελάτες αυτής, μεταξύ άλλων, για: το περιεχόμενο και την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου, αμοιβές και προμήθειες που χρεώθηκαν, σύγκριση της απόδοσης, μερίσματα, τόκους και πληρωμές που λήφθηκαν, καθώς και σχετικά με άλλες εταιρικές πράξεις. Ο αντισυμβαλλόμενος δύναται να ζητήσει να αναλαμβάνει την ως άνω ενημέρωση ανά τρίμηνο. Δύναται, επίσης, να ζητήσει να ενημερώνεται αμέσως για τις συναλλαγές που εκτελούνται από το διαχειριστή του χαρτοφυλακίου του.¹¹⁸

X. ΕΠΙΛΟΓΟΣ – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ

Στην παρούσα διπλωματική παρουσιάστηκε η επενδυτική υπηρεσία της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου υπό το πρίσμα της νομοθεσίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, ήτοι του ν. 3606/2007, της Οδηγίας 2004/39/EK (MiFID) και της Οδηγίας 2014/65/EE (MiFID II), η οποία αναμένεται να ενταχθεί στην ελληνική έννομη τάξη και να καταργήσει τον

¹¹⁷ Βλ. Παπαντώνη, ό.π., σελ.161-162

¹¹⁸ Βλ. Τουντόπουλος, ό.π., σελ.447-448

προγενέστερο νόμο. Συγκεκριμένα, εξετάστηκε η νομική φύση, το περιεχόμενο, ο τύπος και η λύση της σύμβασης. Περαιτέρω εκτέθηκαν οι υποχρεώσεις τόσο του διαχειριστή όσο και του επενδυτή, ακόμη και μετά το πέρας της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου, έχοντας ως νομοθετικό έρεισμα την εξέχουσα σημασία στο Αστικό Δίκαιο αρχή της καλής πίστης (ΑΚ 288) αλλά και τους Κανόνες Συμπεριφοράς των ΑΕΠΕΥ. Στη συνέχεια αναλύεται η ευθύνη που υπέχει ο διαχειριστής απέναντι στον επενδυτή, η οποία έχει τις μορφές της ενδοσυμβατικής ευθύνης, της ευθύνης από διαπραγματεύσεις, της αδικοπρακτικής ευθύνης και της ευθύνης με βάση τις διατάξεις του νόμου για την προστασία του καταναλωτή (ν. 2251/1994). Τέλος, ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στο ζήτημα της άσκοπης διενέργειας συναλλαγών στις συμβάσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου (Churning).

Η συγκέντρωση μεγάλων κεφαλαίων και η δημιουργία νέων περίπλοκων επενδυτικών προϊόντων σε συνδυασμό με την φιλελευθεροποίηση και την διεθνοποίηση των αγορών χρήματος και κεφαλαίων έχει ως άμεση συνέπεια την ενίσχυση του ρόλου της διαχείρισης χαρτοφυλακίου μεταξύ των προσφερόμενων στο επενδυτικό κοινό επενδυτικών υπηρεσιών και εξ αυτού την ενίσχυση του ρόλου της ίδιας στις χρηματιστηριακές αγορές. Βασική μέριμνα του διαχειριστή θα πρέπει να είναι η άμεση απόκριση στις συνεχώς μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες και η αναπροσαρμογή των επενδυτικών στρατηγικών των χαρτοφυλακίων των πελατών με τρόπο που να επιτυγχάνεται η διατήρηση των στόχων και των προσδοκιών τους αναφορικά με τα περιουσιακά τους στοιχεία. Ενόψει της διακριτικής ευχέρειας που διαθέτει ο διαχειριστής κατά τη διενέργεια των επενδύσεων, εξέχουσα σημασία έχει η ενίσχυση της ενημέρωσης αλλά και της αξιολόγησης του πελάτη.

Με την αναθεώρηση του πλαισίου της Οδ. 2004/39/EK (MiFID) και την θέση σε εφαρμογή της Οδ. 2014/65/EK (MiFID II), η οποία αντικατέστησε την MiFID, ενισχύεται το επίπεδο προστασίας των επενδυτών, με την εισαγωγή απαιτήσεων σχετικά με την οργάνωση και τη συμπεριφορά των φορέων στις αγορές αυτές, τη βελτίωση της διαφάνειας στις συναλλαγές και την ενίσχυση του ρόλου των εποπτικών αρχών των χρηματοπιστωτικών αγορών. Στόχος του ενημερωμένου αυτού νομικού πλαισίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID II) είναι η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως συνόλου αλλά και η προστασία των μεμονωμένων επενδυτών.

XI. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ❖ Αλεξανδρίδου Ε., Δίκαιο προστασίας καταναλωτή, Νομική Βιβλιοθήκη, 2^η έκδοση, 2015
- ❖ Αυγητίδης Δημ., Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014
- ❖ Αυγητίδης Δημ., Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, 2005
- ❖ Αυγητίδης Δημ., Ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΕπισκΕΔ 2001
- ❖ Γεωργακόπουλος Λέων, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999
- ❖ Γεωργακόπουλος Λέων, Εγχειρίδιο εμπορικού δικαίου, τόμ.2, τεύχ. 2, έκδ. β', 1999
- ❖ Γεωργιάδης Σ., Η ευθύνη της ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003
- ❖ Γεωργιάδης Γ., Οι υποχρεώσεις της τράπεζας για ενημέρωση, διαφώτιση και παροχή συμβουλών στον πελάτη, ΧρΙΔ Η'/2008
- ❖ Γεωργιάδης - Σταθόπουλος Αστικός Κώδικας
- ❖ Δεληγιάννη – Δημητράκου, Trust & Καταπίστευση, Συγκριτική θεώρηση, έκδ. β, 2002
- ❖ Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007
- ❖ Καρατζένης Φ., Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Θ' Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 1999
- ❖ Καρατζένης, Εισ Το χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο, 2000
- ❖ Λιάππης Δημ., Αποζημίωση των Επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012
- ❖ Μητσιόπουλος Γ., Χρηματιστηριακές κρίσεις και επενδυτικά εργαλεία, 2001
- ❖ Παπαντώνη Μ., Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000
- ❖ Περάκης Ε., Γενικό μέρος του εμπορικού δικαίου, 2011
- ❖ Πολίτη, Οι επενδυτικές συμβουλές, ΔΕΕ 1998
- ❖ Σταθόπουλο Μ., Γενικό Ενοχικό Δίκαιο, Δ' έκδοση, 2004
- ❖ Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2015
- ❖ Τουντόπουλος Β., Η άσκοπη διενέργεια συναλλαγών στις συμβάσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου (Churning), ΔΕΕ 8-9/2003, σελ. 922
- ❖ Τουντόπουλος Β., Η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2005
- ❖ Τσιριντάνης, Στοιχεία εμπορικού δικαίου, τεύχ. Α, 1962

- ❖ Ψυχομάνης Σπ., Τραπεζικό Δίκαιο- Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων, Εκδόσεις Σάκκουλα, ΣΤ' έκδοση, 2008

2. ΞΕΝΗ

- ❖ Hattab, Rasha, De l' obligation de conseil des prestataires de services d' investissement, Presses Universitaires de Strasbourg, 2006
- ❖ Jennings/Marsh/Coffee/Seligman, Securities Regulation, 1998
- ❖ Kimpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 2000
- ❖ Vauplane & Bornet, Droit de la bourse, Revue international de droit compare 1995
- ❖ Vauplane & Bornet, Droit des marches financiers, Revue international de droit compare, 1999

XII. ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

1. ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- ❖ ΔικΕΕ, 21.11.2003, C 356/00, *Testa*, σκ.38
- ❖ ΑΠ 2212/2014 Α1 Τμ., ΧρηΔικ τ.1/2015
- ❖ ΑΠ 774/2014 (ΝΟΜΟΣ)
- ❖ ΑΠ 1614/1999 (ΝΟΜΟΣ)
- ❖ ΕφΑθ 4212/2014 (ΝΟΜΟΣ)
- ❖ ΕφΑθ 3989/2011, ΔΕΕ 2012
- ❖ ΠολΠρωτΚερκ 75/2005, ΝΟΜΟΣ
- ❖ ΠολΠρωτΘες 30440/2000, ΔΕΕ 2001
- ❖ ΠολΠρωτΘες 19932/2009, ΝΟΜΟΣ

- ❖ ΜοτΑθ 2115/2002,ΕΕμπΔ 2003

2. ΕΕΝΗ

- ❖ Air Properties, Inc. v. Smith, 312 F.2d 210 (9th Cir. 1962)
- ❖ BGH, WM 1995, BGH, NJW –RR 2000, BGH III ZR 100/01
- ❖ BVerwG, NZG 2005
- ❖ Cass Com., 26.3.1996, Bulletin Joly Bourse, 1996
- ❖ CA Paris, 11.1.2002, Bulletin Joly Bourse, 2002
- ❖ CA Paris, 7.4.1999, Bulletin Joly Bourse 1999
- ❖ Mihara v. Dean Witter & Co, 619 F. 2d 814 (9th 1980)