



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

**Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών**

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

ΤΟΜΕΑΣ Α' ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ

ΣΠΟΥΔΩΝ ΑΣΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2013-2014

Διπλωματική Εργασία
της Αικατερίνης Βογιαζίδου

ΑΜ: 1245

Η ΣΥΜΒΑΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Επιβλέποντες καθηγητές:

**Δημήτριος Λιάπης
Δημήτριος Χριστοδούλου
Αντώνιος Καραμπατζός**

Copyright ©, Αικατερίνη Βογιαζίδου, 2016

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.	Ορισμός και Μορφές	4
II.	Διάκριση από συγγενείς υπηρεσίες.....	6
III.	Η διαχείριση χαρτοφυλακίου ως επενδυτική υπηρεσία - Ν. 3606/2007 (MiFID).....	10
A.	Πεδίο εφαρμογής.....	10
B.	Άδεια λειτουργίας και οργανωτικές υποχρεώσεις ΑΕΠΕΥ.....	12
C.	Προστασία των επενδυτών.....	15
D.	Εκτέλεση εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς για τον πελάτη όρους.....	18
E.	Συναλλαγές με επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους και επαγγελματίες πελάτες.....	19
F.	MiFID II και MiFIR.....	20
IV.	Κανονες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ.....	21
A.	Πληροφόρηση πελατών και δυνητικών πελατών.....	21
B.	Αξιολόγηση καταλληλότητας	22
C.	Ενημέρωση πελατών στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίων	23
D.	Βέλτιστη εκτέλεση εντολών.....	24
V.	Νομική φύση και περιεχόμενο της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου.....	26
A.	Γενικές πληροφορίες.....	26
B.	Η ρύθμιση των σχέσεων διαχειριστή και επενδυτή	30
1.	Κύρια υποχρέωση του διαχειριστή.....	30
2.	Υποχρεώσεις του πελάτη – επενδυτή.....	33
3.	Επενδυτικοί στόχοι και κατευθυντήριες γραμμές	36
4.	Ευθύνη του διαχειριστή.....	37
5.	Υποχρεώσεις απολογισμού και ενημέρωσης	37
6.	Υποχρεώσεις εχεμύθειας και λοιπές διατάξεις.....	38
C.	Λύση της σύμβασης.....	39
VI.	Ευθύνη του διαχειριστή	40
A.	Ενδοσυμβατική ευθύνη και ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις.....	40
B.	Αδικοπρακτική ευθύνη.....	41
VII.	BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΞΕΝΗ	43
VIII.	BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΕΛΛΗΝΙΚΗ.....	46

I. ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΜΟΡΦΕΣ

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου ορίζεται ως «το σύνολο των πράξεων που αποβλέπουν στην εξυπηρέτηση του οικονομικού συμφέροντος μέσω της διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων που, τουλάχιστον από οικονομικής απόψεως, δεν ανήκουν στον διαχειριστή αλλά η επιμέλεια αυτών έχει ανατεθεί στο διαχειριστή από κάποιον τρίτο, με περιθώρια άσκησης διακριτικής ευχέρειας από τον διαχειριστή και δίχως προηγούμενη διαβούλευση αυτού με τον κύριο της περιουσίας».¹ Κύριος και βασικός σκοπός της διαχείρισης είναι η κερδοφορία του χαρτοφυλακίου, με οποιονδήποτε τρόπο θα μπορούσε κάτι τέτοιο να επιτευχθεί.² Αυτό πρακτικά σημαίνει την αγορά και διάθεση των υπό διαχείριση προϊόντων, αλλά και η αποχή από αγορά ή διάθεση, αναλόγως προς τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς.³ Καθότι το κόστος μιας τέτοιας διαχείρισης είναι σχετικά υψηλό, είναι λογικό αυτή να απευθύνεται κυρίως σε χαρτοφυλάκια με κάπως σημαντική αξία, ώστε τα απορρέοντα κέρδη να υπερκαλύπτουν τα έξοδα και τις αμοιβές διαχείρισης.⁴

Η ανάγκη διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων προκύπτει κατά βάση από την έλλειψη βούλησης ή την έλλειψη εξειδικευμένων γνώσεων του κυρίου των περιουσιακών στοιχείων προς αποτελεσματική και κερδοφόρα διαχείριση αυτών.⁵ Ως αποτέλεσμα, ο κύριος των περιουσιακών στοιχείων αναθέτει τη διαχείριση αυτών σε ένα εξειδικευμένο προς τούτο πρόσωπο, τον διαχειριστή.⁶ Ιστορικά, ο διαχωρισμός των ιδιοτήτων του κυρίου και του διαχειριστή εξελίχθηκε παράλληλα με εταιρική διαχείριση. Αρχικά, για τη διαχείριση της εταιρικής περιουσίας υπεύθυνος ήταν ο ιδιοκτήτης της εταιρίας. Με τον καιρό, και καθώς οι μορφές εταιριών εξελίσσονταν και οι δραστηριότητές τους αναπτύσσονταν, οι ιδιοκτήτες άρχισαν να αναθέτουν την διαχείριση αυτών σε τρίτα πρόσωπα, τους διαχειριστές

¹ Βλ. Schäfer / Müller Rn. 198, Balzer, Vermögensverwaltung, S. 13; Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, σ. 835; Schwintowski, Bankrecht, σ. 787; Αυγητίδης, σελ. 78 – 79; Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, σελ. 111; Καρατζένης, Διαχείριση χαρτοφυλακίου, σελ. 406; Hattab, De l'obligation de conseil des prestataires de services d'investissement, σελ. 143

² Αυγητίδης, σελ. 79; Merville, Droit financier, σελ. 114

³ Αυγητίδης, σελ. 79

⁴ Παπαντώνη, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, σ. 117

⁵ Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, σ. 835

⁶ Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, σ. 836

(*manager*)⁷. Από το σημείο αυτό άρχισε να διαφαίνεται ο διαχωρισμός των δύο αυτών λειτουργιών, δηλαδή από τη μία του εταίρου και από την άλλη του διαχειριστή της εταιρίας.⁸ Σε ένα επόμενο στάδιο, ο εταίρος δύναται να αναθέσει όχι μόνο τη διαχείριση και οργάνωση της εταιρίας, αλλά και την ανάληψη αποφάσεων ως προς την εταιρική περιουσία καθεαυτήν, σε ένα εξειδικευμένο προς τούτο πρόσωπο, τον διαχειριστή περιουσίας.⁹

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 Νομπέλ Οικονομικών για την έρευνά του στο θέμα αυτό.¹⁰ 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).¹¹ Η διαχείριση χαρτοφυλακίου και συγκεκριμένα άυλων χρηματοπιστωτικών τίτλων εμφανίζεται, τουλάχιστον στην ευρωπαϊκή ήπειρο, τη δεκαετία του 1970.¹² Παράλληλα, η παγκοσμιοποίηση των αγορών κεφαλαίου και χρήματος οδήγησε στην ανάγκη δημιουργίας νέων επενδυτικών μέσων.¹³ Η αποτελεσματική διαχείριση τέτοιων χρηματοοικονομικών μέσων απαιτεί φυσικά την αντίστοιχη εμπειρία και υψηλό τεχνολογικό υπόβαθρο εκείνων που την αναλαμβάνουν.¹⁴ Στην πράξη, η ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου (βλ. αναλυτικότερα παρακάτω υπό II) απευθύνεται σε πελάτες με διαθέσιμα κεφάλαια άνω των 500 χιλ. ευρώ, ενώ για χαμηλότερα ποσά οι επενδυτές μπορούν να απευθύνονται σε κάποια άλλη μορφή διαχείρισης, συνήθως υπό τη μορφή των ΟΣΕΚΑ.¹⁵

⁷ Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, σ. 837

⁸ Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, σ. 837

⁹ Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, σ. 837

¹⁰ Βλ. ειδικότερα τη δημοσίευση "Portfolio Selection" στο Journal of Finance, Μάρτιος 1952; *Μητσιόπουλος*, σελ. 183

¹¹ *Καρατζένης*, σελ. 408

¹² Schwintowski, Bankrecht, σ. 786

¹³ *Ξυδωνας*, Η χρηματοοικονομική μηχανική

¹⁴ *Ξυδωνας*, Η χρηματοοικονομική μηχανική

¹⁵ *Καρατζένης*, σελ. 409

II. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΑΠΟ ΣΥΓΓΕΝΕΙΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Ο διαχειριστής παίρνει την απόφαση για κατάρτιση των συναλλαγών και κατ' επέκταση για επένδυση των περιουσιακών στοιχείων προς το συμφέρον του κυρίου αυτών και πελάτη του, ωστόσο κατά την δική του κρίση, εφαρμόζοντας κατά περίπτωση τις συμφωνηθείσες κατευθυντήριες γραμμές.¹⁶

Η παραπάνω είναι εξάλλου και η βασική διαφορά που διακρίνει τη διαχείριση χαρτοφυλακίου από την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή την διαμεσολάβηση.¹⁷ Στην παροχή επενδυτικών συμβουλών ο σύμβουλος απλώς παρέχει συμβουλές και καθοδήγηση στον επενδυτή προς αγορά, πώληση ή διατήρηση των προϊόντων του χαρτοφυλακίου, και δεν είναι εξουσιοδοτημένος να προβαίνει σε πράξεις διάθεσης αυτού, καθώς την τελική απόφαση για την τύχη του χαρτοφυλακίου λαμβάνει ο ίδιος ο επενδυτής.¹⁸ Παράλληλα, στη διαχείριση χαρτοφυλακίου ο διαχειριστής δεν υποχρεούται να παρέχει επενδυτικές συμβουλές και εκτιμήσεις στον πελάτη του, εκτός αν κάτι τέτοιο έχει ήδη συμφωνηθεί ρητά ή σιωπηρά μεταξύ αυτών.¹⁹ Οι δύο υπηρεσίες ομοιάζουν ωστόσο στο ότι αποβλέπουν στην υποστήριξη του επενδυτή κατά τη διοίκηση της περιουσίας του.²⁰

Από την άλλη, στη διαμεσολάβηση - μεσιτεία ο χρηματομεσίτης μεσολαβεί για την αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών προϊόντων, εκτελώντας τις εντολές του επενδυτή, στο όνομα και για λογαριασμό του τελευταίου, ακόμη και αν προηγουμένως ο χρηματομεσίτης έχει επιπλέον παράσχει επενδυτικές συμβουλές προς τον επενδυτή.²¹ Εν αντιθέσει, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου χαρακτηρίζεται από το δικαίωμα επιλογής και διάθεσης των προϊόντων από τον ίδιο τον διαχειριστή.²² Εκείνος φροντίζει για την τύχη της ανατεθείσας σε

¹⁶ *Αυγητίδης*, σελ. 85

¹⁷ *Balzer*, Kurzkommentar EuGH EWiR Art.1 RL 93/22EWG 1/03, 989; *Schäfer / Sethe / Lang*, Handbuch der Vermögensverwaltung, σελ. 6

¹⁸ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 788; *Παπαντώνη*, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, σ. 117; *Καρατζένης*, σελ. 415; *Kümpel*, σελ. 1337-1338

¹⁹ OLG Frankfurt a.M., 27.06.1995, WM 1996, σελ. 665

²⁰ *Καρατζένης*, σελ. 415

²¹ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 789; *Καρατζένης*, σελ. 415; *Schäfer / Sethe / Lang*, σελ. 6

²² *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 788-789; *Καρατζένης*, σελ. 415-416

αυτόν διαχείρισης, και αποφασίζει με διακριτική ευχέρεια, με βασικό γνώμονα τη διασφάλιση των συμφερόντων του επενδυτή.²³

Ένα περαιτέρω χαρακτηριστικό, το οποίο διαχωρίζει την διαχείριση χαρτοφυλακίου από την παροχή επενδυτικών συμβουλών και τη διαμεσολάβηση, είναι η διάρκειά της. Ενώ η παροχή διασαφήσεων και συμβουλών συνήθως παύουν με την παροχή της πληροφορίας, και αντίστοιχα η παύει και η νομική σχέση στην οποία βασίζονται, ο διαχειριστής δεσμεύεται από μια διαρκή υποχρέωση φροντίδας των περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή. Αυτή η νομική σχέση παύει συνήθως μόνο με την πάροδο του συμβατικού χρόνου που φέρει αντίστοιχα τη λήξη της συμβατικής σχέσης.

Παρά αυτόν τον διαχωρισμό από τις υπόλοιπες επενδυτικές υπηρεσίες, δεν μπορεί να γίνει λόγος για ενιαίο εννοιολογικό ορισμό της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου.²⁴ 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».²⁵ Υπό την ίδια ευρεία έννοια, η διαχείριση χαρτοφυλακίου μπορεί καταρχήν να αναφέρεται σε περιουσιακά στοιχεία οποιουδήποτε είδους και οποιασδήποτε αξίας (*asset management – Vermögensverwaltung*).²⁶ 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.

²³ Schäfer / Müller, Rn. 198; Schäfer, Handbuch Kapitalanlage recht, § 28 Rn. 1,6

²⁴ Balzer, Vermögensverwaltung, S.11, Kienle, in: Bankrechts – Handbuch, §111 Rn. 1, Becker / Wicke, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, S. 4 ff

²⁵ Balzer, Vermögensverwaltung, S.16 ff; Hopt, Kapitalanlegerschutz, S.105; Roll, Vermögensverwaltung, S.33.

²⁶ Καρατζένης, σελ. 406

λαιο.²⁷ Η εν στενή εννοία διαχείριση χαρτοφυλακίου (*portfolio management – Finanzportfolioverwaltung*) αφορά κυρίως σε άυλους τίτλους και χρηματοπιστωτικά προϊόντα που συναλλάσσονται είτε στην οργανωμένη αγορά, είτε εξωχρηματιστηριακά.²⁸ 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.

Συνήθως γίνεται διάκριση μεταξύ συλλογικής και ατομικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου.²⁹ Η συλλογική διαχείριση αποτελεί δευτερογενή συμμετοχή του επενδυτικού κοινού σε επενδύσεις γενικού και ειδικού χαρακτήρα, προσφέρεται δε κυρίως από Ανώνυμες Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΑΕΠΕΥ), Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), Εταιρίες Διαχειρίσεων Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΕΔΑΚ) και ασφαλιστικές εταιρίες, οι οποίοι υπόκεινται σε διαφορετική νομοθεσία και ειδικούς κανόνες συμπεριφοράς.³⁰ Η λειτουργία των αμοιβαίων κεφαλαίων ρυθμίζεται στο νόμο 4099/2012 που ενσωμάτωσε την Οδηγία 2009/65/ΕΚ. Συνίσταται σε κτήση μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων ή σε σύναψη ασφαλιστικών συμβάσεων, χωρίς ο επενδυτής να αποκτά δικαιώματα επί των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου.³¹ Τα υπό διαχείριση χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελούν ομάδα περιουσίας προερχόμενη από πολλούς διαφορετικούς επενδυτές – δικαιούχους, έκαστος εκ των οποίων έχει το δικαίωμα να εξέλθει ελεύθερα και ανά πάσα στιγμή από την ομάδα αυτή.³² Η συλλογική διαχείριση συνδέεται συχνά με μια παροχή επενδυτικών συμβουλών ή διαμεσολάβησης, όπως όταν ένα πιστωτικό ίδρυμα συμβουλεύει έναν πελάτη να τοποθετήσει το χαρτοφυλάκιό του σε συγκεκριμένα επενδυτικά κεφάλαια. Στην περίπτωση αυτή, η τράπεζα είναι σύμβουλος επενδύσεων ή διαμεσολαβητής, ενώ η εταιρία επενδύ-

²⁷ Lang, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, 2003, σ. 443; Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, σ. 838; Αυγητίδης, σελ. 78; Schäfer, Vereinbarungen über Benachrichtigungspflichten in Vermögensverwaltungsverträgen, σελ. 1010

²⁸ Καρατζένης, σελ. 406; Kümpel, σελ. 1339

²⁹ Καρατζένης, σελ. 406/407

³⁰ Αυγητίδης, σελ. 87; Καραγκουνίδης, σελ. 112; Παπαντώνη, σ. 118

³¹ Schäfer, Handbuch Kapitalanlagerecht §28 Rn. 4; Köndgen, Bankrechts – Handbuch, §113 Rn.5f; Καρατζένης, σελ. 417; Kümpel, σελ. 1339

³² Αυγητίδης, σελ. 87

σεων αναλαμβάνει το ρόλο του διαχειριστή χαρτοφυλακίου. Η συλλογική διαχείριση χαρτοφυλακίου δεν αποτελεί αντικείμενο της παρούσας μελέτης.

Σε περίπτωση που ο επενδυτής επιθυμεί να έχει μια επιρροή στην επενδυτική απόφαση ή έναν πιο άμεσο έλεγχο, θα στραφεί προς την ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου. Μια τέτοια υπηρεσία, μπορούν, παράλληλα με τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, να παρέχουν και οι λεγόμενοι «ελεύθεροι» διαχειριστές χαρτοφυλακίου, ήτοι κάποιες εταιρίες, οι οποίες δεν ασχολούνται παράλληλα με τραπεζικές δραστηριότητες, αλλά ασκούν επαγγέλματα που αφορούν σε νομικές και φορολογικές συμβουλές, για παράδειγμα δικηγόροι, φορολογικοί σύμβουλοι, λογιστές σε ελεγκτικές εταιρίες κ.ά. Μια τέτοια διαχείριση όμως δεν δύναται να έχει ως αντικείμενο τα χρηματοπιστωτικά μέσα του άρθρου 5 του ν. 3606/2007, καθώς κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 8 παρ. 1 του ν. 3606/2007 η κατ'επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων (λόγου χάρη, διαχείριση χαρτοφυλακίου) στην Ελλάδα επιτρέπεται μόνο στα περιοριστικώς αναφερόμενα νομικά πρόσωπα που έχουν λάβει την αντίστοιχη αδειοδότηση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ενώ όποιος παρέχει με πρόθεση επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκεί επενδυτικές δραστηριότητες κατά παράβαση των ανωτέρω, τιμωρείται με ποινή φυλάκισης τουλάχιστον ενός έτους.³³ Παρότι η MiFID αφήνει ανοικτό το ενδεχόμενο για παροχή υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίων και από ανεξάρτητους ιδιώτες, ο Έλληνας νομοθέτης δεν έκανε χρήση της ευχέρειας αυτής. Συνεπώς, στη μελέτη αυτή οι οποιοσδήποτε αναφορές σε ανεξάρτητους διαχειριστές νοούνται μόνο στο νομικό πλαίσιο αλλοδαπών συστημάτων.

Τέλος, μια τέτοια διαχείριση προσομοιάζει ως ένα βαθμό με τη διαχείριση περιουσίας αποθανόντος από τον εκτελεστή διαθήκης της ΑΚ 2020³⁴, την περίπτωση της εμπιστευσης περιουσίας (trust του αγγλοαμερικανικού δικαίου)³⁵, καθώς και τον σύνδικο πτώχευσης όταν διαχειρίζεται την πτωχευτική περιουσία με γνώμονα το συμφέρον των επενδυτών^{36,37}.

³³ Βλ. άρ. 8 παρ. 2 ν. 3606/2007

³⁴ ΑΚ 2020: «Έργο του εκτελεστή διαθήκης είναι η εκτέλεση των διατάξεων της διαθήκης. Ο εκτελεστής διαθήκης έχει δικαίωμα να επιχειρήσει κάθε πράξη την οποία ρητά επέτρεψε ο διαθέτης ή είναι απαραίτητη για την εκτέλεση των διατάξεών του. Με τους ίδιους όρους έχει δικαίωμα να διαχειρίζεται την κληρονομία είτε ολόκληρη είτε κατά ένα μέρος της». ; *Καρατζένης*, σελ. 417

³⁵ *Αυγητίδης*, σελ. 88; *Γεωργακόπουλος*, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, σελ. 345

³⁶ Βλ. άρθρο 17 ΠτΚ (ν. 3588/2007)

³⁷ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 786

III. Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ - Ν. 3606/2007 (MiFID)

A. Πεδίο εφαρμογής

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου αποτελεί επενδυτική υπηρεσία κατά την οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (Markets in Financial Instruments Directive, στο εξής MiFID), η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο 3606/2007³⁸. 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.³⁹ Κατά τη MiFID, την υπηρεσία αυτή μπορούν να παρέχουν πλέον και ειδικά προς τούτο συστημένες εταιρίες, οι ΑΕΠΕΥ. Οι διατάξεις της MiFID αποτελούν τις ελάχιστες απαιτήσεις, αφήνοντας έτσι περιθώριο στον εθνικό νομοθέτη να εισαγάγει ένα αυστηρότερο πλαίσιο αδειοδότησης των ΑΕΠΕΥ.⁴⁰ Μια τέτοια όμως επιλογή του νομοθέτη θα καθιστούσε πιθανόν το επενδυτικό περιβάλλον μη φιλικά προσκείμενο προς παρόχους επενδυτικών υπηρεσιών, οδηγώντας αυτές εν τέλει να εγκατασταθούν σε κάποιο άλλο κράτος μέλος.⁴¹

Αναλυτικότερα, το άρθρο 4, παρ 1 εδ. δ' του ν. 3606/2007 ορίζει ότι ως επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες 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".⁴² Σε αυτόν τον ορισμό εμπεριέχονται ουσιαστικά οι συναλλαγές αξιογράφων οι οποίες κατ' εντολή του πελάτη επενδυτή διενεργούνται από κάποιον διαχειριστή.⁴³

Χρηματοπιστωτικά μέσα που δύναται να περιλαμβάνει ένα χαρτοφυλάκιο, κατά το άρθρο 5 του ν. 3606/2007 είναι, μεταξύ άλλων:

- a. Οι κινητές αξίες (*transferable securities*)

³⁸ ΦΕΚ Α' 195-2007

³⁹ Βλ. παράρτημα 1, αρ. 11, Οδηγία 89/646/ΕΟΚ

⁴⁰ *Sethe*, σελ. 488

⁴¹ *Sethe*, σελ. 488

⁴² *Αυγητίδης*, Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, σελ. 76

⁴³ *Sethe*, σελ. 479

- b. Τα μέσα χρηματαγοράς (*money-market instruments*)
- c. Τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (*units in collective investment undertakings*)
- d. Τα συμβόλαια δικαιωμάτων προαίρεσης (*options*), τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (*futures*), οι συμβάσεις ανταλλαγής (*swaps*) και άλλες συμβάσεις σχετιζόμενες με κινητές αξίες ή με εμπορεύματα
- e. Τα παράγωγα μέσα για τη μετακύληση του πιστωτικού κινδύνου (*financial contracts for differences*) κ.ά.

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 παραπάνω κατάλογο.⁴⁴ Εξάλλου, ως κινητές αξίες ορίζονται στο άρθρο 2 στ. 13 του ν. 3606/2007 "οι κατηγορίες κινητών αξιών που 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". Επιπλέον, μέσα χρηματαγοράς αποτελούν, σύμφωνα με το άρθρο 2 στ. 14 του ν. 3606/2007, "κατηγορίες μέσων που αποτελούν συνήθως αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά, όπως τα έντοκα γραμμάτια, τα αποδεικτικά κατάθεσης (*certificates of deposit*) και τα εμπορικά γραμμάτια (*commercial paper*) εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής".

Στο άρθρο 3 του ν.3606/2007 ορίζεται το πεδίο εφαρμογής και οι εξαιρέσεις από αυτό. Μεταξύ άλλων, εξαιρούνται από την εφαρμογή 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

⁴⁴ Αυγητίδης, σελ. 79

κανονιστικές διατάξεις ή από επαγγελματικό κώδικα δεοντολογίας που δεν απαγορεύουν την παροχή της υπηρεσίας αυτής".⁴⁵ Σε αυτή την κατηγορία θα μπορούσαν να τοποθετηθούν, μεταξύ άλλων, δικηγόροι, συμβολαιογράφοι, φοροτεχνικοί σύμβουλοι, λογιστές ελεγκτές κ.ά..⁴⁶ 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.⁴⁷ Άλλες περιπτώσεις μη εφαρμογής του νόμου αυτού είναι επί παραδείγματι σε ασφαλιστικές επιχειρήσεις για τις οποίες είναι σε ισχύ ήδη άλλα αντίστοιχα νομοθετήματα (βλ. άρθρο 3 παρ. 4 εδ. (α) ν.3606/2007), στα πρόσωπα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες αποκλειστικά στις μητρικές, θυγατρικές ή αδελφές επιχειρήσεις τους (βλ. άρθρο 3 παρ. 4 εδ. (β) ν.3606/2007), και τέλος στις 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 (βλ. άρθρο 3 παρ. 5 ν.3606/2007).

B. Άδεια λειτουργίας και οργανωτικές υποχρεώσεις ΑΕΠΕΥ

Η 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)⁴⁸ και στις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ) κατά τα όσα ορίζονται την αντίστοιχη νομοθεσία τους.⁴⁹ Εξαιρέση στον κανόνα αυτό αποτελούν οι ΕΠΕΥ που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και εποπτεύονται

⁴⁵ Ν.3606/2007, άρθρο 3 παρ.4 εδ.(γ)

⁴⁶ *Sethe*, σελ. 485

⁴⁷ *Sethe*, σελ. 485

⁴⁸ Βλ. άρ. 36-39 ν. 3606/2007

⁴⁹ Βλ. άρ. 8 παρ. 1 ν. 3606/2007

από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους-μέλους.⁵⁰ Άδεια λειτουργίας σε ΑΕΠΕΥ που έχουν την καταστατική τους έδρα και την κεντρική τους διοίκηση στην Ελλάδα χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία αποτελεί και εποπτική αρχή τους.⁵¹ Η ΑΕΠΕΥ οφείλει να δηλώσει τις κύριες επενδυτικές και οι τυχόν παρεπόμενες δραστηριότητες για τις οποίες αιτείται άδειας και η άδεια χορηγείται για τις υπηρεσίες αυτές και μόνο.⁵²

Επιπλέον, το άρθρο 12 καθορίζει τις οργανωτικές απαιτήσεις των ΑΕΠΕΥ, τονίζοντας μάλιστα ότι οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις αυτές καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας τους.⁵³ Συνοπτικά, οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν:

- Να εφαρμόζουν κατάλληλες πολιτικές και διαδικασίες για να εξασφαλίζεται η συμμόρφωση όλου του προσωπικού τους στις διατάξεις του ν. 3606/2007⁵⁴
- Να ενεργούν κατά τρόπο ώστε να μην επηρεάζονται αρνητικά τα συμφέροντα των πελατών λόγω συγκρούσεων συμφερόντων⁵⁵
- Να εξασφαλίζουν τη συνεχή και κανονική εκτέλεση των επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων⁵⁶
- Όταν αναθέτουν σε τρίτους την εκτέλεση επενδυτικών υπηρεσιών, να λαμβάνουν όλα τα απαραίτητα μέσα ώστε να αποφεύγεται η αδικαιολόγητη επιδείνωση του λειτουργικού κινδύνου και να μην βλάπτεται η ποιότητα του εσωτερικού ελέγχου ή η δυνατότητα αποτελεσματικής εποπτείας της ΑΕΠΕΥ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς⁵⁷
- Να έχουν υγιείς διοικητικές και λογιστικές διαδικασίες, μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, εκτίμησης των κινδύνων και μηχανισμούς ελέγχου και ασφάλειας των συστημάτων ηλεκτρονικής επεξεργασίας δεδομένων⁵⁸

⁵⁰ Βλ. άρ. 8 παρ. 1 ν. 3606/2007

⁵¹ Βλ. άρ. 9 παρ. 1 ν. 3606/2007; *Sethe*, σελ. 487

⁵² Βλ. άρ. 9 παρ. 1 ν. 3606/2007

⁵³ Βλ. άρ. 12 παρ. 1 ν. 3606/2007; *Sethe*, σελ. 491

⁵⁴ Βλ. άρ. 12 παρ. 2 ν. 3606/2007

⁵⁵ Βλ. άρ. 12 παρ. 3 ν. 3606/2007

⁵⁶ Βλ. άρ. 12 παρ. 4 ν. 3606/2007

⁵⁷ Βλ. άρ. 12 παρ. 5 ν. 3606/2007

⁵⁸ Βλ. άρ. 12 παρ. 6 ν. 3606/2007

- Να καταγράφουν τις υπηρεσίες και τις συναλλαγές που παρέχουν ούτως ώστε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να δύναται να ελέγχει τη συμμόρφωση τους προς τις υποχρεώσεις έναντι πελατών ή δυνητικών πελατών⁵⁹
- Να προστατεύουν τα δικαιώματα κυριότητας των πελατών τους, σε περίπτωση που κατέχουν χρηματοπιστωτικά μέσα που ανήκουν στους τελευταίους⁶⁰
- Να προστατεύουν τα συμφέροντα των πελατών τους, σε περίπτωση που κατέχουν κεφάλαια των τελευταίων και, με εξαίρεση τα πιστωτικά ιδρύματα, να μη χρησιμοποιούν αυτά για ίδιο λογαριασμό⁶¹
- Να μην κατάσχουν ή δεσμεύουν περιουσιακά στοιχεία των πελατών τους που βρίσκονται σε τραπεζικούς λογαριασμούς υπό τη μορφή χρημάτων ή στο μητρώο του θεματοφύλακα ή άλλου φορέα συστήματος καταχώρησης τίτλων υπό τη μορφή χρηματοπιστωτικών μέσων.⁶² Στα περιουσιακά στοιχεία αυτά περιλαμβάνονται και τα στοιχεία που κατέχει και διαχειρίζεται η ΑΕΠΕΥ στο όνομά της και για λογαριασμό των πελατών της, και των οποίων πραγματικός δικαιούχος είναι οι πελάτες.⁶³

Κατά το άρθρο 16 παρ. 3 (α) και (β) ν. 3606/2007, σε περίπτωση που κάποιο φυσικό ή νομικό πρόσωπο επιθυμεί να αγοράσει ή να διαθέσει μερίδιο συμμετοχής σε μια ΑΕΠΕΥ που θα είχε ως αποτέλεσμα η αναλογία των δικαιωμάτων ψήφου που θα κατέχει αυτό το πρόσωπο να φθάσει ή να υπερβεί το 20, 33 ή 50% έτσι ώστε η ΑΕΠΕΥ να καταστεί θυγατρική του ή να παύσει να είναι θυγατρική του, το πρόσωπο αυτό οφείλει να γνωστοποιήσει γραπτώς το γεγονός αυτό προηγουμένως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.⁶⁴ Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς οφείλει να εγκρίνει τέτοια διάθεση ή αγορά εκ των προτέρων.⁶⁵ 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, μέ-

⁵⁹ Βλ. άρ. 12 παρ. 7 ν. 3606/2007

⁶⁰ Βλ. άρ. 12 παρ. 8 ν. 3606/2007

⁶¹ Βλ. άρ. 12 παρ. 9 ν. 3606/2007

⁶² Βλ. άρ. 12 παρ. 10 και 11 ν. 3606/2007

⁶³ Βλ. άρ. 12 παρ. 11 ν. 3606/2007

⁶⁴ *Sethe*, σελ. 491

⁶⁵ Βλ. άρ. 16 παρ. 3 ν. 3606/2007

χρι τις 31 Ιανουαρίου κάθε έτους, των ονομάτων των μετόχων που κατείχαν ειδικές συμμετοχές και τα ποσοστά αυτών των συμμετοχών, κατά τη διάρκεια του παρελθόντος έτους.⁶⁶ Εξάλλου, 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 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».

C. Προστασία των επενδυτών

Στο άρθρο 25 ν. 3606/2007 παρατίθενται αναλυτικά οι υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς που οφείλει να τηρεί κάθε ΑΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών. Συγκεκριμένα, στην παρ. 1 ορίζεται ως γενικός κανόνας ότι «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».⁶⁷ Τα στοιχεία της αμεροληψίας, της εντιμότητας και του επαγγελματισμού συγκεκριμενοποιούνται παρακάτω στις παραγράφους 2 έως 9 του ίδιου άρθρου.⁶⁸ Αναλυτικότερα, στην παρ. 2 ορίζεται ότι οι πληροφορίες που παρέχουν οι ΑΕΠΕΥ τόσο σε υφιστάμενους όσο και σε δυνητικούς πελάτες οφείλουν να είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές. Στις πληροφορίες αυτές συμπεριλαμβάνονται και οι διαφημιστικές ανα-

⁶⁶ *Sethe*, σελ. 491

⁶⁷ Βλ. άρ. 25 παρ. 1 ν. 3606/2007

⁶⁸ *Sethe*, σελ. 495

κοινώσεις.⁶⁹ Παρακάτω, στην παρ. 3 του ίδιου άρθρου παρατίθενται τα στοιχεία που θα πρέπει να περιλαμβάνει η πληροφόρηση των πελατών από τις ΑΕΠΕΥ. Αυτά είναι τα στοιχεία σχετικά με «την ΑΕΠΕΥ και τις υπηρεσίες της, τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, καθώς και την 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, τους τόπους εκτέλεσης και το κόστος και τις σχετικές παρεπόμενες επιβαρύνσεις».⁷⁰

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).⁷¹ Σε περίπτωση που η ΑΕΠΕΥ προβαίνει σε διαχείριση χαρτοφυλακίου, οφείλει να αντλεί 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 είναι σε θέση να τους συστήσει τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωσή τους.⁷² Ο έλεγχος αυτός που διενεργεί η ΑΕΠΕΥ ονομάζεται «έλεγχος καταλληλότητας». Περαιτέρω, στις παραγράφους 7 και 8 καθορίζονται οι υποχρεώσεις της ΑΕΠΕΥ να τηρεί αρχείο με τα έγγραφα και τις συμβάσεις που καταρτίζονται μεταξύ του πελάτη και αυτής και συγκεκριμενοποιούν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των συμβαλλόμενων μερών,⁷³ και να παρέχει σε κάθε πελάτη εγγράφως επαρκή ενημέρωση σχετικά με τις παρεχόμενες υπηρεσίες, συμπεριλαμβανομένου του κόστους των παρεχόμενων συναλλαγών.⁷⁴ Στην περίπτωση διαχείρισης χαρτοφυλακίου αυτό πρακτικά σημαίνει ότι η ΑΕΠΕΥ υποχρεούται σε τακτική ενημέρωση και αναφορά προς τους πε-

⁶⁹ Βλ. άρ. 25 παρ. 2 ν. 3606/2007; *Sethe*, σελ. 495

⁷⁰ Βλ. άρ. 25 παρ. 3 ν. 3606/2007; *Sethe*, σελ. 495

⁷¹ *Sethe*, σελ. 495

⁷² Βλ. άρ. 25 παρ. 4 ν. 3606/2007

⁷³ Βλ. άρ. 25 παρ. 7 ν. 3606/2007

⁷⁴ Βλ. άρ. 25 παρ. 8 ν. 3606/2007

λάτες το χαρτοφυλάκιο των οποίων διαχειρίζεται.⁷⁵ Ο νόμος δεν προβλέπει κάποια υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ να προσφέρουν στους πελάτες τους ad hoc ενημέρωση σε περίπτωση εξαιρετικών απωλειών του επενδεδυμένου κεφαλαίου.⁷⁶ Εντούτοις, όπως αναφέρεται παρακάτω⁷⁷, στις περισσότερες περιπτώσεις στην πράξη μια τέτοια υποχρέωση εκ μέρους της ΑΕΠΕΥ αποτελεί διάταξη της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου.⁷⁸

Εξάλλου, το άρθρο 26 του ν. 3606/2007 ρυθμίζει την ευθύνη της ΑΕΠΕΥ σε περίπτωση που κατά την εκτέλεση των επενδυτικών υπηρεσιών μεσολαβεί κατά οποιονδήποτε τρόπο μια άλλη ΕΠΕΥ. Συγκεκριμένα, σε περίπτωση που μια ΑΕΠΕΥ λαμβάνει οδηγίες για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για λογαριασμό ενός πελάτη από μια μεσολαβούσα ΕΠΕΥ, δύναται να βασίζεται στις πληροφορίες που λαμβάνει από την ΕΠΕΥ,⁷⁹ καθώς και στις συστάσεις που έχουν δοθεί στον πελάτη από την ΕΠΕΥ.⁸⁰ Εντούτοις, η μεσολαβούσα ΕΠΕΥ παραμένει υπεύθυνη για την πληρότητα και την ακρίβεια των διαβιβαζόμενων πληροφοριών⁸¹ καθώς και για την καταλληλότητα των παρεχόμενων συστάσεων ή συμβολών για τον πελάτη.⁸² Στον αντίποδα αυτών, σε περίπτωση που η ΑΕΠΕΥ «λαμβάνει οδηγίες ή εντολές ενός πελάτη με τη μεσολάβηση άλλης ΕΠΕΥ παραμένει υπεύθυνη για την παροχή υπηρεσίας ή την ολοκλήρωση της συναλλαγής βάσει αυτών των πληροφοριών ή συστάσεων».⁸³

Τέλος, σε περίπτωση που ο διαχειριστής λειτουργεί και ως επενδυτικός σύμβουλος και οι πράξεις του δεν εξαντλούνται αποκλειστικά στις πράξεις διαχείρισης, θα οφείλει να συμμορφωθεί προς τις αντίστοιχες για τους παρόχους επενδυτικών συμβουλών διατάξεις της νομοθεσίας και των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ.⁸⁴

⁷⁵ Βλ. παρακάτω κεφάλαιο IV, Α, 5; *Sethe*, σελ. 496

⁷⁶ *Sethe*, σελ. 496

⁷⁷ Βλ. παρακάτω κεφάλαιο IV, Α, 5

⁷⁸ *Sethe*, σελ. 496

⁷⁹ Βλ. άρ. 26 παρ. 1 ν. 3606/2007

⁸⁰ Βλ. άρ. 26 παρ. 2 ν. 3606/2007

⁸¹ Βλ. άρ. 26 παρ. 1 ν. 3606/2007

⁸² Βλ. άρ. 26 παρ. 2 ν. 3606/2007

⁸³ Βλ. άρ. 26 παρ. 3 ν. 3606/2007

⁸⁴ *Παπαντώνη*, σελ. 126

D. Εκτέλεση εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς για τον πελάτη όρους

Μια περαιτέρω υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ είναι η εκτέλεση εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς για τους πελάτες τους όρους.⁸⁵ Αυτό πρακτικά σημαίνει πως οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να στοχεύουν στην επίτευξη του βέλτιστου αποτελέσματος για τους πελάτες τους, «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».⁸⁶ Για την επίτευξη αυτού του αποτελέσματος, οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν τις ανάλογες πολιτικές εκτέλεσης εντολών των πελατών τους.⁸⁷ Το άρθρο 27 παρ. 3 εισαγάγει μια ακόμη υποχρέωση πληροφόρησης των πελατών από τις ΑΕΠΕΥ και συγκεκριμένα αναφορικά με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν οι ΑΕΠΕΥ και για την οποία θα πρέπει να λάβουν την προηγούμενη συναίνεση των πελατών τους.⁸⁸ Ακόμη, στην παρ. 6 του ίδιου άρθρου ορίζεται ότι έπειτα από αίτημα των πελατών τους, οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να παρέχουν σε αυτούς τα απαιτούμενα στοιχεία που καταδεικνύουν ότι έχουν εκτελέσει τις εντολές τους σύμφωνα με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν.⁸⁹ Επιπλέον, όπως ορίζεται στο άρθρο 28 παρ. 1, οι ΑΕΠΕΥ πρέπει να διασφαλίζουν την έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση των εντολών πελατών.⁹⁰

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. Σε περίπτωση που ένα κράτος μέλος επιλέξει μια τέτοια δυνατότητα, τα πρόσωπα αυτά θα πρέπει να είναι εγγεγραμμένοι σε μητρώο που ορίζεται στο ίδιο άρθρο και η ΑΕΠΕΥ οφείλει να γνωστοποιήσει το γεγονός αυτό προηγουμένως στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.⁹¹ Ο Έλληνας νομοθέτης έχει κάνει χρήση αυτής της δυνατότητας στο άρθρο 29 του ν. 3606/2007.

⁸⁵ *Sethe*, σελ. 497

⁸⁶ Βλ. άρ. 27 παρ. 1 ν. 3606/2007

⁸⁷ Βλ. άρ. 27 παρ. 2 ν. 3606/2007

⁸⁸ Βλ. άρ. 27 παρ. 3 ν. 3606/2007

⁸⁹ Βλ. άρ. 27 παρ. 6 ν. 3606/2007

⁹⁰ *Sethe*, σελ. 498

⁹¹ Βλ. άρ. 29 παρ. 1 ν. 3606/2007

Ε. Συναλλαγές με επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους και επαγγελματίες πελάτες

Οι επενδυτικές υπηρεσίες που παρέχουν οι ΑΕΠΕΥ δεν περιορίζονται μόνο σε πελάτες - επενδυτές.⁹² Συχνά οι ΑΕΠΕΥ έχουν ως αντισυμβαλλόμενους επαγγελματίες νομικά πρόσωπα. Στο νόμο 3606/2007 αυτοί χαρακτηρίζονται ως «επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι». Ως τέτοιοι ορίζονται άλλες ΑΕΠΕΥ, τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και οι εταιρίες διαχείρισής τους, οι ανώνυμες εταιρίες επενδύσεως χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ), τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισής τους, άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται σε ρυθμίσεις κοινοτικού δικαίου ή του δικαίου κράτους-μέλους, κ.ά.⁹³ 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 (βλ. παραπ. τίτλους C. «Προστασία των επενδυτών» και D. «Εκτέλεση εντολών με τους πλέον ευνοϊκούς για τον πελάτη όρους»⁹⁴).

Οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι αποτελούν διαφορετική κατηγορία από τους επαγγελματίες πελάτες. Οι τελευταίοι ορίζονται 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. 3606/2007.⁹⁵ Στο άρθρο αυτό παρατίθενται αναλυτικά οι κατηγορίες πελατών που μπορούν να θεωρηθούν επαγγελματίες πελάτες. 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.⁹⁶

⁹² *Sethe*, σελ. 500

⁹³ Βλ. άρ. 30 παρ. 2 ν. 3606/2007

⁹⁴ Βλ. άρ. 30 παρ. 1 ν. 3606/2007

⁹⁵ Βλ. άρ. 2 παρ. 7 ν. 3606/2007

⁹⁶ Βλ. άρ. 6 παρ. 2,3,4 ν. 3606/2007; *Sethe*, σελ. 502; Βλ. και άρθρο L 314-4 του γαλλικού *Reglement general de l' Autorite des marches financiers*

F. MiFID II και MiFIR

Η Οδηγία 2014/65/EK (Markets in Financial Instruments Directive II, στο εξής, MiFID II), ο κανονισμός 600/2014 (Markets in Financial Instruments Regulation, MiFIR), καθώς και οι κατ'εξουσιοδότηση κανονισμοί που τις συνοδεύουν, πρόκειται να αντικαταστήσουν την MiFID. Η πρωτοβουλία για την εισαγωγή τους ξεκίνησε το 2011, ενώ ο χρόνος εφαρμογής των παραπάνω ευρωπαϊκών νομοθετημάτων όμως έχει ορισθεί για τις 3 Ιανουαρίου 2018. Εξάλλου, έχει δοθεί στα κράτη μέλη χρονικό περιθώριο μέχρι τις 3 Ιουλίου του 2017 για την ενσωμάτωση της MiFID II στο εκάστοτε εθνικό δίκαιο.⁹⁷ 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.⁹⁸ Μεταξύ άλλων, προβλέπονται αλλαγές στους κανόνες συμπεριφοράς των ΑΕΠΕΥ που σχετίζονται με το εύρος εφαρμογής αυτών, ώστε να καλύπτουν και δομημένες καταθέσεις, με τη βέλτιστη εκτέλεση των εντολών και την πληροφόρηση των επενδυτών.

⁹⁷ Πηγή: http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm

⁹⁸ Βλ. κατ'εξουσιοδότηση κανονισμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής 25.05.2016

IV. ΚΑΝΟΝΕΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ ΑΕΠΕΥ

Με την απόφαση 1/452/1.11.2007 (ΦΕΚ 2136/Β/2007, στο εξής "Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ") του Διοικητικού Συμβουλίου, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθόρισε τους κανόνες συμπεριφοράς των εταιριών παροχής επενδυτικών συμβουλών, εξειδικεύοντας μεταξύ άλλων τα άρθρα 25, 27, 28 και 30 του ν. 3006/2007.⁹⁹ Η ανωτέρω απόφαση αντικατέστησε τις διατάξεις του μέχρι τότε ισχύοντος Κώδικα Δεοντολογίας ΕΠΕΥ (Υπουργική Απόφαση 122/1997). 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.¹⁰⁰ Οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ περιλαμβάνουν διατάξεις που αφορούν την πληροφόρηση 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.

A. Πληροφόρηση πελατών και δυνητικών πελατών

Κατά το άρθρο 4 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ, οι ΑΕΠΕΥ διασφαλίζουν ότι οι πληροφορίες που παρέχον και απευθύνονται σε ιδιώτες πελάτες είναι ακριβείς, σαφείς και μη παραπλανητικές.¹⁰¹ Το άρθρο αυτό περιλαμβάνει την περιπτώσιολογία των στοιχείων που συνιστούν την εκ μέρους των ΑΕΠΕΥ ορθή πληροφόρηση. Παράλληλα, οι ΑΕΠΕΥ ενημερώνουν τους πελάτες για την κατάταξη αυτών στην κατηγορία των ιδιωτών ή επαγγελματιών πελατών ή των επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων καθώς και για το δικαίωμα αυτών να ζητήσουν την αλλαγή κατηγορίας.¹⁰² Συνοπτικά, η ΑΕΠΕΥ παρέχει στους πελάτες πληροφοριακά

⁹⁹ Βλ. αντίστοιχους κανόνες στον γαλλικό Code monetaire et financier και Reglement general de l' Autorite des marches financiers.

¹⁰⁰ Βλ. άρ. 1 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹⁰¹ Βλ. και αντίστοιχο άρθρο L. 533-12 του γαλλικού Code monetaire et financier

¹⁰² Βλ. άρ. 5 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ; Βλ. και άρθρο 314-4 του γαλλικού Reglement general de l autorite des marches financiers; *Couret / De Nabrasque*, Droit financier, σελ. 117

στοιχεία για την ίδια την ΑΕΠΕΥ και τις υπηρεσίες που παρέχει (άρ. 7 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ), για τα χρηματοπιστωτικά μέσα, ήτοι τη φύση αυτών και τους κινδύνους που ενέχουν (άρ. 8 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ)¹⁰³, για τη φύλαξη των χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων (άρ. 9 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ) και για το κόστος και τις χρεώσεις που βαρύνουν τους πελάτες (άρ. 10 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ).

B. Αξιολόγηση καταλληλότητας

Το άρθρο 12 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ εξειδικεύει τον έλεγχο καταλληλότητας που οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν να διενεργούν, όπως απαιτείται από το άρθρο 25 παρ. 4 ν. 3606/2007. Συγκεκριμένα, στο πλαίσιο παροχής υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η ΑΕΠΕΥ πρέπει να λαμβάνει από τους πελάτες ή δυνητικούς πελάτες της τις απαραίτητες πληροφορίες προκειμένου να κατανοήσει τα βασικά δεδομένα του πελάτη και να σχηματίσει εύλογα την πεποίθηση ότι η συναλλαγές που θα καταρτίσει πληρούν τα παρακάτω κριτήρια:¹⁰⁴

- a. Η συναλλαγή να είναι σύμφωνη με τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη
- b. Ο πελάτης να έχει την οικονομική δυνατότητα να αναλάβει το βάρος των σχετικών επενδυτικών κινδύνων, σύμφωνα με τους επενδυτικούς του στόχους
- c. Ο πελάτης να διαθέτει την αναγκαία πείρα και γνώση, ώστε να είναι σε θέση να κατανοεί τους κινδύνους που ενέχει η προτεινόμενη συναλλαγή ή η διαχείριση του χαρτοφυλακίου του.¹⁰⁵

Το άρθρο εξειδικεύει τις πληροφορίες που η ΑΕΠΕΥ οφείλει να συλλέγει από τους πελάτες και δυνητικούς πελάτες της αναφορικά με τους επενδυτικούς τους στόχους και την οικονομική τους κατάσταση. Συγκεκριμένα, ως προς τους επενδυτικούς τους στόχους, τα στοιχεία αυτά αφορούν (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.¹⁰⁶ Παράλληλα, ως προς την οικονομική

¹⁰³ *Dalloz*, σελ. 116

¹⁰⁴ Βλ. άρ. 12 παρ. 1 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹⁰⁵ Βλ. άρ. 12 παρ. 1 (α), (β) και (γ) Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹⁰⁶ Βλ. άρ. 12 παρ. 2 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ; *Lang*, σελ. 463

κατάσταση του πελάτη, τα στοιχεία αυτά αφορούν (α) την προέλευση και το ύψος των τακτικών εισοδημάτων, (β) τα περιουσιακά του στοιχεία και (γ) τις τακτικές οικονομικές του υποχρεώσεις. Ακόμη, η πληροφόρηση που λαμβάνει η ΑΕΠΕΥ ανάλογα με τη γνώση και την εμπειρία των επενδυτών πρέπει να περιλαμβάνει (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, και (γ) το μορφωτικό επίπεδο και το επάγγελμα ή συναφές προηγούμενο επάγγελμα του πελάτη.¹⁰⁷

Στην παράγραφο 5 του άρθρου 12 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ ορίζεται σαφώς ότι η ΑΕΠΕΥ δεν μπορούν να προβούν σε διαχείριση χαρτοφυλακίου κάποιου πελάτη, προτού λάβουν τις παραπάνω πληροφορίες σχετικά με αυτόν. Ακόμη, οφείλουν να απέχουν από τυχόν ενθάρρυνση των πελατών να μην παρέχουν οι τελευταίοι τις απαιτούμενες για την αξιολόγηση της καταλληλότητας πληροφορίες.¹⁰⁸ Οι ΑΕΠΕΥ βασίζονται πρωτίστως στην πληροφόρηση που παρέχεται σε αυτές από τους πελάτες τους, εκτός αν γνωρίζουν ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι η πληροφόρηση αυτή είναι καταφανώς παρωχημένη, ανακριβής ή ελλιπής.¹⁰⁹ Τέλος, οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ προβλέπουν ότι οι συμβάσεις που συνάπτουν οι ΑΕΠΕΥ με νέους πελάτες για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είναι έγγραφες και καθορίζουν τα ουσιώδη δικαιώματα και υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ και των πελατών τους.¹¹⁰

C. Ενημέρωση πελατών στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίων

Οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ προβλέπουν ακόμη, στο άρθρο 18, τις λεπτομέρειες αναφορικά με την ενημέρωση που παρέχουν οι ΑΕΠΕΥ στους επενδυτές κατά τη διαχείριση χαρτοφυλακίων. Συγκεκριμένα, οι ΑΕΠΕΥ πρέπει να παρέχουν μέσω σταθερού μέ-

¹⁰⁷ Βλ. άρ. 14 παρ. 1 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹⁰⁸ Βλ. άρ. 14 παρ. 2 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ; *Dalloz*, σελ. 116

¹⁰⁹ Βλ. άρ. 14 παρ. 3 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹¹⁰ Βλ. άρ. 16 παρ. 2 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

σου ενημερώσεις ανά εξάμηνο ως προς τις δραστηριότητες της διαχείρισης.¹¹¹ Τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις ενημερώσεις αυτές είναι, μεταξύ άλλων, η επωνυμία της ΑΕΠΕΥ, τα στοιχεία του πελάτη, το περιεχόμενο και η αποτίμηση του χαρτοφυλακίου, λεπτομέρειες για κάθε χρηματοπιστωτικό μέσο του χαρτοφυλακίου, τα ποσά αμοιβών και προμηθειών που χρεώθηκαν κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, τα ποσά των μερισμάτων, τόκων και άλλων πληρωμών που λήφθηκαν κατά τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο, λεπτομέρειες αναφορικά με κάθε συναλλαγή που εκτελέστηκε κ.ά.¹¹² Η ενημέρωση γίνεται μηνιαίως, αντί ανά εξάμηνο, σε περίπτωση που στη διαχείριση του χαρτοφυλακίου επιτρέπεται η μόχλευση,¹¹³ λόγω του υψηλού ρίσκου που αυτή ενέχει. Εάν ο πελάτης το ζητήσει, η ενημέρωση του μπορεί να γίνεται και ανά τρίμηνο,¹¹⁴ ή ακόμη και αμέσως μετά από κάθε συναλλαγή που εκτελείται.¹¹⁵ Επιπλέον, κατά το άρθρο 19 των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ, οι ΑΕΠΕΥ που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια που περιλαμβάνουν ακάλυπτη ανοικτή θέση σε συναλλαγή η οποία μπορεί να δημιουργήσει ενδεχόμενη υποχρέωση, οφείλουν, εκτός από τις προαναφερθείσες πληροφορίες, να γνωστοποιούν στον πελάτη κάθε ζημία που υπερβαίνει το προκαθορισμένο όριο που έχει συμφωνηθεί μεταξύ αυτών και των πελατών, το αργότερο στο τέλος της εργάσιμης μέρας που το γεγονός αυτό έλαβε χώρα. Τέλος, σε περίπτωση που ο πελάτης δεν έχει ενημερωθεί ήδη από κάποια περιοδική ενημέρωση και η ΑΕΠΕΥ κατέχει χρηματοπιστωτικά μέσα ή κεφάλαια αυτού, ενημερώνεται τουλάχιστον μία φορά το χρόνο για την κατάσταση αυτών.¹¹⁶

D. Βέλτιστη εκτέλεση εντολών

Οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ στο άρθρο 21 συγκεκριμενοποιούν και τα κριτήρια που έχουν ως στόχο τη βέλτιστη εκτέλεση (*best execution*) εντολών για τους πελάτες, όπως προβλέπεται στο άρθρο 27 του ν. 3606/2007. Τα κριτήρια που η ΑΕΠΕΥ λαμβάνει

¹¹¹ Βλ. άρ. 18 παρ. 1 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹¹² Βλ. άρ. 18 παρ. 2 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹¹³ Βλ. άρ. 18 παρ. 3 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹¹⁴ Βλ. άρ. 18 παρ. 4 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹¹⁵ Βλ. άρ. 18 παρ. 5 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

¹¹⁶ Βλ. άρ. 20 παρ. 1 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ

υπόψην της είναι (α) τα χαρακτηριστικά του πελάτη και η κατηγοριοποίησή του, (β) τα χαρακτηριστικά της εντολής που η ΑΕΠΕΥ έλαβε, (γ) τα χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών μέσων και (δ) τα χαρακτηριστικά των τόπων εκτέλεσης της εντολής.¹¹⁷

¹¹⁷ Βλ. άρ. 21 παρ. 1 Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ; βλ. αντίστοιχα και L 533-18 του γαλλικού Code monetaire et financier

V. ΝΟΜΙΚΗ ΦΥΣΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

A. Γενικές πληροφορίες

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου αποτελεί θεμέλιο της έννομης σχέσης μεταξύ διαχειριστή και επενδυτή.¹¹⁸ Η τοποθέτηση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε κάποιο γνωστό συμβατικό τύπο του αστικού δικαίου καθίσταται σε γενικές γραμμές αρκετά δύσκολη.¹¹⁹ Σε γενικό πλαίσιο, το περιεχόμενό της διαμορφώνεται από τη βούληση των μερών, ενώ η ερμηνεία αυτού στηρίζεται στις επιταγές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών (ΑΚ 200, 288).¹²⁰ Χρήσιμες πηγές αποτελούν επίσης οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ που εξετάστηκαν ανωτέρω υπό IV.¹²¹ 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.¹²²

Υποστηρίζεται πως η διαχείριση χαρτοφυλακίου είναι μια διαρκής, ενοχική, αμφοτεροβαρής σύμβαση,¹²³ που προσιδιάζει στην ουσία της μία σύμβαση έμμισθης εντολής, ή ό-πως ονομάζεται κατά το γερμανικό δίκαιο, σύμβαση διεξαγωγής ξένων υποθέσεων (*entgeltlicher Geschäftsbesorgungsvertrag*)¹²⁴. Κατά την κρατούσα στη ελληνική νομολογία άποψη αποτελεί σύμβαση εντολής.¹²⁵ Η διαχείριση, δηλαδή, είναι η εκτέλεση της σύμβαση εντολής μεταξύ του εντολέα – πελάτη – επενδυτή και του εντολοδόχου – διαχειριστή.¹²⁶ Η μεικτή αυτή σύμβαση όμως διαφέρει από τη συνήθη σύμβαση εντολής κατά το ότι είναι έμ-

¹¹⁸ *Καρατζένης*, σελ. 417

¹¹⁹ *Αυγητίδης*, σελ. 83

¹²⁰ *Παπαντώνη*, σ. 121; *Καρατζένης*, σελ. 421

¹²¹ *Αυγητίδης*, σελ. 84; *Καρατζένης*, σελ. 421

¹²² *Καρατζένης*, σελ. 422

¹²³ *Τουντόπουλος*, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, σελ. 56; *Καρατζένης*, σελ. 418

¹²⁴ §675 επ. BGB; *Γεωργιάδης*, Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο, παρ. 19; *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 786, *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, σελ. 78, 99; *Αυγητίδης*, σελ. 82; *Schäfer*, σελ. 1010-1011

¹²⁵ *Τουντόπουλος*, σελ. 56; *Παπαντώνη*, σ. 121; ΠολΠρΘες 3811/2001

¹²⁶ *Παπαντώνη*, σ. 119

μισθη.¹²⁷ Είναι, δε ιδιαίτέρως ευρεία τόσο στις τραπεζικές, όσο και στις εμπορικές συναλλαγές εν γένει.¹²⁸ Από άποψης βέβαια εμπορικού δικαίου, η σύμβαση αυτή αποτελεί «επιχείρηση» πρακτορείας, καθότι είναι πράγματι μια επ' αμοιβή ανάληψη μέριμνας για υποθέσεις τρίτων.¹²⁹ Αν και η σύμβαση εντολής του 713 ΑΚ προβλέπεται άμισθη, τα τελευταία χρόνια η κρατούσα γνώμη τείνει προς το συμπέρασμα ότι ο κανόνας αυτός δεν αποτελεί αναγκαστικό δίκαιο, και άρα τα μέρη δύνανται εγκύρως να συμφωνήσουν σε αμοιβή του εντολοδόχου.¹³⁰ Στην περίπτωση που δεχτούμε κάτι τέτοιο εφαρμόζονται, στο βαθμό που αρμόζουν, τα άρθρα της εντολής (713-729 του Αστικού Κώδικα). Ήτοι, δεν θα εφαρμόζονται οι διατάξεις που έχουν άμεση σχέση με το χαριστικό στοιχείο της εντολής.¹³¹ Πρόκειται για τις διατάξεις των άρθρων 715 και 716 ΑΚ που αφορούν την υποκατάσταση του εντολοδόχου, 723 ΑΚ που αφορά την κάλυψη των ζημιών του εντολοδόχου, και 724 και 725 ΑΚ που προβλέπουν το δικαίωμα λύσης της εντολής μονομερώς από τον εντολέα και τον εντολοδόχο αντίστοιχα, δίχως να επιτρέπουν στα μέρη να συμφωνήσουν το αντίθετο.¹³² Αυτές δύνανται να αντικατασταθούν από αντίστοιχες διατάξεις της σύμβασης έργου (ΑΚ 681 επ.) ή εργασίας (648 επ.).¹³³ Παράλληλα, υποστηρίζεται πως σε περίπτωση που οι ενέργειες του διαχειριστή δημιουργούν δικαιώματα του πελάτη έναντι τρίτων, θα πρόκειται και για γνήσια σύμβαση υπέρ τρίτου (ΑΚ 411-414).¹³⁴

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η έμμισθη εντολή αποτελεί μια μεικτή μορφή σύμβασης που προσιδιάζει τόσο στην εντολή όσο και στη σύμβαση έργου και την παροχή υπηρεσιών.¹³⁵ Σε σύμβαση έργου προσιδιάζει στις περιπτώσεις που έχει συμφωνηθεί μεταξύ των μερών η επίτευξη ενός συγκεκριμένου οικονομικού αποτελέσματος.¹³⁶ Οι υποχρεώσεις τα-

¹²⁷ Γεωργιάδης, παρ. 19

¹²⁸ Γεωργιάδης, παρ. 19

¹²⁹ Αυγητίδης, σελ. 81

¹³⁰ Γεωργιάδης, παρ. 20; Παπαντώνη, σ. 119-120

¹³¹ Γεωργιάδης, παρ. 20

¹³² Γεωργιάδης, παρ. 20

¹³³ Γεωργιάδης, παρ. 20; Lang, σελ. 449

¹³⁴ Παπαντώνη, σ. 119

¹³⁵ Γεωργιάδης, παρ. 20

¹³⁶ Αυγητίδης, σελ. 83

κτικής ενημέρωσης και πληροφόρησης στον επενδυτή για την κατάσταση του χαρτοφυλακίου όμως δεν προσιδιάζουν στα χαρακτηριστικά της σύμβασης έργου.¹³⁷ Αντίθετα, η ομοιότητά της προς τη σύμβαση εργασίας απορρέει από τη συμφωνία για καταβολή μηνιαίας αμοιβής στο διαχειριστή ως αντάλλαγμα των πράξεων διαχείρισης που αυτός διενεργεί.¹³⁸ Εξάλλου, η σύμβαση αυτή ρυθμίζεται ξεχωριστά στο γερμανικό δίκαιο ως "έμμισθη διεξαγωγή υπόθεσης" και εμπίπτει στις διατάξεις των άρθρων 675 BGB.¹³⁹ Η διάταξη του άρθρου 675 BGB προβλέπει πως, σε περίπτωση που σε μια σύμβαση παροχής υπηρεσιών ή σύμβαση έργου ενυπάρχει το στοιχείο της επιμέλειας ξένης υπόθεσης, εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του BGB περί εντολής, με εξαίρεση εκείνες που αφορούν τη φύση της εντολής¹⁴⁰, την ευθύνη του εντολοδόχου για τη χρησιμοποίηση υποκαταστάτη¹⁴¹, όπως και τη δυνατότητα λύσης της εντολής μονομερώς από τον εντολέα ή τον εντολοδόχο αντίστοιχα¹⁴².¹⁴³ Στην περίπτωση αυτή θα έχουμε ουσιαστικά σύμβαση εντολής έναντι ανταλλάγματος.¹⁴⁴ Όπως υποστηρίζεται, τις περισσότερες φορές η τυπολογική μορφή της σύμβασης θα πρέπει να αναζητείται ad hoc, με βάση τις υπό περίπτωση διατάξεις που την συνιστούν.¹⁴⁵

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου δύναται να νοηθεί ως πληρεξουσιοδοτική¹⁴⁶ ή ως καταπιστευτική¹⁴⁷.¹⁴⁸ 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 κυρί-

¹³⁷ *Αυγητίδης*, σελ. 83

¹³⁸ *Αυγητίδης*, σελ. 83

¹³⁹ Bürgerliches Gesetzbuch (Γερμανικός Αστικός Κώδικας); *Καρατζένης*, σελ. 418; *Kümpel*, σελ. 1339; *Lang*, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen, σελ. 447

¹⁴⁰ BGB 662

¹⁴¹ BGB 664

¹⁴² BGB 671

¹⁴³ Γεωργιάδης, παρ. 21; *Παπαντώνη*, σ. 121

¹⁴⁴ Γεωργιάδης, παρ. 21

¹⁴⁵ *Αυγητίδης*, σελ. 82-83

¹⁴⁶ *Vollmachtverwaltung / Vertretermodell* κατά το γερμανικό δίκαιο; *Καρατζένης*, σελ. 421

¹⁴⁷ *Treuhandverwaltung* κατά το γερμανικό δίκαιο; *Καρατζένης*, σελ. 421

¹⁴⁸ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 788

ου ως άμεσος αντιπρόσωπος.¹⁴⁹ Σε περίπτωση που 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 235.¹⁵⁰ Σε κάθε περίπτωση, ο επενδυτής διατηρεί την κυριότητα επί των πραγμάτων.¹⁵¹ Αυτή η μορφή διαχείρισης χαρτοφυλακίου εμφανίζεται πιο συχνά στην πράξη, και δη στο ελληνικό νομικό περιβάλλον.¹⁵² Εν αντιθέσει, στην καταπιστευτική διαχείριση ο κύριος των πραγμάτων μεταβιβάζει την κυριότητα αυτών στον διαχειριστή ως καταπιστευματοδόχο και ο τελευταίος διαθέτει αυτά ιδίω ονόματι, οι οικονομικές συνέπειες επέρχονται εντούτοις στο πρόσωπο του επενδυτή.¹⁵³ Η μορφή αυτή αντιπροσώπευσης στην κατοχή περιουσίας προσιδιάζει στο θεσμό του αγγλικού trust, ο οποίος όμως δεν αναγνωρίζεται στο ελληνικό δίκαιο.¹⁵⁴

Αν και οι συμβάσεις αυτές δεν ακολουθούν κάποια τυποποιημένη μορφή, σε κάθε σύμβαση βρίσκει κανείς ένα ελάχιστο περιεχόμενο βασικών όρων.¹⁵⁵ Εναπόκειται κατά βάση στα μέρη να αποφασίσουν προς τα ποια κατεύθυνση θα κινηθούν.¹⁵⁶ Περιεχόμενο της εν λόγω σύμβασης είναι η εντολή του επενδυτή προς τον διαχειριστή να διαχειρίζεται τα περιουσιακά στοιχεία σύμφωνα προς τις κατευθυντήριες γραμμές, η παραχώρηση εξουσιοδότησης στον εντολοδόχο και η συναίνεση του εντολέα για αποκλεισμό της ΑΚ 235 (αυτοσύμβαση)¹⁵⁷, η περιγραφή της υπό διαχείριση περιουσίας,¹⁵⁸ οι γενικές υποχρεώσεις λογοδοσίας του διαχειριστή αναφορικά με την απόδοση των προϊόντων, οι ιδιαίτερες υποχρεώσεις τα-

¹⁴⁹ *Καραγκουνίδης*, σελ. 111-112

¹⁵⁰ ΑΚ 235 «Ο αντιπρόσωπος δεν μπορεί να επιχειρήσει στο όνομα του αντιπροσωπευομένου δικαιοπραξία με τον εαυτό του ατομικά ή με την ιδιότητά του ως αντιπροσώπου άλλου, εκτός αν ο αντιπροσωπευόμενος είχε επιτρέψει τη δικαιοπραξία ή αυτή συνίσταται αποκλειστικά στην εκπλήρωση υποχρέωσης. Αυτοσύμβαση που δεν έχει περιβληθεί τον τύπο του συμβολαιογραφικού εγγράφου είναι άκυρη».

¹⁵¹ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 788; *Lang*, σελ. 450

¹⁵² *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, σελ. 78; *Καρατζένης*, σελ. 421

¹⁵³ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 788; *Sethe*, σελ. 99; *Lang*, σελ. 453

¹⁵⁴ *Sethe*, σελ. 103; *Αυγητίδης*, σελ. 88; *Παπαντώνη*, σ. 118

¹⁵⁵ *Sethe*, σελ. 78

¹⁵⁶ *Αυγητίδης*, σελ. 81

¹⁵⁷ ΑΚ 235: Ο αντιπρόσωπος δεν μπορεί να επιχειρήσει στο όνομα του αντιπροσωπευομένου δικαιοπραξία με τον εαυτό του ατομικά ή με την ιδιότητά του ως αντιπροσώπου άλλου, εκτός αν ο αντιπροσωπευόμενος είχε επιτρέψει τη δικαιοπραξία ή αυτή συνίσταται αποκλειστικά στην εκπλήρωση υποχρέωσης. ; *Lang*, σελ. 454

¹⁵⁸ *Hattab*, σελ. 143

κτικής και έκτακτης λογοδοσίας (λόγου χάρη αναφορικά με ζημίες του χαρτοφυλακίου),¹⁵⁹ η δυνατότητα ή μη χρήσης μεθόδων που εμπεριέχουν μεγαλύτερο ρίσκο (όπως λόγου χάρη η αγορά παράγωγων προϊόντων ή προϊόντων με πίστωση), οι ιδιαίτερες υποχρεώσεις πρόνοιας του διαχειριστή σε θέματα φορολογικής φύσεως που δύναται να επηρεάσουν την αξία του χαρτοφυλακίου, η ευθύνη του διαχειριστή, η αμοιβή του διαχειριστή, η δυνατότητα του επενδυτή να παρέχει επιμέρους εντολές στον διαχειριστή αναφορικά με την αγοραπωλησία προϊόντων, το δικαίωμα λύσης της σύμβασης και τέλος, στην περίπτωση που η διαχείριση πραγματοποιείται μέσω πιστωτικού ιδρύματος, η υπαγωγή στους εκάστοτε ΓΟΣ του πιστωτικού ιδρύματος.¹⁶⁰ Η αμοιβή του διαχειριστή ορίζεται συνήθως ως αμετάβλητο ποσοστό της υπό διαχείριση περιουσίας (π.χ. 1% ετησίως). Δύναται επίσης στο ποσοστό αυτό να προστίθεται και ένα ποσοστό επί των ετήσιων κερδών της περιουσίας, ιδίως σε περίπτωση που τα κέρδη ξεπεράσουν τα αναμενόμενα.¹⁶¹

B. Η ρύθμιση των σχέσεων διαχειριστή και επενδυτή

1. Κύρια υποχρέωση του διαχειριστή

Ο διαχειριστής αναλαμβάνει, στο πλαίσιο της σύμβασης αυτής, την υποχρέωση έναντι ανταλλάγματος να επενδύσει παραγωγικά τα περιουσιακά στοιχεία του χαρτοφυλακίου προς το συμφέρον του πελάτη-εντολέα του και με βάση τους επενδυτικούς στόχους αυτού.¹⁶² Έχει δηλαδή τη δυνατότητα να ασκεί τα περιουσιακά δικαιώματα, να εκπληρώνει τις περιουσιακές υποχρεώσεις και να ασκεί συναλλακτικές πράξεις του πελάτη του.¹⁶³ Ο εντολέας είναι κύριος ή επικαρπωτής του χαρτοφυλακίου κατά την 1176 ΑΚ.¹⁶⁴ Τα μέρη περιγράφουν επακριβώς τα υπό διαχείριση περιουσιακά στοιχεία και κεφάλαια.¹⁶⁵ Σε πολλές περιπτώσεις ορίζεται επίσης, πως η απόδοση του χαρτοφυλακίου (κέρδη) δύναται να αποτελέσουν και

¹⁵⁹ *Αυγητίδης*, σελ. 80; *Schäfer*, σελ. 1011, που αναφέρει μεταξύ άλλων ότι η ενημέρωση σε περίπτωση εξαιρετικών απωλειών του χαρτοφυλακίου μπορεί να γίνει με οποιαδήποτε μορφή, ήτοι με σταθερό μέσο ή και προφορικά.

¹⁶⁰ *Schwintowski*, *Bankrecht*, σ. 800; *Sethe*, σελ. 79

¹⁶¹ *Schwintowski*, *Bankrecht*, σ. 800

αυτή μέρος του χαρτοφυλακίου και να επενδυθεί περαιτέρω.¹⁶⁶ Το ίδιο ισχύει και για ποσά και αξίες που προστέθηκαν στους υπό διαχείριση τραπεζικούς λογαριασμούς μετά την έναρξη ισχύος της σύμβασης διαχείρισης.¹⁶⁷ 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.¹⁶⁸

Ο διαχειριστής – εντολοδόχος αναλαμβάνει την υποχρέωση να ακολουθεί πιστά τις κατευθυντήριες γραμμές που έχει λάβει από τον πελάτη του καταβάλλοντας κάθε δυνατή προσπάθεια,¹⁶⁹ δεν δύναται εντούτοις να εγγυηθεί κάποιο επιτυχές αποτέλεσμα,¹⁷⁰ καθότι ενεργεί πάντα υπό συνθήκες ρίσκου.¹⁷¹ 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.¹⁷²

Ενώ όμως ο διαχειριστής δεσμεύεται να ακολουθεί τις κατευθυντήριες γραμμές (*An-lagerichtlinien – 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*)¹⁷³ για λογαριασμό του εντολοδόχου πελάτη του. (“αποφασιστικό περιθώριο“ – *Entscheidungsspielraum - Ermessens-*

¹⁶² *Sethe*, σελ. 80; *Αυγητίδης*, σελ. 79-80; *Καρατζένης*, σελ. 422; *Kümpel*, σελ. 1340

¹⁶³ *Παπαντώνη*, σ. 122

¹⁶⁴ *Παπαντώνη*, σ. 122

¹⁶⁵ *Sethe*, σελ. 80

¹⁶⁶ *Sethe*, σελ. 80

¹⁶⁷ *Sethe*, σελ. 80

¹⁶⁸ *Sethe*, σελ. 80

¹⁶⁹ *Hattab*, σελ. 144

¹⁷⁰ *Τουντόπουλος*, σελ. 57; *Lange*, σελ. 448; *Schäfer*, σελ. 1010-1011

¹⁷¹ *Schwintowski*, *Bankrecht*, σ. 798-799; *Sethe*, σελ. 104-105

¹⁷² *Schwintowski*, *Bankrecht*, σ. 799

¹⁷³ *Dalloz*, *Droit financier*, σελ. 99

spielraum).¹⁷⁴ 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.¹⁷⁵ Αρμόζει εξάλλου να υπενθυμίσουμε ότι οι πάροχοι επενδυτικών υπηρεσιών οφείλουν να υπηρετούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους,¹⁷⁶ και παρότι η περίπτωση στην οποία ο ίδιος διαχειριστής διαχειρίζεται χαρτοφυλάκια περισσότερων πελατών ενέχει πάντα έναν εγγενή κίνδυνο, οι πάροχοι υποχρεούνται σε ίση μεταχείριση των πελατών και σε αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν μεταξύ χαρτοφυλακίων περισσότερων πελατών.¹⁷⁷ Οφείλουν συνεπώς να φροντίζουν να μην κάνουν επενδυτικές επιλογές οι οποίες ευνοούν τα προσωπικά τους συμφέροντα αντί των πελατών¹⁷⁸ ή τη βραχυπρόθεσμη κερδοσκοπία χωρίς τη συναίνεση του πελάτη τους.¹⁷⁹ Η αμεροληψία και η αντικειμενικότητα αποτελούν αναπόσπαστα στοιχεία μιας τέτοιας διαχείρισης.¹⁸⁰ 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).¹⁸¹ 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 334.¹⁸² 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.¹⁸³

¹⁷⁴ *Sethe*, σελ. 100; *Αυγητίδης*, σελ. 85; *Τουντόπουλος*, σελ. 57; *Καρατζένης*, σελ. 419; *Kümpel*, *Bank und Kapitalmarktrecht*, σελ. 1337; BGH, 28.10.1997, WM 1998, σελ. 22

¹⁷⁵ *Sethe*, σελ. 100

¹⁷⁶ Βλ. άρ 27 παρ. 1 ν. 3606/2007

¹⁷⁷ *Αυγητίδης*, σελ. 80; *Καρατζένης*, σελ. 423; *Hattab*, σελ. 144

¹⁷⁸ Βλ. απόφαση γαλλικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 26 Φεβρουαρίου 2009.

¹⁷⁹ *Αυγητίδης*, σελ. 80; *Καρατζένης*, σελ. 422

¹⁸⁰ *Sethe*, σελ. 101

¹⁸¹ *Αυγητίδης*, σελ. 80; *Hattab*, σελ. 144

¹⁸² ΑΠ Ολ 25/1995, ΠΠρΘες 30440/2000

¹⁸³ ΠΠρΘες 30440/2000

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι κατά κανόνα άτυπη, εντούτοις, λόγω της ευρείας διάθεσης δικαιωμάτων στον διαχειριστή, εΐθισται να γίνεται γραπτώς.¹⁸⁴ Σε αντίθεση με το συνήθως συμβαΐνον στο πλαίσιο των τραπεζικών συναλλαγών, για τη σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου συνήθως δεν προβλέπεται κάποια τυποποιημένη μορφή που να περιέχει γενικούς όρους συναλλαγών (ΓΟΣ) και να ακολουθείται ευρέως.¹⁸⁵ Για την σύνταξη 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).¹⁸⁶ Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου εξάλλου επιδιώκει κάποιες βασικές αρχές. Αυτές είναι από τη μία η αρχή της μεγιστοποίησης της απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων σε κάθε περιουσιακό στοιχείο, η οποία στην πράξη μεταφράζεται σε υψηλότερους τόκους στα χρεόγραφα, υψηλότερα μερίσματα στις μετοχές κ.ά.¹⁸⁷ Από την άλλη, η αρχή της ελαχιστοποίησης του κινδύνου μεταφράζεται σε προτίμηση χρεογράφων με χαμηλότερο κίνδυνο έναντι αυτών με υψηλό κίνδυνο.¹⁸⁸ Εν τέλει, η σύνθεση του χαρτοφυλακίου θα αποτελεί το συνδυασμό μεταξύ των δύο παραπάνω αρχών.¹⁸⁹

2. Υποχρεώσεις του πελάτη – επενδυτή

Ο επενδυτής υποχρεούται να καταβάλλει στον διαχειριστή την αμοιβή του κατά τα συμφωνηθέντα είτε στην ίδια τη σύμβαση διαχείρισης είτε σε μια ξεχωριστή σύμβαση που ρυθμίζει την αμοιβή του διαχειριστή. Υφίστανται πολλαπλοί τρόποι υπολογισμού της αμοιβής και τα μέρη δύνανται να επιλέξουν όποιον εκείνα επιθυμούν. Η αμοιβή μπορεί να αποτελεί ένα ποσοστό επί της αξίας του υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου, ή ένα ποσοστό επί της θετικής απόδοσης του χαρτοφυλακίου ή ένας συνδυασμός των δύο αυτών μεθόδων.¹⁹⁰ Στη

¹⁸⁴ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 799; Γεωργιάδης, παρ. 29; *Sethe*, σελ. 78

¹⁸⁵ *Sethe*, σελ. 78

¹⁸⁶ *Schwintowski*, Bankrecht, σ. 799

¹⁸⁷ *Μητσιόπουλος*, Χρηματιστηριακές κρίσεις και επενδυτικά εργαλεία, σελ. 168

¹⁸⁸ *Μητσιόπουλος*, σελ. 168-169

¹⁸⁹ *Μητσιόπουλος*, σελ. 169

¹⁹⁰ *Sethe*, σελ. 81; *Αυγητίδης*, σ. 81; *Καρατζένης*, σελ. 426

σύμβαση επίσης ρυθμίζεται και ποιο από τα μέρη βαρύνεται με την κάλυψη των εξόδων απαραίτητων για τη διαχείριση.¹⁹¹ Πολύ συχνά επίσης εντοπίζεται και η πληρωμή ενός εφάπαξ ποσού κατά την έναρξη της διαχείρισης ως αντίτιμο για την τεχνογνωσία (*know-how*) του διαχειριστή και για κάλυψη των εκάστοτε οργανωτικών εξόδων αυτού. Αυτό μπορεί να αγγίζει έως και 15% της υπό διαχείριση περιουσίας.¹⁹² Ο διαχειριστής λαμβάνει επίσης τη λεγόμενη "αμοιβή διαχείρισης" (*asset management fee*) ως αντιπαροχή για τη διαχείριση ενός χαρτοφυλακίου αξιών, καθότι ο επενδυτής απεκδύεται του τακτικού ελέγχου και των επενδυτικών αποφάσεων επ' αυτού.¹⁹³ Αυτή η μορφή αμοιβής εμφανίζεται τόσο στις συμβάσεις με πιστωτικά ιδρύματα όσο και στις συμβάσεις με ανεξάρτητους διαχειριστές.¹⁹⁴ Η αμοιβή διαχείρισης δύναται είτε να αποτελεί ένα σταθερό ποσό (*flat fee*) είτε να κυμαίνεται αναλόγως προς την αξία του χαρτοφυλακίου (*asset based fee*). Ο επενδυτής βαρύνεται επιπλέον με τα έξοδα παρακαταθήκης αναφορικά με τους λογαριασμούς ή τις άυλες αξίες του χαρτοφυλακίου που βρίσκονται σε κάποιο πιστωτικό ίδρυμα (γερμ. *Depotgebühren*). Το ποσό αυτό κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 0,15% και 0,30% ετησίως και αφορά φυσικά μόνο την περίπτωση που τη διαχείριση χαρτοφυλακίου έχει αναλάβει το πιστωτικό ίδρυμα.¹⁹⁵ Στα παραπάνω ποσά προστίθεται επίσης και η προμήθεια (γερμ. *Umsatzgebühren*) που ο διαχειριστής λαμβάνει για την αγοραπωλησία των άυλων αξιών.¹⁹⁶ Η προμήθεια συνήθως κυμαίνεται μεταξύ 0,5% και 0,15% των κερδών, αν και συνήθως μπορεί να ορίζεται κάποια ελάχιστη χρέωση.¹⁹⁷ Το ποσό της προμήθειας επίσης δύναται να διαφέρει αισθητά σε περίπτωση που η αγοραπωλησία των άυλων αξιών του χαρτοφυλακίου γίνεται σε οργανωμένες αγορές άλλων χωρών.¹⁹⁸ Δεν αποκλείεται επίσης να συμφωνηθεί ότι η αμοιβή του διαχειριστή θα εξαρτάται από την έκβαση της διαχείρισης, και θα κυμαίνεται ανάλογα προς αυτήν.¹⁹⁹ Το

¹⁹¹ *Sethe*, σελ. 81

¹⁹² *Sethe*, σελ. 81

¹⁹³ *Sethe*, σελ. 81

¹⁹⁴ *Sethe*, σελ. 81; *Schäfer*, Was ist Vermögensverwaltung wert?, Neue Zürcher Zeitung, 12.04.2012

¹⁹⁵ *Sethe*, σελ. 86-87

¹⁹⁶ *Αυγητίδης*, σελ. 81

¹⁹⁷ *Sethe*, σελ. 88

¹⁹⁸ *Sethe*, σελ. 88

¹⁹⁹ *Schäfer*, Was ist Vermögensverwaltung wert?

πλεονέκτημα μιας τέτοιας πρακτικής είναι πως στην ουσία ο επενδυτής θα οφείλει αντίτιμο στον διαχειριστή μόνο σε περίπτωση που η αξία του χαρτοφυλακίου αυξηθεί, ενώ παράλληλα δε θα υποχρεούται να πληρώσει εάν η αξία αυτού παραμένει ίδια ή έχει μειωθεί.²⁰⁰ Στον αντίποδα αυτού, μια τέτοια συμφωνία μπορεί συχνά να οδηγήσει στα αντίθετα αποτελέσματα. Πράγματι, ένα τέτοιο κίνητρο θα μπορούσε να ωθήσει τους διαχειριστές σε συναλλαγές που έχουν αποκλειστικό σκοπό το άμεσο κέρδος, αναλαμβάνοντας μεγαλύτερο ρίσκο, παραβλέποντας εντούτοις τους κινδύνους απωλειών του χαρτοφυλακίου στο μέλλον.²⁰¹

Συχνά τα πιστωτικά ιδρύματα συγχωνεύουν όλα τα έξοδα και τις αμοιβές σε ένα ενιαίο ποσό που καλύπτει όλα τα παραπάνω (*Pauschalpreis – All-in-fee*).²⁰² Μέσω της πρακτικής αυτής τα πιστωτικά ιδρύματα στοχεύουν στην προσέλκυση επενδυτών έχοντας ανταγωνιστικό προβάδισμα έναντι των ανεξάρτητων διαχειριστών χαρτοφυλακίου, καθώς οι τελευταίοι κατεξοχήν δεν μπορούν να λειτουργήσουν ως θεματοφύλακες των άυλων αξιών και χρημάτων των επενδυτών, οι οποίοι θα πρέπει αναγκαστικά να πληρώνουν παράλληλα κάποιο πιστωτικό ίδρυμα ως θεματοφύλακα.²⁰³ Κατά κανόνα, τα χαρτοφυλάκια με υψηλότερο ρίσκο επιβαρύνουν τον επενδυτή με υψηλότερο κόστος κατά τη διαχείρισή τους, ενώ το αντίθετο συμβαίνει στις συντηρητικές συνθέσεις χαρτοφυλακίων.²⁰⁴ Ως απάντηση στην πρακτική αυτή, οι ανεξάρτητοι διαχειριστές χαρτοφυλακίου προσφέρουν στους πελάτες τους την εξής εναλλακτική: έχοντας έρθει σε συνεννόηση με κάποιο πιστωτικό ίδρυμα, εξασφαλίζουν χαμηλότερες τιμές για την παρακαταθήκη χρηματικών ποσών και άυλων αξιών στους πελάτες τους με την προϋπόθεση οι επενδυτές να επιλέξουν την τράπεζα αυτή ως θεματοφύλακα της υπό διαχείριση περιουσίας. Με τον τρόπο αυτό επιδιώκουν να μειώσουν το συνολικό πληρωτέο από τους επενδυτές ποσό.²⁰⁵

Τέλος, μια παρεπόμενη υποχρέωση του επενδυτή υποστηρίζεται πως είναι και η μη παρεμπόδιση της ομαλής εκτέλεσης των πράξεων διαχείρισης, υπό την έννοια της αποχής

²⁰⁰ Schäfer, Was ist Vermögensverwaltung wert?

²⁰¹ Schäfer, Was ist Vermögensverwaltung wert?

²⁰² Sethe, σελ. 88; Schäfer, Was ist Vermögensverwaltung wert?

²⁰³ Sethe, σελ. 89; Kümpel, σελ. 1339

²⁰⁴ Schäfer, Was ist Vermögensverwaltung wert?

²⁰⁵ Sethe, σελ. 89

από πράξεις που θα μπορούσαν να δυσχεράνουν το έργο του διαχειριστή.²⁰⁶ Ο πελάτης πάντως έχει συνήθως τη δυνατότητα να ανακαλεί την εντολή του προς τον διαχειριστή ανά πάσα στιγμή.²⁰⁷

3. Επενδυτικοί στόχοι και κατευθυντήριες γραμμές

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου παραθέτει εξάλλου τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη – επενδυτή και τις κατευθυντήριες γραμμές προς τον διαχειριστή (*guidelines*).²⁰⁸ Αυτοί καθορίζουν κατά κανόνα και την εκάστοτε σύνθεση που θα έχει το χαρτοφυλάκιο αλλά και στοιχειοθετούν το αποφασιστικό περιθώριο του διαχειριστή.²⁰⁹ Η σύνθεση του χαρτοφυλακίου μπορεί να ομαδοποιηθεί σε τέσσερις κατηγορίες, με βάση τα προϊόντα που το απαρτίζουν και τα επίπεδα «ανοχής ρίσκου» (*risk tolerance*) που ο επενδυτής διαθέτει, δηλαδή την προθυμία του για διακινδύνευση του κεφαλαίου του:

- a. Η "συνταξιοδοτική" σύνθεση, η οποία αποτελείται στο σύνολό της από επενδύσεις σε συντάξεις, συνταξιοδοτικά funds και μερίδια συμμετοχής σε συνταξιοδοτικά funds;
- b. Η "συντηρητική" σύνθεση, η οποία αποτελείται από το πολύ 20% επενδύσεις σε μετοχές, δικαιώματα προαίρεσης ή μερίδια σε μετοχικά funds, ενώ το υπόλοιπο χαρτοφυλάκιο αποτελείται από επενδύσεις σε συντάξεις, συνταξιοδοτικά funds και μερίδια συμμετοχής σε συνταξιοδοτικά funds;
- c. Η "ισορροπημένη" σύνθεση αποτελείται από ισάξια ποσοστά επενδύσεων σε μετοχές και συντάξεις; και τέλος
- d. Στη "δυναμική" σύνθεση υπερέχει το ποσοστό επενδύσεων σε μετοχές, δικαιώματα προαίρεσης ή μερίδια σε μετοχικά funds, το οποίο μπορεί να αγγίζει το 80% και το υπόλοιπο ποσοστό του χαρτοφυλακίου αποτελείται από επενδύσεις σε συντάξεις.²¹⁰

²⁰⁶ *Αυγητίδης*, σελ. 81; *Παπαντώνη*, σελ. 129

²⁰⁷ *Παπαντώνη*, σελ. 129

²⁰⁸ *Sethe*, σελ. 94; *Lang*, σελ. 475

²⁰⁹ *Lang*, σελ. 476

²¹⁰ *Sethe*, σελ. 95

4. Ευθύνη του διαχειριστή

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου ρυθμίζει επίσης την ευθύνη του διαχειριστή και τους περιορισμούς αυτής. Συνήθως γίνεται διάκριση μεταξύ κύριων και παρεπόμενων υποχρεώσεων του διαχειριστή, και για τις πρώτες δεν νοείται περιορισμός ευθύνης αυτού.²¹¹ Σε κάθε περίπτωση, ο διαχειριστής δεν ευθύνεται για την αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου αλλά για την ορθή εκτέλεση των πράξεων διαχείρισης.²¹² Μια τυπική περίπτωση στην οποία θα ευθύνεται ο διαχειριστής είναι εάν παρενέβη δόλια τις κατευθυντήριες γραμμές που συμφωνήθηκαν ρητά με τον επενδυτή – εντολέα του.²¹³ Εξάλλου, συχνά αναφέρεται ότι ο διαχειριστής δεν ευθύνεται για ζημίες του χαρτοφυλακίου που προήλθαν από αποφάσεις που ο ίδιος ο επενδυτής επέλεξε ρητά. Στην περίπτωση αυτή βέβαια γεννάται εύλογα και το ερώτημα εάν ο διαχειριστής οφείλει να προειδοποιήσει τον πελάτη του σε περίπτωση που ο πρώτος είναι αντίθετος σε μια τέτοια επενδυτική επιλογή.²¹⁴ Πολύ συχνά όμως οι διαχειριστές επιλέγουν να μην περιορίσουν την ευθύνη τους με κάποια διάταξη στη σύμβαση, αλλά αντ' αυτού να καλυφθούν πλήρως από κάποια ασφαλιστική σύμβαση.²¹⁵ Αναλυτικότερη ανάπτυξη των πιθανών νομικών βάσεων ευθύνης του διαχειριστή / ΑΕΠΕΥ ακολουθεί παρακάτω, υπό VI (*Ευθύνη του διαχειριστή*).

5. Υποχρεώσεις απολογισμού και ενημέρωσης

Ο διαχειριστής χαρτοφυλακίου έχει καταρχήν ελάχιστες υποχρεώσεις ενημέρωσης και παροχής συμβουλών προς τους πελάτες του, καθότι λαμβάνει ο ίδιος τις επενδυτικές αποφάσεις στη θέση των πελατών του. Αυτό εντούτοις δεν σημαίνει ότι απεκδύεται πλήρως των υποχρεώσεών του. Ο διαχειριστής υποχρεούται να διεξάγει τη διαχείριση με επιμέλεια και σχολαστικότητα, να αποφεύγει τη σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ αυτού και του πελά-

²¹¹ *Sethe*, σελ. 96-97

²¹² *Αυγητίδης*, σελ. 82

²¹³ *Schwintowski*, σελ. 803

²¹⁴ *Sethe*, σελ. 97

²¹⁵ *Sethe*, σελ. 97

τη, ή ανάμεσα σε διαφορετικούς πελάτες του,²¹⁶ καθώς επίσης να φροντίζει για τη διασπορά κινδύνων στο πλαίσιο μιας τέτοιας ασχολίας.²¹⁷

Ο διαχειριστής υποχρεούται επιπλέον σε περιοδική αναφορά προς τον πελάτη επενδυτή, συνήθως ανά τετράμηνο, εξάμηνο ή ετησίως.²¹⁸ Σε περίπτωση που το χαρτοφυλάκιο αποτελείται από προϊόντα με υψηλό ρίσκο, η αναφορά αυτή μπορεί να γίνεται και μηνιαίως.²¹⁹ Η υποχρέωση παροχής πληροφοριών και λογοδοσίας όμως στηρίζεται και στην ΑΚ 718.²²⁰ Η αναφορά αυτή περιλαμβάνει την ενημέρωση του επενδυτή για την κατάσταση του χαρτοφυλακίου και τις μεταβολές που επήλθαν σε αυτό κατά το εν λόγω χρονικό διάστημα. Η ενημέρωση δύναται όμως να είναι εκτενέστερη και να περιλαμβάνει ακόμη εκτιμήσεις του διαχειριστή, την κατάσταση της αγοράς, μελλοντικές προβλέψεις κ.ά. Παράλληλα προς τις περιοδικές αυτές προβλέψεις, συχνά παρέχεται στον επενδυτή και ad hoc ενημέρωση σε περίπτωση το χαρτοφυλάκιο υποστεί ασυνήθιστες ή εξαιρετικές ζημιές. Στη Γαλλία, εξάλλου, είναι δυνατόν να επιβληθεί στους διαχειριστές πρόστιμο σε περίπτωση ασυνήθιστης αύξησης των εξόδων διαχείρισης σε βάρος του κυρίου των τίτλων.²²¹

6. Υποχρεώσεις εχεμύθειας και λοιπές διατάξεις

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου ορίζει συνήθως τις υποχρεώσεις εχεμύθειας του διαχειριστή αναφορικά με το περιεχόμενο και την αξία του χαρτοφυλακίου, και τις λοιπές πληροφορίες που έλαβε κατά τη διάρκεια της διαχείρισης.²²²

Επιπλέον, προβλέπεται η δυνατότητα λήξης της σύμβασης, συνήθως με άμεση ενέργεια, και πιο σπάνια έπειτα από ειδοποίηση κάποιους μήνες πριν.²²³

²¹⁶ *Couret / De Nabrasque*, Droit financier, σελ. 117

²¹⁷ BGH; WM 1994, σελ. 834, 836; LG Stuttgart WM 1997, 163 σε EWiR 1997, 295 (*Balzer*); *Roll*, Vermögensverwaltung, S.123 ff.

²¹⁸ *Schwintowski*, σελ. 802

²¹⁹ *Schwintowski*, σελ. 802-803

²²⁰ ΑΚ 718 "Υποχρέωση του εντολοδόχου: ο εντολοδόχος έχει υποχρέωση να παρέχει πληροφορίες στον εντολέα σχετικά με την υπόθεση που του ανατέθηκε και μετά το πέρας της εντολής οφείλει λογοδοσία"; *Schäfer*, σελ. 1011

²²¹ Βλ. απόφαση γαλλικής Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 18 Ιουνίου 2009.

²²² *Sethe*, σελ. 98; *Schwintowski*, σελ. 803

C. Λύση της σύμβασης

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου, σε περίπτωση που έχει συμφωνηθεί αορίστου χρόνου, λύεται πάντοτε με έκτακτη καταγγελία για σπουδαίο λόγο.²²⁴ Σε περίπτωση που η σύμβαση είναι ορισμένου χρόνου, αυτή λύεται αυτοδικαίως με την πάροδο του χρόνου αυτού.²²⁵ Εξάλλου, καθότι η σύμβαση χαρτοφυλακίου έχει προσωπικό χαρακτήρα, μπορεί να λυθεί με το θάνατο του εντολέα, την περιέλευσή του σε κατάσταση δικαστικής συμπαράστασης, την πτώχευση αυτού ή, στην περίπτωση των νομικών προσώπων, τη λύση τους (ΑΚ 726).²²⁶

Κατά την 719 ΑΚ, ο εντολοδόχος έχει υποχρέωση να αποδώσει στον εντολέα καθετί που έλαβε για την εκτέλεση της εντολής ή απέκτησε από την εκτέλεσή της. Επομένως, ο διαχειριστής οφείλει να επιστρέψει στον επενδυτή τα χρηματοπιστωτικά μέσα, μετρητά και οτιδήποτε άλλο απέκτησε για λογαριασμό αυτού κατά τη διάρκεια της σύμβασης διαχείρισης (φυσικά, εξαιρουμένων των νόμιμων συμφωνηθέντων αμοιβών του).²²⁷ Ακόμη, κατά τις διατάξεις ΑΚ 822 και 827 προκύπτει ότι κατά τη σύμβαση παρακαταθήκης, που ως τέτοια θα έχει συναφθεί μεταξύ του επενδυτή και του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, ο θεματοφύλακας οφείλει να αποδώσει το πράγμα που φυλάττει όταν αυτό του ζητηθεί.²²⁸

²²³ *Sethe*, σελ. 98

²²⁴ *Lang*, σελ. 547

²²⁵ *Παπαντώνη*, σελ. 158; *Schäfer / Sethe / Lang*, σελ. 328

²²⁶ *Παπαντώνη*, σελ. 160; *Schäfer / Sethe / Lang*, *Handbuch der Vermögensverwaltung*, σελ. 330

²²⁷ ΠολΠρΘες 3811/2001

²²⁸ ΠολΠρΘες 3811/2001

VI. ΕΥΘΥΝΗ ΤΟΥ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗ

A. Ενδοσυμβατική ευθύνη και ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις

Ευθύνη του διαχειριστή μπορεί να προκύψει από τη μια λόγω πλημμελούς εκπλήρωσης ή από την άλλη μη εκπλήρωσης των συμβατικών υποχρεώσεων αυτού.²²⁹ Κατά τις διατάξεις ΑΚ 713 και 714, ο εντολοδόχος οφείλει να διεξαγάγει την εντολή με βάση τη φύση της υπόθεσης και μέσα στα όρια που προσδιορίστηκαν στη σύμβαση, ενώ ευθύνεται έναντι του εντολέα για κάθε πταίσμα.²³⁰ Εάν ο διαχειριστής παραβεί την υποχρέωση ενημέρωσης του πελάτη του, ο πρώτος θα ευθύνεται για κάθε ζημία που τυχόν θα υποστεί ο πελάτης του από την ελλιπή ενημέρωση.²³¹ Δεν αρκεί, εντούτοις, η ύπαρξη απώλειας ή έλλειψης κερδών του χαρτοφυλακίου, αλλά απαιτείται η απόδειξη ότι ο διαχειριστής δεν εκτέλεσε τη σύμβαση ως έμπειρος επαγγελματίας.²³² Ο διαχειριστής εξάλλου μπορεί να παρεκκλίνει από τα συμφωνηθέντα όρια, σύμφωνα με το άρθρο ΑΚ 717 που ορίζει ότι «ο εντολοδόχος μπορεί να παρεκκλίνει από τα όρια της εντολής μόνο όταν αδυνατεί να ειδοποιήσει τον εντολέα και είναι συγχρόνως φανερό ότι ο εντολέας θα το είχε επιτρέψει, αν γνώριζε τα περιστατικά που προκάλεσαν την παρέκκλιση».²³³

Ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις (ΑΚ 198 και 199) μπορεί να προκύψει 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.²³⁴ Ιδιαίτερα, κατά 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.²³⁵ Συνεπώς, εφόσον ο υποψήφιος επενδυτής συμβληθεί εν τέλει με την τρά-

²²⁹ *Καρατζένης*, σελ. 427

²³⁰ ΜΠρΑθ 2115/2002; *Παπαντώνη*, σελ. 146

²³¹ *Παπαντώνη*, σελ. 140

²³² *Παπαντώνη*, σελ. 145

²³³ *Παπαντώνη*, σελ. 149

²³⁴ *Καρατζένης*, σελ. 427

²³⁵ *Assmann/Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, σελ. 185 επ.

πεζα 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 πληροφορόρηση συνέβαλλε αιτιωδώς στην επέλευση ζημίας του επενδυτή.

B. Αδικοπρακτική ευθύνη

Οι επενδυτές θα μπορούσαν ενδεχομένως να στηρίξουν αξιώσεις αποζημίωσης σε αδικοπρακτική ευθύνη των ΑΕΠΕΥ (914 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. Υποστηρίζεται εξάλλου πως η παραβίαση εκείνων των διατάξεων των Κανόνων Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ οι οποίες επιδρούν διαμορφωτικά στο περιεχόμενο της συμβατικής σχέσης μπορούν να θεμελιώσουν την έννοια του παρανόμου κατά το 914 ΑΚ,²³⁶ αν και κάτι τέτοιο ίσως αποτελεί μια διευρυμένη ερμηνεία της έννοιας του παρανόμου. Από την άλλη, αν και οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ συγκεκριμενοποιούν και συμπληρώνουν τις διατάξεις του ν.3606/2007, εντούτοις δεν έχουν νομική δεσμευτικότητα, αλλά εμπεριέχουν ένα πλαίσιο πρότυπης συμπεριφοράς των ΑΕΠΕΥ απέναντι στους πελάτες – επενδυτές. Όπως ήδη αναφέρθηκε παραπάνω, οι Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ 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 συνδρο-

²³⁶ Καρατζένης, σελ. 428

μής των υπόλοιπων στοιχείων της διάταξης αυτής, να καθιερώσουν την ευθύνη των ΑΕΠΕΥ προς αποζημίωση των πελατών.

Αξίζει στο σημείο αυτό επίσης να αναφερθεί πως οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ που προκύπτουν από τις διατάξεις του ν.3606/2007 έχουν ως κύριο προστατευτικό σκοπό τη διασφάλιση της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και όχι την εισαγωγή ιδιωτικού δικαίου υποχρεώσεων.²³⁷ Σε αυτό συνηγορεί και το γεγονός ότι η εποπτεία εφαρμογής των διατάξεων αυτών καθώς και η επιβολή κυρώσεων για τυχόν παραβίασή τους έχει ανατεθεί εξ ολοκλήρου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.²³⁸ Συνεπώς, η παραβίαση αυτών των κανόνων έχει ως αποτέλεσμα μόνο διοικητικές κυρώσεις για την εκάστοτε ΑΕΠΕΥ.²³⁹ Εντούτοις, καθότι θεσμική αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς δεν μπορεί να νοηθεί δίχως προσωπική προστασία των επενδυτών,²⁴⁰ θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι οι διατάξεις του ν.3606/2007 δύνανται να εισαγάγουν και ατομικές αξιώσεις ιδιωτικού δικαίου για τους επενδυτές. Μια τέτοια κατασκευή βασίζεται στη σκέψη ότι οι κανόνες αυτοί αντανακλούν στο πεδίο του ιδιωτικού δικαίου μέσω της αρχής της καλής πίστης (ΑΚ 288),²⁴¹ και ως εξειδίκευση αυτής, όπως ακριβώς αναπτύχθηκε ανωτέρω σχετικά με τους Κανόνες Συμπεριφοράς ΑΕΠΕΥ.

²³⁷ *Καρατζένης*, σελ. 418

²³⁸ *Κορδή – Αντωνοπούλου Ματίνα*, Το Νομικό Πλαίσιο των Αγορών Χρηματοπιστωτικών Μέσων, σελ. 20.

²³⁹ *Κορδή – Αντωνοπούλου Ματίνα*, Το Νομικό Πλαίσιο των Αγορών Χρηματοπιστωτικών Μέσων, σελ. 20.

²⁴⁰ Τριανταφυλλάκης Γ.Δ., Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχή εσφαλμένων συμβουλών, σελ. 17

²⁴¹ *Λιάπης Δημ.*, Αποζημίωση των Επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, 2012

VII. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΞΕΝΗ

- Assmann / Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz, Beck, 2012
- Assmann / Schütze*, Handbuch des Kapitalanlagerechts, Beck, 2015
- Balzer, Peter*, Kurzkomentar EuGH EWIR Art.1 RL 93/22EWG 1/03, 989
- Balzer, Peter*, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, Beck, 1999
- Barry / Bracht*, The implementation of the MiFID into the WpHG, German Law Journal, GmbH Special Issue, 2008
- Bassi, Mario*, Der bankunabhängige Vermögensverwalter, Schweizer Schriften zum Bankrecht, Schulthess Polygraphischer Verlag, 1996
- Bechtel, Marcus Michael*, Anlageberatung der Kreditinstitute im Wandel, Carl Hermanns Verlag KG, 1998
- Benicke, Christoph*, Wertpapiervermögensverwaltung, Mohr Siebeck, 2006
- Bezard, P.*, Des problemes de gestion de portefeuille, Banque de droit, 1990
- Brunner, Guido*, Die Vermögensverwaltung deutscher Kreditinstitute im Privatkundengeschäft, Peter Lang, 1987
- Claussen, Carsten Peter*, Bank-und Börsenrecht, Für Studium und Praxis, München, 2000
- Couret, Alain / De Nabrasque, Herve*, Droit financier, Dalloz, 2010
- Cramer / Rudolph*, Handbuch Anlageberatung und Vermögensverwaltung, Fritz Knapp Verlag, 1995
- Gassner / Escher*, Bankpflichten bei der Vermögensverwaltung nach WpHG und BGH-Rechtsprechung, Wertpapier-Mitteilungen, 1997
- Germain, M., / Frison Roche, M.-A.*, Actualite / Droit des operations sur capital, Revue du droit bancaire et de la bourse, 1999
- Harrington, D.R.*, Modern portfolio theory, the capital asset pricing model and arbitrage pricing theory, Prentice-Hall inc., Englewood cliffs, N.Jersey, 1983
- Hattab, Rasha*, De l'obligation de conseil des prestataires de services d'investissement, Presses Universitaires de Strasbourg, 2006
- Hehn, Elisabeth*, Asset Management in Kapitalanlage- und Versicherungsgesellschaften, Gabler, 2002

Hovasse, H, Substitution de mandataire de gestion de portefeuille, *Revue de droit bancaire et de la bourse*, 1998

Kheirat / Teyssonier, Conseil et gestion de patrimoine, *Economica*, 1999

Kümpel, Siegfried, Bank-und Kapitalmarktrecht, Schmidt Dr. Otto KG, 2000

Kümpel / Ott, Kapitalmarktrecht, Ergänzbares Rechtshandbuch für die Praxis, Schmidt, Erich 1995

Lang, Volker, Informationspflichten bei Wertpapierdienstleistungen: Rechtliche Grundlagen, Typenspezifische Anforderungen, Haftung, Beck, 2002

Martin, Didier / Dezeuze, Eric / Bouaziz, Florian, Les abus de marche – Manquements administratifs et infractions penales, Lexis Nexis, 2013

Merville, Anne-Dominique, Droit financier, Gualino, 2015

Reilly, Frank K., Investment analysis and portfolio management, Dryden press: Florida, 1997

Roll, Hans-Ahim, Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, Zur rechtssystematischen Erfassung anhand von standardisierten Vertragsmustern (Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen), Berlin: Duncker & Humblot, 1983

Schäfer, Frank A., Bankrecht und Bankpraxis, Hellner/Steuer, 2003

Schäfer, Frank A., Vereinbarungen über Benachrichtigungspflichten in Vermögensverwaltungsverträgen, *WM* 1995

Schäfer, Michael, Was ist Vermögensverwaltung wert?, *Neue Zürcher Zeitung*, 12.04.2012

Schäfer / Müller, Haftung für fehlerhafte Wertpapierdienstleistungen, *RWS*, 2008

Schäfer / Sethe / Lang, Handbuch der Vermögensverwaltung, Beck, 2012

Schödermeier, Martin, Nachforschungspflichten einer Bank als Vermögensverwalterin zur Person ihres Kunden, *WM* 1995

Schimansky, Herbert, Bankrechts-Handbuch, Beck, 2001

Schwintowski, Bankrecht, Carl Heymanns Verlag, 4η έκδοση, 2014

Schwintowski / Schäfer, Bankrecht, Carl Heymanns Verlag, 1997

Sethe, Rolf, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, Verlag Otto Schmidt Köln, 2004

Spindler, Gerald, Bank- und Kapitalmarktrecht case by case, Betriebs Berater Studium, 2005

Storck, M., L' activite de gestion de portefeuille, *Revue de droit bancaire et de la bourse*, 1990

Strong, A. Robert, Portfolio construction, management and protection, West publishing Co., 1993

Süss, Wolfgang, Die Vermögensverwaltung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Europäische Hochschulschriften, 2004

Vauplane / Bornet, Droit de la bourse, Revue internationale de droit compare, 1995

Vauplane / Bornet, Droit des marches financiers, Revue internationale de droit compare, 1999

VIII. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Αυγητίδης, Δημ.*, Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014
- Γεωργακόπουλος, Λεων.*, Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, Εκδόσεις Σάκκουλα, 1999
- Καραγκουνίδης, Απ.*, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007
- Καραγκουνίδης, Απ.*, Το νέο καθεστώς των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου και διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, Επιστημονική Επετηρίδα Δ.Σ.Θ. 13, 1992
- Καρατζένης, Φ.*, Διαχείριση χαρτοφυλακίου, Θ' Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 1999
- Κορδή – Αντωνοπούλου Ματίνα*, Το Νομικό Πλαίσιο των Αγορών Χρηματοπιστωτικών Μέσων, Εκδόσεις Σάκκουλα Α.Ε. Αθήνα-Θεσσαλονίκη 2010
- Κοτζαμάνης, Στ.*, Διαχείριση χαρτοφυλακίου στη θεωρία και στην πράξη, Ethos Media, 1999
- Κουμεντάκης*, Εγκυρότητα των συμβατικών ρυθμίσεων που αναφέρονται στην υποχρέωση των ΑΧΕ- ΕΠΕΥ για τακτική ενημέρωση του επενδυτή σχετικά με τις συναλλαγές του, ΔΕΕ 2000
- Λιακόπουλος, Αθ.*, Αρχές και προοπτική του χρηματιστηριακού δικαίου, ΔΕΕ 2000
- Λιάπης Δημ.*, Αποζημίωση των Επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012
- Μητσιόπουλος, Γ.*, Χρηματιστηριακές κρίσεις και επενδυτικά εργαλεία, Αθ. Σταμούλης, 2001
- Μούζουλας, Σπ.*, Ο κώδικας δεοντολογίας των εταιριών διαχείρισεως αμοιβαίων κεφαλαίων και των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου, 1998
- Μούζουλας, Σπ.*, Τα επενδυτικά κεφάλαια και οι εταιρίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου αναδυόμενων αγορών, κριτικές παρατηρήσεις στο Σ.Ν. για την παράλληλη αγορά με έδρα το Χ.Κ.Θ., ΑρχΝ, 1996
- Εύδωνας, Παν.*, Η χρηματοοικονομική μηχανική, Εφημερίδα Καθημερινή, 24.08.2014
- Παπαντώνη, Μ.*, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000
- Ρεπούσης, Σπ.*, Διαχείριση χαρτοφυλακίου και προϋπολογισμοί, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2005
- Σκουλούδης, Ζ.*, Εταιρεία επενδύσεων χαρτοφυλακίου, Σάκκουλας, 1993

Τουντόπουλος Βασ., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2015

Τουντόπουλος Βασ., Η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2005

Τριανταφυλλάκης Γ.Δ., Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης ή παροχή εσφαλμένων συμβουλών, ΧρΙΔ Α/2001