



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: ΕΜΠΟΡΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ

ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2020-2021

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

της Τζελάτη Σταυρούλας του Βασιλείου

A.M.: 7340010420023

Η υποχρέωση της “αγοράς-στόχου” βάσει της MiFID II σε συνάρτηση με τον έλεγχο συμβατότητας και τον έλεγχο καταλληλότητας

Επιβλέποντες:

Επικ. Καθηγήτρια: Χριστίνα Λιβαδά

Επικ. Καθηγητής: Νικόλαος Βερβεσός

Επικ. Καθηγητής: Ιάκωβος Βενιέρης

Αθήνα, Νοέμβριος 2021

Copyright © Σταυρούλα Τζελάτη, 2021

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.

Περιεχόμενα

Κυριότερες Συντομογραφίες.....	V
Εισαγωγή.....	1
A. Έλεγχος Καταλληλότητας.....	6
Είδος και εύρος αντλούμενων πληροφοριών.....	8
Αξιοπιστία των αντλούμενων πληροφοριών.....	13
Επικαιροποίηση πληροφοριών.....	14
Έκθεση καταλληλότητας και περιοδικές αξιολογήσεις καταλληλότητας.....	15
B. Έλεγχος συμβατότητας.....	17
Εξαίρεση από τον έλεγχο συμβατότητας.....	19
Γ. Αγορά-στόχος.....	24
1. Θετική αγορά-στόχος.....	24
2. Αρνητική αγορά-στόχος.....	27
3. Γκρίζα ζώνη.....	28
4. Πρακτικά παραδείγματα.....	29
5. Υποχρεώσεις του κατασκευαστή σε σχέση με την αγορά-στόχο.....	30
α. Προσδιορισμός της δυνητικής αγοράς-στόχου.....	30
β. Προσδιορισμός της στρατηγικής διανομής του κατασκευαστή.....	31
γ. Παροχή πληροφοριών στον διανομέα των επενδυτικών προϊόντων.....	32
δ. Τακτική επανεξέταση του επενδυτικού προϊόντος.....	32
6. Υποχρεώσεις του διανομέα σε σχέση με την αγορά-στόχο.....	32
α. Προσδιορισμός της πραγματικής αγοράς-στόχου.....	32
β. Προσδιορισμός της στρατηγικής διανομής.....	34
γ. Τακτική επανεξέταση του επενδυτικού προϊόντος.....	36
δ. Παροχή πληροφοριών στον κατασκευαστή του προϊόντος.....	36
7. Ειδικές περιπτώσεις.....	37
α. Επιχειρήσεις επενδύσεων που λειτουργούν ως κατασκευαστές και διανομείς του ίδιου προϊόντος.....	37
β. Υποχρέωση προσδιορισμού αγοράς-στόχου σε περίπτωση αλυσίδας διαμεσολάβησης (intermediation chain).....	37
γ. Διανομή επενδυτικών προϊόντων των οποίων ο κατασκευαστής δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας MiFID II.....	38
Δ. Αλληλεπίδραση μεταξύ υποχρεώσεων ελέγχου καταλληλότητας και συμβατότητας και υποχρέωσης προσδιορισμού αγοράς-στόχου.....	41
Ε. Φύση των κανόνων περί ελέγχου καταλληλότητας ή συμβατότητας και προσδιορισμού της αγοράς-στόχου και ευθύνη από την παράβασή τους.....	45
ΣΤ. Προβληματισμοί σχετικά με την εφαρμογή των υποχρεώσεων προσδιορισμού αγοράς-στόχου και ελέγχου καταλληλότητας ή συμβατότητας.....	51

Συμπεράσματα.....	55
Βιβλιογραφικές Αναφορές.....	57
Ελληνική Βιβλιογραφία και Αρθρογραφία	57
Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία και Αρθρογραφία.....	58

Κυριότερες Συντομογραφίες

Ελληνικές:

ΑΚ	Αστικός Κώδικας
άρθρ.	άρθρο
αριθμ.	αριθμός
βλ.	βλέπε
ΓΟΣ	Γενικοί Όροι Συναλλαγών
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
ΔΕΚ	Δικαστήριο Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων
ΕΕ	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΠΕΥ	Εταιρεία/-ες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
εδ.	εδάφιο
επ.	επόμενα
κ.λπ.	και λοιπά/-ές/-ούς
Ν.	Νόμος
ΟΕΕ	Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων
ΟΣΕΚΑ	Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
ό.π.	όπως παραπάνω
παρ.	παράγραφος
ΠΜΔ	Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
σελ.	σελίδα

Ξενόγλωσσες:

ESMA	European Securities and Markets Authority
KID	Key Information Document
KIID	Key Investor Information Document
MiFID II	Market in Financial Instruments Directive II
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
SRRI	Synthetic Risk and Reward Indicator

Εισαγωγή

Αν και δεν υπάρχει ένας καθολικά αποδεκτός ορισμός, ως κεφαλαιαγορά θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ο μηχανισμός προσφοράς χρηματικών πόρων από επενδυτές, είτε φυσικά είτε νομικά πρόσωπα, που διαθέτουν πλεόνασμα, και ζήτησης τέτοιων χρηματικών πόρων από επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια προκειμένου να πραγματοποιήσουν κάθε είδους επιχειρηματικά σχέδια. Ταυτόχρονα, η κεφαλαιαγορά αποτελεί χώρο συνάντησης της προσφοράς και ζήτησης και άλλων επενδυτικών προϊόντων, των λεγόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων,¹ στα οποία ενσωματώνεται η αξίωση επιστροφής του χορηγούμενου κεφαλαίου.²

Ο διφυής αυτός χαρακτήρας της συνεπάγεται τη μαζικότητα και πολυπλοκότητα τόσο των υποκειμένων όσο και των αντικειμένων καθώς και την διαρκή εξέλιξη των συναλλαγών στην κεφαλαιαγορά. Η πραγματικότητα αυτή κατέδειξε, εξ' αρχής, ως επιτακτική την ανάγκη ρυθμιστικής παρέμβασης στον κλάδο αυτό και την δημιουργία ενός εκτεταμένου θεσμικού πλαισίου με στόχο την εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία της.

Ταυτόχρονα, στο επίκεντρο της κεφαλαιαγοράς βρίσκεται ανέκαθεν ο επενδυτής, ως υποκείμενο συναλλαγών και ως τροφοδότης της μέσω της επένδυσης κεφαλαίων. Εξ αρχής θεωρήθηκε το “ασθενές μέρος” των χρηματοπιστωτικών αγορών και θεσπίστηκαν κανόνες που αποσκοπούσαν στην προστασία του. Σε ένα πρώτο επίπεδο, κρίθηκε σκόπιμο, λόγω της ιδιαίτερης πολυπλοκότητας και του υψηλού επιπέδου γνώσεων και ειδικής κατάρτισης που απαιτούν οι συναλλαγές στο χώρο της κεφαλαιαγοράς, να μην μπορούν οι επενδυτές να πραγματοποιούν άμεσα οι ίδιοι αγοραπωλησίες χρηματοπιστωτικών μέσων αλλά να αποκτούν πρόσβαση σε χρηματιστηριακές συναλλαγές μόνο μέσω της διαμεσολάβησης των επιχειρήσεων επενδύσεων³, οι οποίες αποτελούν τους μόνους φορείς με δυνατότητα διενέργειας επενδυτικών συναλλαγών.

Επιπρόσθετα, η ανεπάρκεια πληροφόρησης σε συνδυασμό με τις περιορισμένες γνώσεις και εμπειρία που χαρακτηρίζει τους επενδυτές, σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό ανάλογα με τα ιδιαίτερα γνωρίσματά τους, συνεπάγονται εύλογη αδυναμία κατανόησης των κινδύνων που συνδέονται με τις επενδύσεις τους καθώς και όλου του φάσματος των διαδικασιών και των μεταβολών που μπορούν να λάβουν χώρα στην κεφαλαιαγορά. Την ευάλωτη αυτή θέση του επενδυτή επιτείνουν και ποικίλοι ψυχολογικοί παράγοντες όπως είναι η ενδιάθετη ροπή πολλών προσώπων στην κερδοσκοπία, η υπερεκτίμηση των δυνατοτήτων ή/ και η υπεραισιοδοξία και τα συμπεριφορικά σφάλματα (“behavioral biases”), όπως ενδεικτικά η συμπεριφορά της αγέλης

¹ Ο όρος «χρηματοπιστωτικά μέσα» περιλαμβάνει όλα τα αντικείμενα συναλλαγών στην κεφαλαιαγορά. Σύμφωνα με το Ν. 4514/2018 σε αυτά συγκαταλέγονται οι κινητές αξίες (μετοχές, ομόλογα, κ.λ.π.), τα μέσα της χρηματαγοράς (έντοκα γραμμάτια, αποδεικτικά κατάθεσης, κ.λ.π.), τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (αμοιβαία κεφάλαια) και τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα (εκείνα τα προϊόντα, των οποίων η αξία προκύπτει από τη συσχέτισή τους με άλλα προϊόντα και η εκτέλεσή των οποίων τοποθετείται, καταρχήν, στο μέλλον, όπως οι συμβάσεις προαίρεσης, ανταλλαγής, προθεσμίας κ.λ.π.).

² Βλ. σχετικά, Αλεξάκη/Καβουσάνο/Βασίλα, Η πορεία της ενοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς κεφαλαίου στην ευρωζώνη, σε Προβόπουλου Γ./Γκόρτσου Χ. (επιμ.) Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, 2004, σελ. 321, 327-328· Θωμαδάκης/Ξανθάκης, Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, 2006, σελ. 32, και Αυγητίδης Δ., Δίκαο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη 2019, σελ.35.

³ Ως «επιχείρηση επενδύσεων» ορίζεται κάθε νομικό πρόσωπο το οποίο έχει ως συνήθη επιχειρηματική δραστηριότητα την παροχή μίας ή περισσότερων επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή/και την άσκηση μίας ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματικό επίπεδο. Επίσης, επιχειρήσεις επενδύσεων θεωρούνται και τα φυσικά πρόσωπα που έχουν λάβει σχετική άδεια από άλλο κράτος μέλος της ΕΕ, σύμφωνα με το άρθρ. 4 παρ. 1 της Οδηγίας MiFID II.

(“herd behavior”).⁴

Η δικαιοπρακτική αυτοδιάθεσή του επενδυτή, όπως αποδεικνύεται από τα ανωτέρω, είναι ιδιαίτερος περιορισμένη, με αποτέλεσμα να καταλήγει πολύ συχνά να ακολουθεί άκριτα τις επενδυτικές επιλογές που του υποδεικνύονται, άμεσα ή έμμεσα, από τις εταιρείες επενδύσεων. Η δημιουργία, όμως, τόσο ισχυρών δεσμών οικονομικής εξάρτησης των επενδυτών από τις δραστηριοποιούμενες στον κλάδο επιχειρήσεις δεν είναι πάντοτε επιθυμητή διότι στην πράξη οι επιχειρήσεις επενδύσεων προτάσσουν ίδια συμφέροντα, όπως η επίτευξη κέρδους και η κάλυψη των εμπορικών και χρηματοδοτικών τους αναγκών, τα οποία συχνά συγκρούονται με εκείνα των επενδυτών και είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε ζημιολύγες για τον επενδυτή αποφάσεις με σοβαρότατες κοινωνικές και οικονομικές επιπτώσεις.

Συνεπώς, ένας επενδυτής επιχειρώντας συναλλαγές στο σύνθετο και κινδυνώδες αυτό περιβάλλον της κεφαλαιαγοράς, θέτει, αναμφισβήτητα, σε κίνδυνο σημαντικά περιουσιακά του στοιχεία,⁵ γεγονός που είναι πιθανόν να επιδράσει αποτρεπτικά ως προς τη συμμετοχή του σε συναλλαγές αυτού του κλάδου. Για την αποφυγή αυτής της πιθανότητας, η προστασία των επενδυτών αναδείχθηκε σε αυτοτελή στόχο του ρυθμιστικού πλαισίου της κεφαλαιαγοράς. Η θέσπιση ενός προστατευτικού υπέρ των επενδυτών πλαισίου ρυθμίσεων που παρέχει σε αυτούς την εγγύηση ότι απολαύουν ίσης μεταχείρισης, ενισχύει την εμπιστοσύνη τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές, με άμεσο αποτέλεσμα την διασφάλιση αποτελεσματικών, ανθεκτικών και ελκυστικών κεφαλαιαγορών.⁶

Η άρρηκτη, αμφίδρομη και λειτουργική σύνδεση της βελτίωσης της αποτελεσματικότητας και της ακεραιότητας της κεφαλαιαγοράς με την όσο το δυνατόν πληρέστερη προστασία των επενδυτών οδήγησε στην επιβολή, με την Οδηγία 2004/39/EK (MiFID I), μιας σειράς από κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς στις επιχειρήσεις επενδύσεων. Οι κανόνες αυτοί ρύθμισαν εκτενώς την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών εκ μέρους των σχετικών επιχειρήσεων και την άσκηση συναφών δραστηριοτήτων στο πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς, με στόχο να εξασφαλίσουν ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων δεν εκμεταλλεύονται την υπέρτερη ισχύ τους εις βάρος των επενδυτών αλλά δρουν με γνώμονα την βέλτιστη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των πελατών τους.

Ωστόσο, η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση των ετών 2007-2009 κατέδειξε ότι αυτοί οι κανόνες επιχειρηματικής δεοντολογίας δεν ήταν ικανοί να προστατεύσουν επαρκώς τους επενδυτές. Αντιθέτως, παρατηρήθηκαν αναρίθμητες παραβιάσεις των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς εκ μέρους των εταιρειών επενδύσεων. Ειδικότερα, πλήθος επενδυτών υπέστησαν δυσβάσταχτες οικονομικές ζημιές εξ αιτίας μη αποδεκτών πρακτικών πωλήσεων που ακολούθησαν οι εταιρείες επενδύσεων και, συγκεκριμένα, λόγω της προώθησης, διανομής και σύστασης χρηματοπιστωτικών μέσων που δεν εξυπηρετούσαν τις ατομικές ανάγκες και τους στόχους ούτε ήταν

⁴ Βλ. Αναλυτικότερα Willemaers, Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond, σελ. 1 και Ackert, L.F., Deaves, R., 2010, Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making and Markets, South-Western Cengage Learning.

⁵ Βλ. Καραγκουνίδης Α., Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Σάκκουλας, 2007, σελ. 251

⁶ Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται και στην υπ’ αριθμ. 787/2913 απόφαση του Εφετείου Αθηνών, ΔΕΕ, 2014, 251 «..η προστασία της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού και η ατομική προστασία του επενδυτή λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία, καθώς η μεν καλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς εμπεδώνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, ενώ η ελλιπής ατομική προστασία των επενδυτών διαταράσσει την εμπιστοσύνη της, γεγονός που είναι βέβαιον ότι αποβαίνει σε βάρος της καλής λειτουργίας της...»

συμβατά με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των επενδυτών ή ήταν υπερβολικά σύνθετα και, συνεπώς, ακατάλληλα και επιβλαβή για αυτούς (mis-selling).⁷ Απόρροια των ανωτέρω, ήταν αφενός ο κλυδωνισμός της σταθερότητας και της ακεραιότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος και αφετέρου ο κλονισμός της εμπιστοσύνης των επενδυτών στους θεσμούς της κεφαλαιαγοράς.

Ταυτόχρονα, τα τελευταία χρόνια παρατηρήθηκε ραγδαία αύξηση του αριθμού των ιδιωτών επενδυτών που δραστηριοποιούνται πλέον ενεργά στον τομέα της κεφαλαιαγοράς και οι οποίοι έχουν στην διάθεσή τους ένα σύνολο όλο και περισσότερο πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών μέσων καθώς και σύνθετων και καινοτόμων επενδυτικών υπηρεσιών.⁸

Στον απόηχο αυτών των γεγονότων και εξελίξεων, το ρυθμιστικό πλαίσιο για την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών κρίθηκε ότι χρήζει επανεξέτασης και αναθεώρησης και θεωρήθηκε επιτακτική ανάγκη η λήψη νέων μέτρων για την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών.⁹

Ήδη από το 2010, η Αρχή Χρηματοπιστωτικών Υπηρεσιών (Financial Services Authority-FSA) του Ηνωμένου Βασιλείου είχε καταδείξει την αυξημένη σημασία της διακυβέρνησης, του σχεδιασμού και της εποπτείας των επενδυτικών προϊόντων¹⁰, μέσω της εξέτασης ολόκληρου του κύκλου ζωής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, ήτοι από την κατασκευή του έως την προώθηση, τη διανομή του αλλά και τα μετά την πώλησή του τυχόν ανακύπτοντα ζητήματα, ώστε να εξασφαλιστεί ότι οι επιχειρήσεις παράγουν και διακινούν προϊόντα που ανταποκρίνονται στις πραγματικές ανάγκες των επενδυτών.¹¹ Λίγο αργότερα, το 2013, η ανωτέρω αναφερόμενη Αρχή όρισε ως μη αποδεκτές πρακτικές πωλήσεις τις διανομές χρηματοπιστωτικών μέσων που οδηγούν σε αποτυχία των εταιρειών επένδυσης να επιτύχουν θεμιτά αποτελέσματα για τους επενδυτές, συμπεριλαμβανομένης της παροχής παραπλανητικών συμπεριφορών ή της σύστασης ακατάλληλων προϊόντων.¹²

Κατά την διαδικασία αναθεώρησης του νομοθετικού καθεστώτος επενδυτικών υπηρεσιών το ρυθμιστικό ενδιαφέρον στράφηκε προς προληπτικούς τρόπους αποφυγής του φαινομένου καταστράτηγησης της προστασίας των επενδυτών μέσω ακατάλληλων και επιζήμιων για αυτούς επενδυτικών συναλλαγών. Ο ενωσιακός νομοθέτης έθεσε στο επίκεντρο των αλλαγών τον επενδυτή και έκρινε ότι, για την πληρέστερη προστασία του, καθίσταται αναγκαία η παρέμβαση σε όλα τα στάδια παραγωγής και διανομής των επενδυτικών προϊόντων. Για τον σκοπό αυτό, με την ψήφιση της νέας Οδηγίας 2014/65/ΕΕ (MiFID II) την 15^η Μαΐου του 2014, αναμορφώθηκε ριζικά το νομοθετικό πλαίσιο και θεσπίστηκαν ρυθμιστικές επιταγές σε όλη τη διαδικασία έγκρισης των επενδυτικών προϊόντων.

⁷ Βλ. D. Busch, Product governance and product intervention under MiFID II/MiFIR. και Colaert V./ Incalza Th., Mis-selling of Financial Products: Compensation of Investors in Belgium, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, 2018, σελ. 9.

⁸ Βλ. αιτιολογικές σκέψεις 3 και 71 της Οδηγίας MiFID II.

⁹ Βλ. αιτιολογική σκέψη 70 της Οδηγίας MiFID II.

¹⁰ Η ESMA στην παρ. 6 των Κατευθυντήριων γραμμών της για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση, 02.06.2017 (ESMA 35-43-630), ορίζει ότι «επενδυτικό προϊόν» είναι τα χρηματοπιστωτικά μέσα βάσει της παρ. 4, σημείο 15 του άρθρ. 4 MiFID II και/ ή δομημένες καταθέσεις, όπως ορίζονται στην παρ. 1 σημείο 43 του άρθρου 4 MiFID II.

¹¹ Βλ. Waters, D, Asset management regulatory trends and priorities in the post-crisis environment: an update from the FSA, Speech at McKinsey Asset Management Conference, London, 25 Ιανουαρίου 2010.

¹² Βλ. Financial Services Authority, Final guidance: Risks to customers from financial incentives, Ιανουάριος 103, σελ. 9.

Ειδικότερα, με την MiFID II, θεσπίστηκε ένα νέο πλαίσιο κανόνων που επιβάλλει συγκεκριμένες υποχρεώσεις στις επιχειρήσεις επενδύσεων που κατασκευάζουν ή/και διανέμουν χρηματοπιστωτικά μέσα. Από τις πιο κομβικές και καινοτόμες υποχρεώσεις που υιοθετήθηκε είναι αυτή της ανάπτυξης των επενδυτικών προϊόντων κατόπιν εκτίμησης των αναγκών, στόχων και χαρακτηριστικών των πελατών και ο προσδιορισμός της αγοράς-στόχου για το καθένα, ήτοι της ομάδας τελικών πελατών με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, στόχους και ανάγκες με τα οποία είναι συμβατό το προϊόν. Στόχος του πλαισίου αυτού διακυβέρνησης/παρακολούθησης των επενδυτικών προϊόντων (product governance regime¹³) είναι η διασφάλιση της προστασία των επενδυτών ήδη κατά ένα πρώιμο στάδιο του κύκλου ζωής των προϊόντων, ήτοι πριν την εισαγωγή τους στην κεφαλαιαγορά.¹⁴ Για να επιτευχθεί αυτός ο στόχος θα πρέπει οι εταιρείες που κατασκευάζουν και διανέμουν τα προϊόντα να συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις που προβλέπονται στην Οδηγία MiFID II ώστε να ενεργούν προς το βέλτιστο συμφέρον των πελατών τους σε όλη την πορεία από την κατασκευή έως την διανομή των προϊόντων.

Κατά τα λοιπά, η MiFID II υιοθετεί τις βασικές αρχές της MiFID I, όπως η υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων να ενεργούν κατά την παροχή των υπηρεσιών τους με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετούν με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους, η υποχρέωση παροχής πληροφοριών στους πελάτες, η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών των πελατών και η συμμόρφωση προς συγκεκριμένους κανόνες χειρισμού των εντολών πελατών, οι υποχρεώσεις κατά τον ορισμό συνδεδεμένων αντιπροσώπων και τις συναλλαγές με επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους, τις οποίες επαναλαμβάνει, με κάποιες τροποποιήσεις,

Επιπλέον, οι υποχρεώσεις των επιχειρήσεων επενδύσεων προς διεξαγωγή αξιολόγησης καταλληλότητας και της συμβατότητας των προϊόντων προς τους επενδυτές παραμένουν εν ισχύ σχεδόν αναλλοίωτες. Σημαντική αλλαγή με τις διατάξεις της MiFID II επήλθε στον έλεγχο καταλληλότητας, με την διεύρυνση το εύρους και το είδους των πληροφοριών που καλούνται οι επιχειρήσεις επενδύσεων να αξιολογήσουν. Ταυτόχρονα, αυστηροποιήθηκε το εποπτικό πλαίσιο σχετικά με την υποχρέωση καταλληλότητας. Ειδικότερα, οι αρμόδιες εποπτικές αρχές θα πρέπει πλέον να επιτηρούν τις επιχειρήσεις, κατά την αξιολόγηση της καταλληλότητας, και να εξακριβώνουν αν λαμβάνουν υπόψη όλα τα στοιχεία και χαρακτηριστικά βάσει των οποίων καθορίζεται η πολυπλοκότητα του εκάστοτε προϊόντος και όλους τους κινδύνους και αξιολογούν τη γνώση και εμπειρία του πελάτη στο πλαίσιο αυτό. Επιπλέον, καλούνται να ελέγχουν ότι οι επιχειρήσεις που επιλέγουν να έχουν σε ισχύ τυποποιημένες διαδικασίες για την αξιολόγηση της καταλληλότητας, δεν τις χρησιμοποιούν απλώς ως μια άσκηση αυτοπιστοποίησης. Για παράδειγμα, μια μακροσκελής και σύνθετη προειδοποίηση κινδύνου, συνοδευόμενη απλώς από ένα πλαίσιο επιλογής ότι ο πελάτης κατανόησε τους κινδύνους που σχετίζονται με το προϊόν,

¹³ Στην ελληνική μετάφραση της Οδηγίας MiFID II και των σχετικών Κατευθυντήριων Γραμμών της Esma, αλλά και στα ελληνικά νομοθετήματα που ενσωματώνουν την οδηγία (Απόφαση 1/808/7.2.2018 του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ΠΕΕ 147/27.7.2018 της Τράπεζας της Ελλάδος και ο Ν. 4514/2018,), ο όρος product governance αποδίδεται ως «παρακολούθηση προϊόντος». Στην ελληνική βιβλιογραφία, ωστόσο, απαντάται ο όρος «διακυβέρνηση». Συγκεκριμένα, χαρακτηριστικά κατά τους Κουνάδη και Δασμάνογλου (βλ. ό.π., σελ. 27) ο όρος αυτός αποδίδει πληρέστερα την όλη διαδικασία που εισάγεται, η οποία άλλωστε περιλαμβάνει περισσότερα στάδια, από την έγκριση του προϊόντος έως την επίβλεψη αυτού και δεν έχει μόνο εποπτικό χαρακτήρα. Για τους σκοπούς της παρούσας θα χρησιμοποιηθεί ο όρος «διακυβέρνηση».

¹⁴ Βλ. Γ. Κουνάδης και Α. Δασμάνογλου, Η διακυβέρνηση των προϊόντων στον χρηματοπιστωτικό τομέα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 28

είναι απίθανο να υποδείξει αν ο πελάτης πράγματι έχει επαρκή γνώση και εμπειρία.¹⁵ Η ανάγκη για τις ανωτέρω τροποποιήσεις και την ενίσχυση της υποχρέωσης ελέγχου καταλληλότητας γεννήθηκε λόγω της αυξημένης πολυπλοκότητας των σύγχρονων επενδυτικών προϊόντων και της συνεχούς καινοτομίας στον σχεδιασμό τους. Αντίστοιχα, το περιεχόμενο της αξιολόγησης συμβατότητας δεν μεταβλήθηκε ουσιωδώς, αλλά επήλθαν ορισμένες τροποποιήσεις μόνον ως προς τις προϋποθέσεις εξαίρεσης της υπηρεσίας της λήψης διαβίβασης και εκτέλεσης εντολών από αυτή την υποχρέωση.

Επισημαίνεται ότι οι ειδικότερες υποχρεώσεις καθορισμού της αγοράς-στόχου που επιβλήθηκαν με την Οδηγία MiFID II στους κατασκευαστές και τους διανομείς επενδυτικών προϊόντων δεν υποκαθιστούν τους λοιπούς κανόνες για την προστασία των επενδυτών, όπως αυτούς που προβλέπουν την αξιολόγηση της καταλληλότητας και συμβατότητας των πελατών, οι οποίοι λαμβάνει χώρα σε μεταγενέστερο χρονικό σημείο. Λειτουργούν συμπληρωματικά προς αυτούς και εξειδικεύουν περαιτέρω τον βασικό κανόνα για τη βέλτιστη εξυπηρέτηση των συμφερόντων των πελατών, όπως αυτός αποτυπώνεται στο άρθρο 24, παράγραφος 1 της MiFID II.

Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις επενδύσεων που κατασκευάζουν χρηματοπιστωτικά μέσα καλούνται να διασφαλίζουν ότι τα προϊόντα τους έχουν σχεδιαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να ανταποκρίνονται στις ανάγκες της προσδιορισμένης αγοράς-στόχου ενώ οι επιχειρήσεις που διανέμουν μόνο τα χρηματοπιστωτικά μέσα οφείλουν να διαθέτουν κατάλληλες ρυθμίσεις για να συλλέγουν και να κατανοούν τις σχετικές με τη διαδικασία έγκρισης των προϊόντων πληροφορίες και να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα ώστε να τα προσφέρουν σε πελάτες εντός της προσδιορισμένης αγοράς-στόχου. Όπως χαρακτηριστικά τονίζει το άρθρο 16, παράγραφος 3, εδ. 7 της MiFID II, οι υποχρεώσεις αυτές θα πρέπει να ισχύουν “με την επιφύλαξη κάθε άλλης υποχρέωσης δυνάμει της παρούσας οδηγίας και του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 600/2014, περιλαμβανομένων εκείνων που σχετίζονται με την κοινοποίηση, την καταλληλότητα ή συμβατότητα», ήτοι με την επιφύλαξη της αξιολόγησης της συμβατότητας ή της καταλληλότητας που θα διενεργηθεί εν συνεχεία από την επιχείρηση επενδύσεων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε επιμέρους συγκεκριμένους πελάτες βάσεις των προσωπικών τους αναγκών, χαρακτηριστικών και στόχων¹⁶.

Αντικείμενο της παρούσας διπλωματικής εργασίας θα αποτελέσει η ανάλυση και η εξέταση των ειδικότερων πτυχών αφενός των υποχρεώσεων αξιολόγησης καταλληλότητας και συμβατότητας και αφετέρου της απαίτησης προσδιορισμού της αγοράς-στόχου. Οι υποχρεώσεις αυτές, αν και έχουν διαφορετικές λειτουργίες και χαρακτηριστικά, συμπίπτουν σε αρκετά σημεία και αλληλοσυμπληρώνονται.

¹⁵ Βλ. Αναλυτικότερα ESMA, Opinion on MiFID practices for firms selling complex products, 07 February 2014, σελ. 5 επ

¹⁶ Βλ. αιτιολογική σκέψη 71 της Οδηγίας MiFID II.

A. Έλεγχος Καταλληλότητας

Ως έλεγχος καταλληλότητας (“suitability test”) νοείται η διαδικασία συλλογής πληροφοριών σχετικά με τον πελάτη, στην οποία προβαίνουν οι εταιρείες επενδύσεων, με σκοπό την επακόλουθη αξιολόγησή τους ώστε να διαπιστωθεί αν τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά εκάστοτε πελάτη ανταποκρίνονται με την προτεινόμενη σε αυτόν κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων¹⁷ ή επενδυτικών υπηρεσιών. Ο έλεγχος καταλληλότητας γίνεται πάντα σε συνάρτηση με το πρόσωπο του επενδυτή και με το αντικείμενο της επένδυσης.

Πιο συγκεκριμένα, όταν οι εταιρείες επενδύσεων παρέχουν επενδυτικές συμβουλές¹⁸ ή προβαίνουν σε διαχείριση χαρτοφυλακίου¹⁹ υποχρεούνται, να συστήνουν στον πελάτη τους²⁰ τις συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για αυτόν. Για να το επιτύχουν αυτό, πρέπει, πριν τη σύναψη οποιασδήποτε συναλλαγής, να έχουν κατανοήσει πλήρως το ατομικό προφίλ, τους στόχους και τις ανάγκες εκάστοτε πελάτη του. Για τον λόγο αυτό, έχει θεσπιστεί ως αναγκαίο προστάδιο ο έλεγχος καταλληλότητας, ήτοι η άντληση πληροφοριών από τους ίδιους τους πελάτες και η αξιολόγησή τους.

Η υποχρέωση των εταιρειών επενδύσεων για διεξαγωγή ελέγχου καταλληλότητας προβλέπεται, αρχικά, στην παράγραφο 2 του άρθρου 25 της Οδηγίας MiFID II και εξειδικεύεται από τις διατάξεις των άρθρων 54 επ. του κατ’ εξουσιοδότηση Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565.

Σκοπός αυτού του ελέγχου είναι να διαπιστωθεί με όσο το δυνατόν μεγαλύτερη ασφάλεια αφενός η καταλληλότητα της αγοράς, της διατήρησης ή της πώλησης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου για συγκεκριμένο πελάτη και αφετέρου η καταλληλότητα της παρεχόμενης στον πελάτη επενδυτικής υπηρεσίας.²¹ Συγκεκριμένα, μέσω της αξιολόγησης καταλληλότητα, θα πρέπει οι επιχειρήσεις επενδύσεων να μπορούν να εξακριβώσουν αν η προτεινόμενη επενδυτική συναλλαγή πληροί τους επενδυτικούς στόχους του συγκεκριμένου πελάτη, αν ο πελάτης δύναται από οικονομικής άποψης να φέρει το βάρος κάθε επενδυτικού κινδύνου που σχετίζεται με αυτούς τους επενδυτικούς στόχους καθώς και αν διαθέτει την απαιτούμενη πείρα και γνώσεις ώστε να είναι σε θέση να κατανοεί τους κινδύνους που συνεπάγεται αυτή συναλλαγή.²²

Ο επενδυτής, όταν συνάπτει σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών με μία εταιρεία επενδύσεων, βασίζεται, κατά κανόνα, στην εμπιστοσύνη που έχει προς τη συγκεκριμένη εταιρεία και πρέπει να έχει τη βεβαιότητα ότι η εταιρεία επενδύσεων έχει κατανοήσει τα

¹⁷ Σύμφωνα με το άρθρ. 25 παρ. 2 εδ. β’ της Οδηγίας MiFID II, σε περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων παρέχει επενδυτικές συμβουλές, στο πλαίσιο των οποίων συστήνει πακέτο υπηρεσιών ή προϊόντων, το συνολικό πακέτο θα πρέπει να είναι κατάλληλο για τον πελάτη

¹⁸ Η παροχή επενδυτικών συμβουλών κατέστη επενδυτική υπηρεσία με την Οδηγία 2004/39 και συνίσταται στην παροχή προσωπικών συστάσεων σε πελάτη, είτε κατόπιν αίτησής του είτε με πρωτοβουλία της εταιρείας επενδύσεων σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα. Αντικείμενο της σύστασης είναι, κατά κανόνα, η αγορά, πώληση, εγγραφή, ανταλλαγή, εξαγορά, διακράτηση ή αναδοχή συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου.

¹⁹ Ως διαχείριση χαρτοφυλακίου ορίζεται στο άρθρ. 4 στοιχ. 8 ν. 4514/2018 η διαχείριση, με εντολή του πελάτη και υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας για κάθε πελάτη, χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Με άλλα λόγια, αντικείμενο της είναι η παραγωγική διαχείριση και διοίκηση μιας ομάδας περιουσιακών στοιχείων του επενδυτή.

²⁰ Όπου χρησιμοποιείται ο όρος «πελάτης» εννοείται τόσο ο ήδη υφιστάμενος πελάτης των εταιρειών επενδύσεων όσο και ο δυνητικός πελάτης, δηλαδή, ο επενδυτής που βρίσκεται συνδέεται με προσυναλλακτική σχέση με την εταιρεία επενδύσεων.

²¹ Βλ. Εγκύκλιο 50/14.12.2012 ΕΚ.

²² Βλ. άρθρ. 54 παρ. 2 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565.

ατομικά χαρακτηριστικά του, τους στόχους και τις ανάγκες του ώστε να του συστήσει τα κατάλληλα επενδυτικά προϊόντα. Για την προστασία, λοιπόν, του επενδυτή έχει θεσπιστεί η υποχρέωση των εταιρειών επενδύσεων να διενεργούν έλεγχο καταλληλότητας πριν από τη σύναψη κάθε τέτοιου είδους επενδυτικής συναλλαγής. Μάλιστα, στην περίπτωση του ελέγχου καταλληλότητας στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η επιχείρηση επενδύσεων πρέπει να αξιολογεί την καταλληλότητα των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του πελάτη σε συνάρτηση με κάθε τύπο χρηματοπιστωτικού μέσου που ενδέχεται να συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο του καθώς και τους κινδύνους που ενέχει κάθε προτεινόμενη επενδυτική συναλλαγή ξεχωριστά. Ταυτόχρονα, όμως, καλείται η επιχείρηση να εξετάζει το χαρτοφυλάκιο ως σύνολο και να διασφαλίζει τον κατάλληλο για τον συγκεκριμένο πελάτη βαθμό διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου του, λαμβάνοντας υπόψη την έκθεση του χαρτοφυλακίου του σε χρηματοπιστωτικούς κινδύνους.²³

Επιπρόσθετα, στην περίπτωση διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ο επενδυτής βασίζεται στις επιλογές της εταιρείας επενδύσεων, η οποία δεν επικοινωνεί συνήθως μαζί του κάθε φορά που επενδύει για λογαριασμό του, με αποτέλεσμα να είναι σημαντικό να έχει προβεί προηγουμένως σε έλεγχο καταλληλότητας και να διαθέτει επαρκείς και ουσιώδεις πληροφορίες για εκείνον, ώστε να είναι σε θέση να του παρέχει την καλύτερη και όσο το δυνατόν πιο εξατομικευμένη επενδυτική υπηρεσία. Άλλωστε, σύμφωνα με την σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου, το πρόβλημα της άριστης επιλογής χρηματοοικονομικών τοποθετήσεων επιβάλλει την ύπαρξη συναρτησιακής σχέσης μεταξύ των προσδοκώμενων αποδόσεων και του βαθμού κινδύνου που απορρέει από ένα επαρκώς διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο τίτλων, η εύρεση της οποίας διευκολύνεται σημαντικά μέσω του ελέγχου καταλληλότητας.²⁴

Η «θεωρία της καταλληλότητας» προήλθε από την αμερικανική νομολογία και στόχευε να καταστείλει την ιδιαιτέρως διαδεδομένη στις ΗΠΑ πρακτική προώθησης επενδυτικών προϊόντων μέσω τηλεφωνικών κλήσεων σε τυχαία πρόσωπα με βάση καταλόγους διαφόρων επαγγελματικών κατηγοριών. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οι επενδυτικές εταιρείες είναι υποχρεωμένες να υποδεικνύουν στον πελάτη τους εκείνη την επενδυτική συμπεριφορά η οποία, με βάση τα προσωπικά χαρακτηριστικά, όπως αυτά έχουν αξιολογηθεί και κατηγοριοποιηθεί από τον ίδιο τον σύμβουλο, συνάδουν με το λεγόμενο επενδυτικό του προφίλ, δεν εκφεύγουν, δηλαδή, του συνήθους βαθμού επικινδυνότητας, τον οποίο ο ίδιος φαίνεται διατεθειμένος να αναλάβει. Προσωπικά χαρακτηριστικά κρίσιμα για τον προσδιορισμό του προφίλ του επενδυτή θεωρήθηκαν το μορφωτικό του επίπεδο, η γενικότερη επενδυτική του εμπειρία, η εξοικείωσή του με τα ειδικότερα αντικείμενα της προτεινόμενης επένδυσης, οι επενδυτικοί του στόχοι, η σύνθεση του χαρτοφυλακίου του.²⁵

Ο έλεγχος καταλληλότητας θεσπίστηκε, για πρώτη φορά, με την Οδηγία MiFID I στην παράγραφο 4 του άρθρου 25 αφορούσε και τότε τις υπηρεσίες επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Το προηγούμενο καθεστώς, όπως ειπώθηκε και στην εισαγωγή, διαφέρει από το ισχύον σήμερα ως προς το εύρος και το είδος των πληροφοριών που καλούνται οι εταιρείες επενδύσεων να συλλέξουν από τους επενδυτές. Η Οδηγία MiFID I αναφερόταν μόνο σε πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις, την πείρα, την χρηματοοικονομική κατάσταση και τους

²³ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 80-81.

²⁴ Βλ. Απ. Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή στο Δίκαιο των Επενδυτικών Υπηρεσιών, Σάκκουλας, 2007, σελ. 240.

²⁵ Βλ. Αυγητίδης Δ., Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 139.

επενδυτικούς στόχους του πελάτη. Αντίθετα, ο ενωσιακός νομοθέτης προσέθεσε στην Οδηγία MiFID II δύο ακόμα στοιχεία, το επίπεδο ανοχής κινδύνου του πελάτη και τη δυνατότητα του να υποστεί ζημιές, τα οποία κρίθηκαν αναγκαία για τη συγκρότηση ενός ολοκληρωμένου επενδυτικού προφίλ για έκαστο πελάτη. Τα στοιχεία αυτά, όπως δηλώνεται ρητώς και στις παραγράφους 12 και επόμενες στο έγγραφο διαβούλευσης που δημοσίευσε η ESMA (35-43-748) τον Ιούλιο του 2017 πριν την έκδοση των κατευθυντηρίων γραμμών της, αποτελούν ενσωμάτωση και αξιοποίηση των σύγχρονων ευρημάτων της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Οι παράμετροι της ανοχής ρίσκου και ζημιών είναι δυσχερώς προσδιορίσιμες και μετρήσιμες, με αποτέλεσμα, η προσθήκη αξιολόγησης τους κατά τον έλεγχο καταλληλότητας να επιτάσσει και την αναπροσαρμογή των εργαλείων που έχουν στη διάθεσή τους οι εταιρείες επενδύσεων (βλ. κατωτέρω).

Σε περίπτωση που η εταιρεία επενδύσεων, κατόπιν κριτικής αξιολόγησης των πληροφοριών που έλαβε από συγκεκριμένο πελάτη, συμπεράνει ότι καμία από τις προσφερόμενες υπηρεσίες ή κανένα από τα χρηματοπιστωτικά μέσα που διαχειρίζεται δεν είναι κατάλληλα για τον εν λόγω πελάτη οφείλει να μην συνάψει επενδυτικές υπηρεσίες και να μην πραγματοποιήσει καμία συναλλαγή μαζί του²⁶.

Τέλος, η παράγραφος 8 του άρθρου 54 του Κανονισμού 2017/565 προβλέπει ότι αν η εταιρεία επενδύσεων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή κατά τη διαχείριση χαρτοφυλακίου δεν λαμβάνει τις πληροφορίες που απαιτούνται για να εκτιμήσει την καταλληλότητα, υποχρεούται να απέχει από την κατάρτιση συναλλαγών με το συγκεκριμένο πελάτη. Δικαιολογητικός λόγος της υποχρέωσης αποχής είναι ότι χωρίς την παροχή ουσιωδών πληροφοριών για τον πελάτη, η εταιρεία δεν είναι σε θέση να επιτύχει τον επιβαλλόμενο εκ του νόμου βαθμό εξατομίκευσης των παρεχόμενων υπηρεσιών της. Ωστόσο, η εν λόγω ρύθμιση θεωρείται ιδιαίτερος αυστηρή και στη θεωρία προτείνεται μια συσταλτική ερμηνεία της ώστε να μην εφαρμόζεται η υποχρέωση μη κατάρτισης στην περίπτωση που οι μη ληφθείσες πληροφορίες είναι ελάχιστος σημασίας και ο πελάτης επιθυμεί την παροχή της συγκεκριμένης επενδυτικής υπηρεσίας.²⁷

Είδος και εύρος αντλούμενων πληροφοριών

Οι πληροφορίες που οι εταιρείες επενδύσεων καλούνται, κατά τον έλεγχο καταλληλότητας, να συλλέξουν και να αξιολογήσουν σωρευτικά και συνδυαστικά αφορούν:

α) τη γνώση του πελάτη για τον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, το εκπαιδευτικό του επίπεδο, το επάγγελμα και το επίπεδο κατανόησης του πελάτη αναφορικά με την πολυπλοκότητα του προτεινόμενου επενδυτικού προϊόντος και των κινδύνων που αυτό συνεπάγεται,

β) την εμπειρία του πελάτη, τυχόν εξοικείωση του με ορισμένα είδη προϊόντων και υπηρεσιών καθώς και πληροφορίες σχετικά με προγενέστερες συναλλαγές που έχει συνάψει με παρόμοια χρηματοπιστωτικά προϊόντα μέσω παρεμφερών επενδυτικών υπηρεσιών.

²⁶ Άρθρ. 54 παρ. 10 του Κανονισμού 2017/565.

²⁷ Βλ. Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2η έκδοση, 2021, σελ. 525.

γ) τη χρηματοοικονομική κατάσταση του πελάτη²⁸, συμπεριλαμβανομένης της δυνατότητας του να υποστεί ζημίες, ήτοι το επίπεδο απώλειας το οποίο είναι διατεθειμένος να αποδεχθεί ο πελάτης στη διάρκεια μιας δεδομένης περιόδου. Συγκεκριμένα, οι εταιρείες καλούνται, αρχικά, να συλλέξουν πληροφορίες αναφορικά την προέλευση και το ύψος των τακτικών αποδοχών του, το σύνολο των περιουσιακών του στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των ρευστών διαθεσίμων, των ακινήτων του και των επενδύσεων που διακρατεί καθώς και τις τακτικές και εκκρεμείς οικονομικές του υποχρεώσεις, όπως οι δόσεις αποπληρωμής ενός δανείου ή άλλες οφειλές οι οποίες ενδέχεται να έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην αξιολόγηση της ικανότητας του πελάτη να αναλάβει οποιονδήποτε συνδεδεμένο με την επένδυση κίνδυνο ή απώλεια.²⁹ Στη συνέχεια, πρέπει να εξετάσουν την επάρκεια των περιουσιακών μέσων που διαθέτει ο πελάτης σε συνάρτηση με την συνιστώμενη επενδυτική υπηρεσία ή προϊόν, έτσι ώστε να μην αλλοιώνεται ουσιωδώς και πέραν των προσδοκιών του πελάτη η χρηματοοικονομική του κατάσταση και, παράλληλα, τυχόν δυσμενείς συγκυρίες, όπως χρηματοοικονομικές κρίσεις, να μη θέτουν σε διακινδύνευση την επιβίωση του ίδιου και της οικογένειάς του.³⁰

δ) τους επενδυτικούς του στόχους.³¹ Ειδικότερα, πρέπει να συγκεντρώνονται πληροφορίες σχετικά το χρονικό διάστημα για το οποίο ο επενδυτής επιθυμεί να διατηρήσει την επένδυση, για τους σκοπούς για τους οποίους διενεργεί την συγκεκριμένη επένδυση, την ένταση της ροπής του προς ανάληψη κινδύνου και εν γένει για το επενδυτικό του προφίλ.³² Από τις πληροφορίες αυτές οριοθετείται το επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένος ο εκάστοτε επενδυτής να αναλάβει, σε συνάρτηση και με άλλους παράγοντες, όπως το φύλο, η ηλικία, η επαγγελματική και οικογενειακή κατάστασή του.

Σπουδαίο ρόλο στην αξιολόγηση της καταλληλότητας παίζει και η κατηγοριοποίηση των υποψήφιων επενδυτών. Ο έλεγχος καταλληλότητας διενεργείται τόσο στους ιδιώτες πελάτες³³ όσο και στους επαγγελματίες³⁴ και τους επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους³⁵, με μόνη διαφορά

²⁸ Η εκτίμηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης του εκάστοτε επενδυτή ικανοποιεί επικουρικά και το συμφέρον της εταιρείας επένδυσης διότι, βάσει αυτής, μπορεί να αποφύγει τη σύναψη επενδυτικών συναλλαγών με αφερέγγυους δυνητικούς επενδυτές.

²⁹ Άρθρ. 54 παρ. 4 Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565.

³⁰ Βλ. Απ. Καραγκουνίδης, *ό.π.*, σελ. 519.

³¹ Κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή τη διαχείριση χαρτοφυλακίου, πρέπει να προστατεύεται περισσότερο ένας ιδιώτης επενδυτής που συμμετέχει στην κεφαλαιαγορά με ασφαλείς τοποθετήσεις του κεφαλαίου του με σκοπό είτε την επαύξηση των τακτικών εισοδημάτων τους, είτε την αποταμίευση, είτε την επαύξηση της περιουσίας τους μέσω των αποδόσεων, σε σχέση με έναν επενδυτή που στοχεύει σε συστηματική αναζήτηση κέρδους. Βλ. Αυγητίδης Δ. σε Αλεξανδρίδου Ε., *Δίκαιο προστασίας του καταναλωτή: Ελληνικό-Ενωσιακό*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2015, σελ. 873-874.

³² Άρθρ. 54 παρ. 5 Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565.

³³ Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι πελάτες που δεν μπορούν να ενταχθούν στις κατηγορίες των επαγγελματιών και των επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων, σύμφωνα με τα κατωτέρω. Θεωρούνται πιο ευάλωτοι στους κινδύνους της κεφαλαιαγοράς και, για τον λόγο αυτό, απολαμβάνουν μεγαλύτερη προστασία.

³⁴ Η έννοια του επαγγελματία πελάτη ορίζεται στο Παράρτημα II της Οδηγίας MiFID II. Πρόκειται για τους πελάτες που διαθέτουν την απαιτούμενη πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να είναι σε θέση να εκτιμούν τους κινδύνους στους οποίους εκτίθενται και να λαμβάνουν τις δικές τους επενδυτικές αποφάσεις. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται, μεταξύ άλλων, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι επιχειρήσεις επενδύσεων, οι διεθνείς οργανισμοί και οι μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν τα κριτήρια μεγέθους που θέτει η Οδηγία MiFID II. Οι επαγγελματίες πελάτες τυγχάνουν μικρότερου βαθμού προστασίας, όμως, τους δίνεται η δυνατότητα να ζητήσουν να αντιμετωπιστούν αναφορικά με συγκεκριμένη συναλλαγή ως μη επαγγελματίες και, εφόσον συμφωνήσουν με την εταιρεία επενδύσεων, μπορούν να απολαύσουν μεγαλύτερη προστασία και να αυξηθούν, αντίστοιχα, οι υποχρεώσεις της εταιρείας απέναντί τους.

³⁵ Οι συναλλαγές με επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους προβλέπονται στο άρθρο 30 της Οδηγίας MiFID II. Πρόκειται για ειδική υποκατηγορία επαγγελματιών επενδυτών στην οποία υπάγονται όσοι επενδυτές το επιθυμούν και το

ότι για τις δύο τελευταίες κατηγορίες επενδυτών απαιτείται μικρότερος βαθμός ελέγχου. Μάλιστα, το άρθρο 54 παρ. 3 του Κανονισμού 2017/565 εισάγονται ορισμένα τεκμήρια ως προς τη γνώση, την εμπειρία και την οικονομική δυνατότητα του πελάτη. Πιο συγκεκριμένα, ο επαγγελματίας πελάτης θεωρείται ότι διαθέτει την απαιτούμενη εμπειρία και γνώση για τα προϊόντα, τις συναλλαγές και τις υπηρεσίες για τις οποίες έχει ορθώς ενταχθεί στην κατηγορία αυτή και, αντιστοίχως, ο επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος θεωρείται ότι έχει την οικονομική δυνατότητα να φέρει το βάρος κάθε κινδύνου που ανακύπτει από τους επενδυτικούς του στόχους. Υπό το πρίσμα αυτό, γίνεται σαφές ότι επιτρέπεται οι εταιρείες επενδύσεων, κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε επαγγελματία πελάτη, να θεωρήσουν ως δεδομένο ότι ο εν λόγω πελάτης είναι από οικονομικής άποψης σε θέση να αναλάβει κάθε σχετικό επενδυτικό κίνδυνο που είναι ανάλογος με τις επενδυτικές του επιδιώξεις, χωρίς να υποχρεούνται να αναζητήσουν πληροφορίες σχετικά με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά του εν λόγω πελάτη. Ωστόσο, τέτοιες πληροφορίες πρέπει να συλλέγονται, όταν το απαιτούν τυχόν ειδικότεροι επενδυτικοί στόχοι του. Για παράδειγμα, εάν ο επαγγελματίας πελάτης επιδιώκει να αντισταθμίσει έναν κίνδυνο, η επιχείρηση θα πρέπει να διαθέτει αναλυτικές πληροφορίες σχετικά με τον συγκεκριμένο κίνδυνο, ώστε να μπορεί να προτείνει ένα αποτελεσματικό χρηματοπιστωτικό μέσο για αντιστάθμιση του κινδύνου. Επισημαίνεται ότι οι παραδοχές αυτές αφορούν μόνο τους επαγγελματίες εξ ορισμού πελάτες και δεν ισχύουν για τους ιδιώτες πελάτες που εντάχθηκαν στην κατηγορία του επαγγελματία ύστερα από αίτησή τους.³⁶

Επιπλέον, προβλέπεται ότι οι εταιρείες επενδύσεων λαμβάνουν από τους πελάτες τους μόνο τις αναγκαίες³⁷ και επαρκείς για την εκάστοτε συναλλαγή πληροφορίες ώστε να περιορίζονται όσο το δυνατόν η επιβάρυνση των εταιρειών επενδύσεων και, ταυτόχρονα, να προστατεύεται η ιδιωτικότητα των επενδυτών.³⁸ Το εύρος των πληροφοριών που πρέπει να συλλέγονται καθορίζεται από την εκάστοτε εταιρεία επενδύσεων σύμφωνα με την αρχή της αναλογικότητας και εξαρτάται από τους εξής παράγοντες³⁹:

α) τα χαρακτηριστικά του τύπου του επενδυτικού προϊόντος που συστήνεται. Όσο πιο σύνθετο θεωρείται ένα προϊόν τόσο υψηλότερη είναι η απαιτούμενη ροή πληροφοριών από και προς τον ενδιαφερόμενο πελάτη. Για παράδειγμα, όταν συστήνουν πολύπλοκα ή υψηλού κινδύνου χρηματοπιστωτικά μέσα⁴⁰, οι εταιρείες επενδύσεων υποχρεούνται να συλλέξουν σχετικά με τον

δηλώνουν ρητώς είτε με μορφή γενικής συμφωνίας με την εταιρεία επενδύσεων είτε για κάθε μεμονωμένη συναλλαγή.

³⁶ Βλ. Αυγητίδης, ό.π. σελ. 141 και ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 40-41. Η έννοια των πελατών που αντιμετωπίζονται ως επαγγελματίες χωρίς να έχουν τις τυπικές ιδιότητες που απαιτούνται για την ένταξη τους στην κατηγορία αυτή προσδιορίζεται στο Παράρτημα II της Οδηγίας MiFID II. Προϋποτίθεται σχετική αίτησή τους για κατάταξη στην κατηγορία των επαγγελματιών και πλήρωση δύο από τα ακόλουθα κριτήρια: α) πραγματοποίηση 10 συναλλαγών επαρκούς όγκου ανά τρίμηνο, κατά τα τέσσερα τελευταία τρίμηνα, β) αξία χαρτοφυλακίου άνω των πεντακοσίων χιλιάδων ευρώ, γ) προϋπηρεσία τουλάχιστον ενός έτους στο χρηματοπιστωτικό τομέα.

³⁷ Ως «αναγκαίες» πληροφορίες προσδιορίζονται από την ESMA στις κατευθυντήριες γραμμές της ό.π., παρ. 29 και 33, εκείνες που οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να συλλέγουν προκειμένου να συμμορφωθούν προς της απαιτήσεις καταλληλότητας της MIFID II. Ως κριτήριο προσδιορισμού των αναγκαίων πληροφοριών προτείνεται ο δυνητικός αντίκτυπος που θα έχει οποιαδήποτε σημαντική αλλαγή των πληροφοριών αυτών στην αξιολόγηση της καταλληλότητας που διεξάγουν οι επιχειρήσεις.

³⁸ Βλ. Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 524.

³⁹ Βλ. άρθρ. 54 παρ. 2 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565, Εγκύκλιο 50/14.12.2012 ΕΚ και ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 34-43.

⁴⁰ Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της ESMA, ό.π., εναπόκειται σε κάθε εταιρεία επενδύσεων να καθορίζει εκ των προτέρων το επίπεδο κινδύνου των χρηματοπιστωτικών μέσων που προσφέρει στους επενδυτές λαμβάνο-

πελάτη αναλυτικότερες πληροφορίες από εκείνες που θα συνέλεγαν εάν επρόκειτο για λιγότερο πολύπλοκα ή υψηλού κινδύνου μέσα και να αξιολογήσουν πιο αυστηρά τη γνώση και την πείρα του πελάτη, συμπεριλαμβανομένης, για παράδειγμα, της ικανότητάς του να κατανοεί τους μηχανισμούς που καθιστούν το επενδυτικό προϊόν «πολύπλοκο», της διάρκειας των συναλλαγών με τα εν λόγω προϊόντα, κ.λπ. Αντιστοίχως, για συναλλαγές με μη ευχερώς ρευστοποιήσιμα χρηματοπιστωτικά μέσα, οι αναγκαίες πληροφορίες που πρέπει να συλλέγονται θα περιλαμβάνουν προφανώς πληροφορίες σχετικά με το χρονικό διάστημα κατά το οποίο ο πελάτης επιθυμεί να διακρατήσει την εν λόγω επένδυση.

β) το είδος της συναλλαγής που πρόκειται να συνάψει η εταιρεία επενδύσεων για λογαριασμό του πελάτη της και τη φύση της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας. Συγκεκριμένα, κατά την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, με δεδομένο ότι καλείται η εταιρεία επενδύσεων να λάβει επενδυτικές αποφάσεις για λογαριασμό του πελάτη, το επίπεδο γνώσης και πείρας που απαιτείται από τον πελάτη σχετικά με όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που ενδέχεται να συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο μπορεί να είναι λιγότερο λεπτομερές και αναλυτικό σε σχέση με το επίπεδο που πρέπει να συλλέγεται κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών. Παρ' όλα αυτά, ακόμη και σε αυτές τις περιπτώσεις, ο πελάτης θα πρέπει να κατανοεί τουλάχιστον τους συνολικούς κινδύνους του χαρτοφυλακίου και να διαθέτει γενική κατανόηση των κινδύνων που συνδέονται με κάθε τύπο χρηματοπιστωτικού μέσου που πιθανότατα συμπεριλαμβάνεται σε αυτό.

γ) το εύρος της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας. Παραδείγματος χάριν, για τους πελάτες οι οποίοι ζητούν επενδυτικές συμβουλές που αφορούν ολόκληρο το χρηματοοικονομικό τους χαρτοφυλάκιο, οι επιχειρήσεις επενδύσεων υποχρεούνται να συλλέξουν περισσότερες και λεπτομερέστερες πληροφορίες παρά για τους πελάτες που ζητούν συγκεκριμένες συμβουλές σχετικά με το πώς να επενδύσουν ένα δεδομένο χρηματικό ποσό, το οποίο αντιπροσωπεύει σχετικά μικρό τμήμα του τους χαρτοφυλακίου.

δ) τη φύση και τις ad hoc ανάγκες του πελάτη. Κατά τον καθορισμό της έκτασης των πληροφοριών που πρόκειται να συγκεντρωθούν, οι επιχειρήσεις επενδύσεων θα πρέπει να ζητούν αναλυτικότερες πληροφορίες για δυνητικά ευάλωτους πελάτες, όπως τους μεγαλύτερης ηλικίας ή για πελάτες που δεν διαθέτουν επενδυτική πείρα, οι οποίοι ζητούν για πρώτη φορά την παροχή ανάλογου είδους επενδυτικών υπηρεσιών όπως και για τους πελάτες με πολλαπλούς ή/και μακροπρόθεσμους στόχους σε αντίθεση με όσους επιδιώκουν μια βραχυπρόθεσμη και ασφαλή επένδυση.

Ως προς την έκταση των πληροφοριών, οι επιχειρήσεις επενδύσεων έχουν την ευχέρεια να ζητούν από τους ήδη υφιστάμενους πελάτες τους λιγότερες πληροφορίες, αφού ήδη έχουν αντλήσει και αρχειοθετήσει πληροφορίες σχετικά με αυτούς, σε σύγκριση με αυτές πρέπει να αιτηθούν και να λάβουν τους νέους δυνητικούς πελάτες. Άλλωστε, στην περίπτωση προηγούμενης μακροχρόνιας συνεργασίας με συγκεκριμένους επενδυτές, επιτρέπεται οι εταιρείες επενδύσεων να ζητούν λιγότερες πληροφορίες αφού τεκμαίρεται ότι έχουν ήδη διαπιστώσει την επενδυτική τους εμπειρία και συμπεριφορά.

ντας υπόψη, όπου υπάρχουν, ενδεχόμενες κατευθυντήριες γραμμές οι οποίες εκδίδονται από αρμόδιες αρχές που εποπτεύουν την επιχείρηση.

Επισημαίνεται ότι στις αναγκαίες πληροφορίες που καλούνται να συλλέξουν οι επιχειρήσεις επενδύσεων είναι πιθανόν να συγκαταλέγονται και διάφορα επιπλέον στοιχεία εκτός από αυτά που προβλέπονται στην ρητώς στη MiFID II και στον κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό 2017/565, τα οποία, όμως, ενδέχεται να επηρεάσουν τον έλεγχο καταλληλότητας που διεξάγουν οι επιχειρήσεις, διευκολύνοντας ή συμβάλλοντας ουσιαστικά, για παράδειγμα, στην ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης ή των επενδυτικών στόχων του πελάτη. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές που έχει εκδώσει η ESMA, προτείνεται να συλλέγουν οι εταιρείες, εφόσον το κρίνουν αναγκαίο, πληροφορίες σχετικά με:

- την ηλικία του πελάτη η οποία συνδέεται άρρηκτα με τον επενδυτικό ορίζοντα και τους επενδυτικούς του στόχους,
- την οικογενειακή του κατάσταση, η οποία επιδρά, κατά κανόνα, στην χρηματοοικονομική του κατάσταση. Για παράδειγμα αυξάνονται οι τακτικές οικονομικές υποχρεώσεις ενός επενδυτή ανάλογα με τον αριθμό και την ηλικία των παιδιών που έχει, καθώς και
- την εργασιακή του κατάσταση. Ειδικότερα, τον βαθμό εργασιακής του ασφάλειας ή το γεγονός ότι ο πελάτης πλησιάζει την ηλικία συνταξιοδότησής του έχουν επιπτώσεις τόσο στην χρηματοοικονομική του κατάσταση όσο και στους επενδυτικούς του στόχους.⁴¹

Σε κάθε περίπτωση, η έκτασή των πληροφοριών που συγκεντρώνεται πρέπει να είναι τέτοια που να παρέχει στις εταιρείες επενδύσεων τη δυνατότητα να κατανοούν τα βασικά χαρακτηριστικά του πελάτη και να συνάγουν εύλογα το συμπέρασμα ότι η σκοπούμενη επενδυτική συναλλαγή είναι κατάλληλη για τον συγκεκριμένο πελάτη.

Τέλος, ειδική περίπτωση αποτελεί η διενέργεια ελέγχου καταλληλότητας από μια επιχείρηση επενδύσεων σε πελάτη που είναι νομικό πρόσωπο ή ομάδα αποτελούμενη από δύο τουλάχιστον φυσικά πρόσωπα-επενδυτές ή όταν ο πελάτης, όπως για παράδειγμα, ο ανήλικος ή ένα άτομο ανάκανο για δικαιοπραξία, εκπροσωπείται εκ του νόμου από ένα άλλο φυσικό πρόσωπο. Οι εταιρείες οφείλουν να καθορίζουν εκ των προτέρων τους κανόνες, τη διαδικασία και τα κριτήρια που θα εφαρμόζονται κατά τον έλεγχο καταλληλότητας σε τέτοιου είδους περιπτώσεις και, μάλιστα, να ενημερώνουν τους πελάτες τους εγκαίρως σχετικά με το ποιος θα πρέπει να υποβληθεί στην αξιολόγηση καταλληλότητας. Πιο συγκεκριμένα, στην αξιολόγηση καταλληλότητας υπόκειται, κατά κανόνα, ο νόμιμος εκπρόσωπος του νομικού προσώπου και του φυσικού προσώπου, στις περιπτώσεις που ο νόμος απαιτεί την εκπροσώπησή τους στην συναλλαγή που πρόκειται να συναφθεί από τρίτο φυσικό πρόσωπο, ενώ στην περίπτωση της ομάδας άνω των δύο φυσικών προσώπων οι εταιρείες επενδύσεων έχουν την ευχέρεια είτε να καλέσουν την ίδια την ομάδα να διορίσει εγγράφως εκπρόσωπο είτε να συλλέξουν πληροφορίες και να ελέγξουν την καταλληλότητα για κάθε μεμονωμένο μέλος της ομάδας- πελάτη ξεχωριστά.⁴²

⁴¹ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 27.

⁴² Βλ. άρθρ. 25 παρ. 2 της Οδηγίας MiFID II, άρθρ. 54 παρ. 6 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565 και ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 58-68.

Αξιοπιστία των αντλούμενων πληροφοριών

Οι εταιρείες επενδύσεων ευθύνονται για την διασφάλιση της επάρκειας και της συνεκτικότητας των πληροφοριών που αφορούν τους πελάτες τους, τις οποίες οφείλουν να εξετάζουν ως σύνολο ώστε να είναι σε θέση να εντοπίζουν τυχόν αντιφάσεις⁴³ μεταξύ διαφορετικών πληροφοριών που συνέλεξαν και, σε μία τέτοια περίπτωση, να επικοινωνούν με τον πελάτη προκειμένου να επιλύουν τυχόν ουσιώδεις αναντιστοιχίες ή ανακρίβειες. Ωστόσο, δεν νοείται υποχρέωση τους να διασταυρώνουν και να ελέγχουν την ορθότητα των πληροφοριών που τους παρέχονται. Συνεπώς, δύναται οι εταιρείες επενδύσεων να βασισθούν στις πληροφορίες που αντλούν από τους ίδιους τους πελάτες τους και να θεωρήσουν ότι είναι αληθείς και ακριβείς, εκτός αν γνωρίζουν ή όφειλαν να γνωρίζουν ότι αυτές είναι εμφανώς ανακριβείς, παρωχημένες ή ελλιπείς.⁴⁴

Σε κάθε περίπτωση, υποχρεούνται βάσει του Κανονισμού 2017/565 να λαμβάνουν εύλογα μέτρα ώστε να εξακριβώνουν ότι οι πληροφορίες που συγκεντρώνουν είναι αξιόπιστες. Ειδικότερα, πρέπει να μεριμνούν ότι οι πελάτες κατανοούν τη σημασία παροχής ορθών και επικαιροποιημένων πληροφοριών καθώς και να εξασφαλίζουν αφενός ότι τα εργαλεία που χρησιμοποιούν κατά τη διαδικασία αξιολόγησης της καταλληλότητας (όπως ερωτηματολόγια, εργαλεία εκτίμησης της επικινδυνότητας, λογισμικά κατάρτισης προφίλ κινδύνου ή εργαλεία αξιολόγησης της γνώσης και της εμπειρίας των πελατών) είναι κατάλληλα σχεδιασμένα για χρήση με τους πελάτες τους⁴⁵ και αφετέρου ότι οι ερωτήσεις που τίθενται είναι κατανοητές στους πελάτες και ικανές να αποτυπώσουν με ακρίβεια τους στόχους και τις ανάγκες τους⁴⁶.

Επισημαίνεται ότι, κατά τον έλεγχο καταλληλότητας, οι εταιρείες επενδύσεων οφείλουν να αντισταθμίζουν τη αυτοαξιολόγηση που διενεργείται από τον ίδιο τον πελάτη κατά την παροχή πληροφοριών σχετικά με την γνώση, την πείρα και την οικονομική του κατάσταση μέσω της εισαγωγής αντικειμενικών κριτηρίων κατά την αξιολόγηση των πληροφοριών αυτών. Στην πράξη, οι εταιρείες μπορούν να απέχουν από την χορήγηση απλών ερωτηματολογίων προς συμπλήρωση στους πελάτες τους και να χρησιμοποιούν πρακτικά παραδείγματα καταστάσεων που ενδέχεται να ανακύψουν, τυχόν γραφήματα ή/και ορισμένα ευνοϊκά και αρνητικά σενάρια και μέσω αυτών να ελέγχουν την ικανότητα κατανόησης του κινδύνου εκάστοτε πελάτη.⁴⁷

⁴³ Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της ESMA, ό.π., παρ. 50, «παραδείγματα τέτοιων αντιφάσεων αποτελούν οι πελάτες που διαθέτουν λίγη γνώση ή πείρα και η στάση τους απέναντι στον κίνδυνο είναι επιθετική ή εκείνοι που έχουν συνετό προφίλ κινδύνου και φιλόδοξους επενδυτικούς στόχους».

⁴⁴ Άρθρ. 55 παρ. 3 του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/565.

⁴⁵ Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της ESMA, ό.π., παρ. 47-48, οι εταιρείες επενδύσεων πρέπει να διαθέτουν κατάλληλα συστήματα και διαδικασίες ελέγχου ώστε να εξασφαλίζεται ότι τα εργαλεία που χρησιμοποιούν κατά την αξιολόγηση των πληροφοριών που έχουν συλλέξει είναι κατάλληλα για τον επιδιωκόμενο σκοπό και παράγουν ικανοποιητικά αποτελέσματα. Ειδικότερα, το λογισμικό κατάρτισης προφίλ κινδύνου πρέπει να περιλαμβάνει ελέγχους της συνεκτικότητας των απαντήσεων που δίνουν οι πελάτες, ώστε να αναδεικνύονται τυχόν αντιφάσεις μεταξύ πιθανώς διαφορετικών πληροφοριών που συλλέχθηκαν. Αντιστοίχως, συστήνεται στις επιχειρήσεις επενδύσεων η χρήση παραδειγμάτων, γραφημάτων, συγκεκριμένων ποσοστών και αριθμητικών δεδομένων όταν ρωτούν τον πελάτη πώς θα αντιδρούσε σε περίπτωση μείωσης της αξίας του χαρτοφυλακίου του, ώστε να είναι σε θέση να κατανοήσουν καλύτερα την ανοχή κινδύνου των πελατών τους.

⁴⁶ Δεν πρέπει οι ερωτήσεις που θέτουν οι εταιρείες επενδύσεων να καθοδηγούν τον πελάτη σε ένα συγκεκριμένο είδος επένδυσης ούτε να προκρίνονται συγκεκριμένες απαντήσεις οι οποίες εξασφαλίζουν πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία δεν είναι κατάλληλα για αυτούς διότι δεν ανταποκρίνονται στις πραγματικές ανάγκες τους.

⁴⁷ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 46.

Υποχρεούνται, ακόμα να θεσπίσουν μηχανισμούς⁴⁸ μέσω των οποίων θα περιοριστούν οι κίνδυνου που ενέχει η τάση των πελατών να υπερεκτιμούν τη γνώση και την πείρα τους, για παράδειγμα συμπεριλαμβάνοντας ερωτήσεις που θα βοηθούν τις εταιρείες να αξιολογούν τη συνολική κατανόηση από τους πελάτες των χαρακτηριστικών και των κινδύνων των διαφόρων ειδών χρηματοπιστωτικών μέσων.⁴⁹

Σύμφωνα με την ESMA⁵⁰, πρέπει, επίσης, να δίνεται έμφαση στη μορφή και στη γλώσσα των ερωτηματολογίων που χρησιμοποιούν οι εταιρείες επενδύσεων, οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν τις απαντήσεις των επενδυτών. Η κατευθυντήρια οδηγία αυτή της ESMA αποτελεί απόδειξη της σαφούς επιρροής της MiFID II από τον χώρο της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής. Προτείνεται, συγκεκριμένα, τα ερωτηματολόγια που χρησιμοποιούν οι εταιρείες επενδύσεων να διακρίνονται από σαφήνεια, πληρότητα και ομοιομορφία (για παράδειγμα ως προς τη γραμματοσειρά και τη στοίχιση των απαντήσεων), ώστε να μην προκρίνονται συγκεκριμένες απαντήσεις και να αποφεύγεται η χειραγώγηση των επιλογών τους. Πρέπει, ακόμη, να αποφεύγεται η χρήση έντονα τεχνικής ορολογίας καθώς και παροχή στον πελάτη της δυνατότητας να επιλέξει την απάντηση «Δεν γνωρίζω/Δεν απαντώ», ώστε να περιοριστεί όσο το δυνατόν ο κίνδυνος παροχής εσφαλμένων ή ανακριβών απαντήσεων από τους πελάτες.

Επικαιροποίηση πληροφοριών

Με δεδομένο ότι οι εταιρείες επενδύσεων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή τη διαχείριση χαρτοφυλακίου συνδέονται, κατά κανόνα, με διαρκή σχέση με τον πελάτη, πρέπει να είναι σε θέση να αποδείξουν ότι διαθέτουν κατάλληλες πολιτικές και διαδικασίες για την επικαιροποίηση ανά τακτά χρονικά διαστήματα των πληροφοριών σχετικά με τους πελάτες τους προκειμένου να έχουν την δυνατότητα να εκπληρώσουν ορθώς την υποχρέωση τους για διεξαγωγή ελέγχου καταλληλότητας⁵¹. Για τον σκοπό αυτόν, οι εταιρείες επενδύσεων θα πρέπει να παροτρύνουν τους πελάτες να τις ενημερώνουν εγκαίρως όταν συμβαίνουν σημαντικές αλλαγές στις αρχικώς παρασχεθείσες πληροφορίες καθώς και να υιοθετούν και να εφαρμόζουν διαδικασίες που να καθορίζουν το μέρος των πληροφοριών, τη συχνότητα και τον τρόπο ενημέρωσής τους. Η συχνότητα της επικαιροποίησης μπορεί να διαφέρει ανάλογα με το προφίλ κινδύνου του πελάτη, σε συνάρτηση και με τον τύπο του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου. Για παράδειγμα, ένα προφίλ κινδύνου που παρέχει στον πελάτη πρόσβαση σε ένα ευρύτερο φάσμα προϊόντων υψηλότερου ρίσκου είναι ένα στοιχείο που ενδεχομένως απαιτεί συχνότερη επικαιροποίηση. Επίσης, υπάρχουν ορισμένα γεγονότα τα οποία ενδέχεται να ενεργοποιούν την απαίτηση άμεσης ενημέρωσης όπως, στην περίπτωση πελατών που φθάνουν σε συντάξιμη ηλικία. Ωστόσο, επειδή ανακύπτει ο κίνδυνος κάποιος επενδυτής να επιδιώκει

⁴⁸ Σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές της ESMA, ό.π., παρ. 51, υφίσταται ιδιαίτερη ανάγκη καθιέρωσης τέτοιου είδους μέτρων στην περίπτωση των «ρομποτικών συμβουλών», καθώς ο κίνδυνος υπερεκτίμησης εκ μέρους των πελατών είναι ενδεχομένως υψηλότερος όταν αυτοί παρέχουν πληροφορίες μέσω αυτοματοποιημένου (ή ημι-αυτοματοποιημένου) συστήματος, ιδίως όταν η αλληλεπίδραση μεταξύ των πελατών και των υπαλλήλων της επιχείρησης επενδύσεων είναι εξαιρετικά περιορισμένη ή δεν προβλέπεται καν.

⁴⁹ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 51.

⁵⁰ ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 25.

⁵¹ Η επικαιροποίηση μπορεί να διενεργείται κατά τις περιοδικές συναντήσεις με τους πελάτες είτε μέσω αποστολής τακτικά στους πελάτες ενός ερωτηματολογίου επικαιροποίησης.

συχνά την επικαιροποίηση του προφίλ του -παρότι δεν έχει επέλθει καμία μεταβολή- ώστε να εμφανίζεται ως κατάλληλος για συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν το οποίο σε διαφορετική περίπτωση θα ήταν ακατάλληλο για αυτόν, οι εταιρείες επενδύσεων θα μπορούσαν, για να αποφευχθεί μια πιθανή τέτοια καταστρατήγηση, να θεσπίσουν διαδικασίες επαλήθευσης πριν και μετά την πραγματοποίηση συναλλαγών, οι οποίες θα ελέγχουν τυχόν υπερβολικά συχνές ενημερώσεις του προφίλ του επενδυτή ή τυχόν επικαιροποίησή του σε σύντομο χρονικό διάστημα μετά την τελευταία τροποποίηση, ειδικά αν αυτή έλαβε χώρα ακριβώς πριν από τη συνιστώμενη επένδυση. Τέλος, σε περίπτωση που λόγω της επικαιροποίησης επήλθε αλλαγή στο προφίλ του επενδυτή, είτε αυξάνοντας το ρίσκο, με αποτέλεσμα ένα ευρύτερο σύνολο προϊόντων υψηλότερου ρίσκου και μεγαλύτερης πολυπλοκότητας είναι ενδεχομένως κατάλληλα για αυτόν ή, αντιστρόφως, καθιστώντας το πιο συντηρητικό, οπότε ενδεχομένως περιορίζεται το σύνολο των προϊόντων που είναι κατάλληλα για αυτόν, οι εταιρείες επενδύσεων υποχρεούνται να ενημερώνουν σχετικά τον πελάτη στην έκθεση περιοδικής επανεξέτασης καταλληλότητας (βλ. κατωτέρω).⁵²

Έκθεση καταλληλότητας και περιοδικές αξιολογήσεις καταλληλότητας

Οι εταιρείες επενδύσεων, πριν από την παροχή επενδυτικών συμβουλών και αφού ολοκληρώσουν την κατά τα ανωτέρω άντληση και εξέταση των πληροφοριών, υποβάλλουν υποχρεωτικά γραπτή έκθεση καταλληλότητας στους ιδιώτες πελάτες τους.⁵³ Η έκθεση καταλληλότητας παρέχεται στους επενδυτές, κατά κανόνα, σε σταθερό μέσο, υπό οποιαδήποτε μορφή επιλέξει η εταιρεία επενδύσεων⁵⁴, αρκεί να καθίσταται δυνατή η επιβεβαίωση ότι παρασχέθηκαν στον πελάτη οι πληροφορίες που ανέκυσαν από τον έλεγχο καταλληλότητας. Η έκθεση αυτή περιλαμβάνει σαφή περιγραφή της παρεχόμενης συμβουλής και αναλυτική τεκμηρίωση του τρόπου με τον οποίο η συμβουλή αυτή είναι κατάλληλη για τον συγκεκριμένο πελάτη στον οποίο απευθύνεται. Πιο συγκεκριμένα, περιγράφεται ο τρόπος με τον οποίο η συμβουλή ικανοποιεί τους στόχους του πελάτη, εμπίπτει στην επιδιωκόμενη από τον πελάτη επενδυτική διάρκεια και συνάδει με τη γνώση, την εμπειρία του και την ανοχή κινδύνου και ζημιών που τον χαρακτηρίζει. Στο σημείο 82 του Προοιμίου της MiFID II επισημαίνεται ότι θα πρέπει να υφίστανται επαρκείς εγγυήσεις ώστε να διασφαλίζεται ότι δεν θα προκύψει ζημία για τον πελάτη από ανακριβή ή με άδικο τρόπο παρουσίαση της προσωπικής σύστασης σε αυτήν.

Πρέπει, επίσης, στην έκθεση καταλληλότητας οι εταιρείες επενδύσεων να εφιστούν την προσοχή των πελατών σχετικά με το εάν ενδέχεται οι προτεινόμενες επενδυτικές υπηρεσίες ή τα χρηματοπιστωτικά μέσα να απαιτούν από τον ιδιώτη πελάτη να αναζητήσει μια περιοδική επανεξέταση των ρυθμίσεων τους.⁵⁵ Η περιοδική αξιολόγηση καταλληλότητας παρέχεται, μετά τη συναλλαγή, από την εταιρεία επενδύσεων εφόσον έχει προηγηθεί σχετική ενημέρωση του πελάτη ή υποχρεωτικά σε περίπτωση παροχής υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Πρόκειται ουσιαστικά για μια επικαιροποιημένη δήλωση σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο η

⁵² Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 52-57.

⁵³ Στο άρθρ. 25 παρ. 6, εδ. γ' αναφέρονται οι ειδικότερες προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται σε περίπτωση που η συναλλαγή έχει συναφθεί μέσω εξ αποστάσεως επικοινωνία και δεν είναι εφικτή η εκ των προτέρων παράδοση στον επενδυτή της έκθεσης καταλληλότητας.

⁵⁴ Συνήθως η έκθεση καταλληλότητας έχει τυποποιημένη μορφή ενώ είναι δυνατή και η παροχή της στους επενδυτές με ηλεκτρονικά μέσα, όπως για παράδειγμα, μέσω μηνύματος ηλεκτρονικού ταχυδρομείου.

⁵⁵ Άρθρ. 54 παρ. 12 του Κανονισμού 2017/565.

επένδυση εξακολουθεί ή όχι να ανταποκρίνεται στις προτιμήσεις, τους στόχους και άλλα χαρακτηριστικά του πελάτη, η οποία περιλαμβάνει κάθε είδους μεταβολές στις εμπλεκόμενες επενδυτικές υπηρεσίες ή μέσα και/ή στις συνθήκες του πελάτη και παρέχεται τουλάχιστον σε ετήσια βάση ή σε συντομότερο χρονικό διάστημα ανάλογα με το προφίλ του πελάτη ή το είδος των προσφερόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων.

B. Έλεγχος συμβατότητας

Για όλες τις υπόλοιπες επενδυτικές υπηρεσίες, εκτός της παροχής επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου προβλέπεται στην παράγραφο 3 του άρθρου 25 της Οδηγίας MiFID II, η υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας («appropriateness test»).

Πριν την εισαγωγή αυτής υποχρέωσης με την οδηγία MiFID I, υπήρχε έντονη αμφισβήτηση αναφορικά με την έκταση της υποχρέωσης των εταιρειών επενδύσεων να αντλούν πληροφορίες σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους των πελατών τους. Το ζήτημα είχε ανακύψει κυρίως αναφορικά με ριψοκίνδυνες συναλλαγές που πραγματοποιούσαν οι επενδυτές στο πλαίσιο συμβάσεων λήψης και κατάρτισης εντολών που είχαν συνάψει με εταιρείες επενδύσεων. Οι εποπτικές αρχές αλλά και τα διοικητικά δικαστήρια αντιλαμβάνονταν με ευρύτητα την υποχρέωση των εταιριών επενδύσεων να προειδοποιούν και γενικότερα να προστατεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών και απαιτούσαν την άντληση και αξιολόγηση τέτοιου είδους πληροφοριών από τους πελάτες τους. Αντίθετα, τα πολιτικά δικαστήρια ήταν ιδιαίτερα διστακτικά να δεχθούν υποχρέωση των εταιρειών επένδυσης να προειδοποιούν και να προστατεύουν τους πελάτες τους, ιδίως αν οι τελευταίοι ήταν έμπειροι και γνώστες των χρηματιστηριακών συναλλαγών.⁵⁶

Σύμφωνα με το ισχύον καθεστώς της Οδηγίας MiFID II, όταν οι επιχειρήσεις επενδύσεων παρέχουν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες, πλην της παροχής επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η υποχρέωση πληροφόρησης περιορίζεται τόσο κατά αντικείμενο όσο και κατά περιεχόμενο. Πιο συγκεκριμένα, οι εταιρείες επενδύσεων καλούνται να συλλέξουν από τους πελάτες τους πληροφορίες μόνο σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία που έχουν σχετικά με τη συγκεκριμένη επενδυτική υπηρεσία και το προσφερόμενο ή ζητούμενο επενδυτικό προϊόν. Με βάση αυτές τις πληροφορίες πρέπει να διενεργήσουν έλεγχο συμβατότητας, δηλαδή, να αξιολογήσουν εάν ο πελάτης κατανοεί τους κινδύνους που ενέχει το η σχεδιαζόμενη επενδυτική υπηρεσία ή το σχετικό επενδυτικό προϊόν και, ταυτόχρονα, να εκτιμήσουν κατά πόσο αυτή η υπηρεσία ή αυτό το προϊόν είναι κατάλληλη/ο για το πελάτη και συμβατή/ο με την πείρα και τις γνώσεις του.⁵⁷ Διαφέρει, συνεπώς, από τον έλεγχο καταλληλότητας διότι δεν είναι απαραίτητη η άντληση πληροφοριών σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική κατάσταση και την ανοχή κινδύνου και ζημίας του εκάστοτε πελάτη.

Σκοπός του ελέγχου συμβατότητας είναι να προστατευθούν όσοι επενδυτές δεν κατανοούν ή δεν έχουν επίγνωση των συνεπειών και των κινδύνων που απορρέουν από τη συναλλαγή που πρόκειται να συνάψουν, ειδικά στην περίπτωση που αυτή έχει ως αντικείμενο σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων καλούνται να ενημερώνουν τους πελάτες, με σαφή και κατανοητό τρόπο, ότι η αξιολόγηση της συμβατότητας διενεργείται προκειμένου να είναι σε θέση να ενεργούν για το βέλτιστο συμφέρον του πελάτη. Ο τρόπος με τον οποίο θα γίνεται η εν λόγω ενημέρωση των πελατών εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των επιχειρήσεων, με μόνο περιορισμό που τίθεται είναι η μορφή που τελικά επιλέγεται να

⁵⁶ Βλ. υπ' αριθμ. 446/2010 απόφαση Αρείου Πάγου.

⁵⁷ Βλ. αρθρ. 56 του Κανονισμού 2017/565 και αρθρ. 13 παρ. 1 υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 απόφαση ΕΚ, που είχε εκδοθεί υπό το προγενέστερο καθεστώς.

χρησιμοποιηθεί να επιτρέπει τον έλεγχο του κατά πόσο τελικώς οι πελάτες πληροφορήθηκαν σχετικώς.⁵⁸

Κατά την αξιολόγηση της συμβατότητας, οι εταιρείες επενδύσεων αντλούν από τους πελάτες τους πληροφορίες σχετικά με τις θεωρητικές γνώσεις και την εξοικείωση που έχει με συγκεκριμένα είδη των επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων, αναφορικά με τη φύση, τον όγκο και τη συχνότητα παρόμοιων συναλλαγών και τη χρονική περίοδο κατά την οποία διενεργήθηκαν από τον πελάτη καθώς και με το μορφωτικό επίπεδο και το επάγγελμά του⁵⁹, όπως εξειδικεύθηκαν ανωτέρω για τον έλεγχο καταλληλότητας. Αναλογικά εφαρμόζονται και στον έλεγχο συμβατότητας οι ειδικότερες ρυθμίσεις που αναλύθηκαν ανωτέρω σχετικά με την έκταση και το εύρος των αντλούμενων πληροφοριών.

Ειδικά σε ό,τι αφορά τους επαγγελματίες πελάτες, σύμφωνα με το εδ. β' της παραγράφου 1 του άρθρου 56 του Κανονισμού 2017/565, η εταιρεία μπορεί να εκλάβει ως δεδομένο και να βασίσει τον έλεγχο συμβατότητας που διενεργεί στο ότι διαθέτουν την αναγκαία εμπειρία και γνώση, ώστε να είναι σε θέση να κατανοούν τους κινδύνους που ανακύπτουν από τα συγκεκριμένα είδη επενδυτικών υπηρεσιών και προϊόντων για τα οποία ο εν λόγω πελάτης έχει ενταχθεί στην κατηγορία του επαγγελματία, ακριβώς όπως ισχύει και στον έλεγχο καταλληλότητας.⁶⁰ Με τα τεκμήρια που εισάγει η εν λόγω διάταξη ουσιαστικά περιορίζεται το υποκειμενικό πεδίο διεξαγωγής του ελέγχου συμβατότητας μόνο στους ιδιώτες πελάτες.

Τρίτη ομοιότητα με τον έλεγχο καταλληλότητας συνιστά η υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων να επεξηγούν με σαφήνεια στους πελάτες τους τον σκοπό για τον οποίο έχουν τεθεί οι εν λόγω απαιτήσεις προς διεξαγωγή ελέγχου συμβατότητας πριν από τη σύναψη κάθε επενδυτικής συναλλαγής και, ταυτόχρονα, να παροτρύνουν τους πελάτες τους να παράσχουν συγκεκριμένες πληροφορίες, καθώς και να τονίζουν τη σημασία της επικαιροποίησης, της ακρίβειας και της πληρότητας των παρεχόμενων πληροφοριών ώστε οι επενδυτικές υπηρεσίες και τα προϊόντα που συστήνονται να είναι συμβατά με τον εκάστοτε πελάτη.

Επιπλέον, σύμφωνα με την παράγραφο 3 του άρθρου 55 του Κανονισμού 2017/56 οι εταιρείες επενδύσεων επιτρέπεται, κατά την διεξαγωγή ελέγχου συμβατότητας, κατ' αναλογία με την αξιολόγηση καταλληλότητας, να βασίζονται στην πληροφόρηση που λαμβάνουν από τους πελάτες τους, χωρίς να διερευνούν την αξιοπιστία της αλλά αντιθέτως θεωρώντας την ακριβή και αληθή. Εξαιρείται, βέβαια, η περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων γνωρίζει ή οφείλει να γνωρίζει βάσει των ειδικότερων περιστάσεων ότι η πληροφόρηση αυτή είναι καταφανώς παρωχημένη, ανακριβής ή ελλιπής, οπότε οφείλει να μην βασιστεί σε αυτή για τη διενέργεια του ελέγχου συμβατότητας.

Σε περίπτωση που η εταιρεία επενδύσεων συμπεράνει, κατόπιν της αξιολόγησης των πληροφοριών που έχει συλλέξει, ότι το δεδομένο επενδυτικό προϊόν ή η υπηρεσία δεν είναι κατάλληλα για τον συγκεκριμένο πελάτη, οφείλει να τον προειδοποιήσει σχετικά, σε αντίθεση

⁵⁸ Βλ. ESMA, Κατευθυντήριες Γραμμές σχετικά με ορισμένες πτυχές των απαιτήσεων καταλληλότητας που προβλέπονται στη MiFID II, 06.11.2018 (ESMA 35-43-1163), παρ. 15-17.

⁵⁹ Βλ. αρθρ. 55 παρ. 1 του Κανονισμού 2017/565.

⁶⁰ Βλ. άρθρ. 13 παρ. 2 υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 απόφαση ΕΚ η οποία είχε εκδοθεί με το προγενέστερο καθεστώς.

με τον έλεγχο καταλληλότητας που σε μία αντίστοιχη περίπτωση θα έπρεπε να απέχει από τη σύναψη της συγκεκριμένης συναλλαγής. Η προειδοποίηση αυτή μπορεί να παρέχεται σε τυποποιημένη μορφή⁶¹ και με αυτή τελειώνουν και οι υποχρεώσεις της εταιρείας, η οποία δεν οφείλει να προτείνει στον πελάτη της κάποια άλλη εναλλακτική συμβατή επενδυτική στρατηγική, διαφορετικά πρόκειται για σύναψη σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών.

Εάν ο πελάτης δεν παράσχει τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του ή αν παράσχει ανεπαρκείς πληροφορίες, σε αντίθεση και πάλι με την περίπτωση του ελέγχου καταλληλότητας, η εταιρεία επενδύσεων δεν υποχρεούται να απέχει από την κατάρτιση της συναλλαγής. Οφείλει μόνο να προειδοποιήσει, έστω και με τυποποιημένο τρόπο, τον συγκεκριμένο πελάτη ότι, λόγω του γεγονότος αυτού, αδυνατεί να κρίνει κατά πόσο η προσφερόμενη ή ζητούμενη επενδυτική υπηρεσία ή το προσφερόμενο ή ζητούμενο προϊόν είναι ενδεδειγμένα για αυτόν.⁶²

Τέλος, οι εταιρείες επενδύσεων υποχρεούνται να τηρούν αρχεία των αξιολογήσεων συμβατότητας που έχουν διεξάγει, τα οποία περιλαμβάνουν το αποτέλεσμα εκάστοτε αξιολόγησης συμβατότητας καθώς τυχόν προειδοποιήσεις που έχουν παρασχεθεί στον πελάτη στην περίπτωση που η επιθυμητή επενδυτική υπηρεσία ή το προϊόν αξιολογήθηκε ως δυνητικά ακατάλληλο με τον πελάτη και στην περίπτωση που ο πελάτης δεν παρείχε επαρκείς πληροφορίες ώστε να καταφέρει η εταιρεία να διενεργήσει τον απαιτούμενο έλεγχο συμβατότητας. Επιπλέον, θα πρέπει να υπάρχουν ανάλογες καταγραφές στα αρχεία των εταιρειών, εφόσον παρά τις προειδοποιήσεις αυτές, ο πελάτης ζητήσει να προβεί στη συγκεκριμένη συναλλαγή και η επιχείρηση, ανάλογα με την περίπτωση και κατά την διακριτική της ευχέρεια, είτε αποδεχθεί το αίτημά του και προβεί στη σύναψή της είτε αρνηθεί το αίτημα του και, επακόλουθα, σύναψη αυτής της συναλλαγής.⁶³

Εξαιρέση από τον έλεγχο συμβατότητας

Ειδική κατηγορία επενδυτικών εταιρειών είναι εκείνες που αρκούνται μόνο στη λήψη και εκτέλεση εντολών για λογαριασμό των πελατών τους («execution only»), ήτοι στη λήψη και εκτέλεση της παραγγελίας εκάστοτε πελάτη τους προς εκτέλεση συγκεκριμένης συναλλαγής η οποία, κατά κανόνα, συνίσταται στην πώληση ή αγορά δεδομένου επενδυτικού προϊόντος σε ρυθμιζόμενη αγορά. Σύμφωνα με την πάγια νομολογία του γερμανικού ακυρωτικού, στην κατηγορία αυτών των επενδυτικών υπηρεσιών εντάσσονται οι εταιρείες επενδύσεων που αφενός κατά την επαφή τους με τους πελάτες τους δηλώνουν ρητώς ότι απευθύνονται μόνο σε έμπειρους επενδυτές και ότι σε αυτούς παρέχουν μόνο τυποποιημένες πληροφορίες και αφετέρου τις οποίες προσεγγίζουν οι πελάτες και, τους διαβιβάζουν, εν γνώσει τους εντολές προς εκτέλεση, δηλώνοντας, ταυτόχρονα, ότι δεν χρειάζονται ενημέρωση. Οι εταιρείες επενδύσεων, συνεπώς, λειτουργούν απλά ως διαμεσολαβητές στην κατάσταση της χρηματιστηριακής συναλλαγής που επιθυμεί ο πελάτης τους και η επενδυτική απόφαση και ο σχετικός ανακύπτων από αυτή κίνδυνος βαρύνει αποκλειστικά τον επενδυτή.

⁶¹ Βλ. άρθρ. 25 παρ. 3 εδ. β' της Οδηγίας MiFID II.

⁶² Βλ. άρθρ. 25 παρ. 3 εδ. γ' της Οδηγίας MiFID II και Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 527.

⁶³ Βλ. άρθρ. 56 παρ. 2 του Κανονισμού 2017/565.

Σύμφωνα με το άρθρο 25 παρ. 4 της MiFID II, οι εν λόγω ΕΠΕΥ μπορούν υπό προϋποθέσεις να παρέχουν τις επενδυτικές υπηρεσίες μόνο εκτέλεσης ή/και λήψης και διαβίβασης εντολών των πελατών τους χωρίς να έχουν προβεί προηγουμένως σε έλεγχο συμβατότητας. Χαρακτηριστικά η υπ' αριθμ. 46/2019 απόφαση του Εφετείου Αθηνών αναφέρει «δεν απαιτούνταν η διενέργεια του (εννοείται του ελέγχου καταλληλότητας) και για αυτή την συγκεκριμένη επενδυτική υπηρεσία, η οποία κατά τα ανωτέρω αποδειχθέντα παρασχέθηκε στα πλαίσια απλής εκτέλεσης εντολής (execution only)...υφίστανται τρεις εκ των τριών προϋποθέσεων που απαιτούνται σωρευτικά από το νόμο...για την απαλλαγή της εναγόμενης από την υποχρέωση αυτή (εννοείται ο έλεγχος συμβατότητας)».

Αξιοσημείωτο είναι ότι από την απαλλαγή από την υποχρεωτική αξιολόγηση της συμβατότητας εξαιρείται η περίπτωση κατά την οποία οι υπηρεσίες λήψης, διαβίβασης και εκτέλεσης εντολών παρέχονται σε συνδυασμό με την παρεπόμενη υπηρεσία της χορήγησης δανείων ή πιστώσεων στους επενδυτές. Η περίπτωση αυτή αυξάνει την πολυπλοκότητα της συναλλαγής και καθιστά δυσχερέστερη την κατανόηση του συναφούς κινδύνου με αποτέλεσμα να γεννάται η ανάγκη διενέργειας ελέγχου συμβατότητας.⁶⁴

Ο περιορισμός των υποχρεώσεων αυτών των επενδυτικών επιχειρήσεων υφίσταται μόνο εφόσον πληρούνται σωρευτικά⁶⁵ οι ακόλουθες προϋποθέσεις:

Α) οι υπηρεσίες να αφορούν αποκλειστικά ένα από τα ακόλουθα μη πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα⁶⁶: i) μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ισοδύναμη αγορά τρίτης χώρας ή σε ΠΜΔ, εφόσον πρόκειται για μετοχές εταιρειών, με εξαίρεση μετοχών σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων που δεν είναι ΟΣΕΚΑ και μετοχών στις οποίες έχουν ενσωματωθεί παράγωγα, ii) ομολογίες ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ισοδύναμη αγορά τρίτης χώρας, ή σε ΠΜΔ, εξαιρουμένων εκείνων στις οποίες έχουν ενσωματωθεί παράγωγα ή στις οποίες έχουν ενσωματωθεί δομές που καθιστούν δύσκολη για τον πελάτη την κατανόηση του συναφούς κινδύνου, iii) μέσα χρηματαγοράς, εξαιρουμένων εκείνων στα οποία ενσωματώνονται παράγωγα ή στα οποία έχουν ενσωματωθεί δομές που καθιστούν δύσκολη για τον πελάτη την κατανόηση του συναφούς κινδύνου, iv) μετοχές ή μερίδια σε ΟΣΕΚΑ εξαιρουμένων των δομημένων ΟΣΕΚΑ όπως αναφέρονται στο άρθρο 36 παράγραφος 1 δεύτερο εδάφιο, του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 583/2010, v) δομημένες καταθέσεις, εξαιρουμένων εκείνων στις οποίες έχουν ενσωματωθεί δομές που καθιστούν δύσκολη για τον πελάτη την κατανόηση του κινδύνου για

⁶⁴ Βλ. αιτιολογική σκέψη 80 της Οδηγίας MiFID II

⁶⁵ Βλ. υπ' αριθμ. 827/2020 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών και Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 531.

⁶⁶ Βλ. αιτιολογική σκέψη 80 της Οδηγίας MiFID II: «Ενδείκνυται επίσης ο καλύτερος καθορισμός των κριτηρίων για την επιλογή των χρηματοπιστωτικών μέσων με τα οποία θα πρέπει να σχετίζονται οι εν λόγω υπηρεσίες, ώστε να εξαιρούνται ορισμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων εκείνων που ενσωματώνουν ένα παράγωγο ή έχουν δομή η οποία καθιστά δύσκολη για τον πελάτη την κατανόηση του συναφούς κινδύνου, μεριδίων σε οργανισμούς που δεν αποτελούν οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (μη-ΟΣΕΚΑ οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων) και δομημένους ΟΣΕΚΑ όπως αναφέρεται στο άρθρο 36 παράγραφος 1 δεύτερο εδάφιο του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 583/2010 της Επιτροπής. Η αντιμετώπιση ορισμένων ΟΣΕΚΑ ως πολύπλοκων προϊόντων τελεί υπό την επιφύλαξη του μελλοντικού δικαίου της Ένωσης που θα καθορίζει το πεδίο εφαρμογής αυτών των προϊόντων και τους κανόνες που εφαρμόζονται σε αυτά»

την απόδοση ή το κόστος της πρόωρης εξόδου από το προϊόν, vi) άλλα μη πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα.⁶⁷

Επομένως, δεν καταλαμβάνονται από την εξαίρεση οι συναλλαγές επί παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως, επίσης, οι εντολές που εισάγονται προς εκτέλεση σε ΠΜΔ ή σε μη ρυθμιζόμενη αγορά, ανεξαρτήτως του χρηματοπιστωτικού μέσου.

Β) η υπηρεσία παρέχεται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη. Πρωτοβουλία του πελάτη δεν υπάρχει όταν η υπηρεσία παρέχεται κατόπιν συμβουλής της εταιρείας επενδύσεων.⁶⁸

Γ) ο πελάτης έχει ενημερωθεί σαφώς και γραπτώς⁶⁹ ότι κατά την παροχή της εν λόγω υπηρεσίας η εταιρεία επενδύσεων δεν υποχρεούται να αξιολογήσει την καταλληλότητα του χρηματοπιστωτικού μέσου ή της υπηρεσίας που προσφέρονται ή παρέχονται και ότι επομένως ο ίδιος δεν καλύπτεται από την αντίστοιχη προστασία των σχετικών κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας. Η προειδοποίηση αυτή μπορεί να παρέχεται σε τυποποιημένη μορφή⁷⁰.

Δ) η ΕΠΕΥ συμμορφώνεται με τις κατά το άρθρο 23 της οδηγίας MiFID II υποχρεώσεις της, ήτοι τις οργανωτικές ρυθμίσεις που επιβάλλουν μέτρα για η διαχείριση συγκρούσεων συμφερόντων.⁷¹

Η ανάγκη περιορισμού των υποχρεώσεων που επιβάλλονται στις εταιρείες επενδύσεων που αρκούνται στη λήψη, διαβίβαση και εκτέλεση εντολών έχει γίνει δεκτή και έχει υιοθετηθεί και από τα πορίσματα της νομολογίας των ελληνικών δικαστηρίων. Πιο συγκεκριμένα, έχει κριθεί ότι δεν μπορεί να στοιχειοθετηθεί ευθύνη μιας εταιρείας επενδύσεων για την εκτέλεση εντολής στην περίπτωση που ο συγκεκριμένος επενδυτής διαβιβάζει στην εταιρεία εντολή αγοράς χρηματοπιστωτικού μέσου σε υψηλή τιμή εκτιθέμενος εν γνώσει του σε μεγάλο κίνδυνο αλλά επιδιώκοντας, ταυτόχρονα, υψηλά κέρδη⁷². Συνεπώς, ο επενδυτής λαμβάνει ανεξάρτητα και αυτοβούλως την επιχειρηματική απόφαση και επωμίζεται αποκλειστικά τον κίνδυνο που απορρέει από την πραγμάτωσή της ενώ οι επιχειρήσεις επενδύσεων δρουν απλώς ως διαμεσολαβητές στην κατάρτιση της χρηματιστηριακής συναλλαγής.

Σύμφωνα με τη γερμανική νομολογία, ακόμα και αν ο επενδυτής δεν ήταν επαρκώς ενημερωμένος για τον κίνδυνο της σκοπούμενης συναλλαγής, ωστόσο έδωσε εντολή προς κατάρτισή της, δεν μπορεί να θεμελιωθεί ευθύνη της εταιρείας επενδύσεων. Η διαβίβαση της εντολής του επενδυτή ερμηνεύεται ως δήλωση του προς την επιχείρηση επενδύσεων ότι διαθέτει την απαιτούμενη εμπειρία για την κατάρτιση της συναλλαγής ή με άλλα λόγια ότι δεν επιθυμεί

⁶⁷ Η έννοια των μη πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών μέσων εξειδικεύεται στο άρθρ. 57 του Κανονισμού 207/56.

⁶⁸ Βλ. Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 532

⁶⁹ Σύμφωνα με την υπ' αριθμ. 827/2020 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, δεν αρκεί προφορική ενημέρωση του επενδυτή.

⁷⁰ Όπως χαρακτηριστικά αναφέρει ο Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 532, συνήθως στις τέτοιου είδους συμβάσεις τίθεται ο ακόλουθος όρος: «Μου είναι γνωστό ότι η ΕΠΕΥ αρκείται απλά στην εκτέλεση των εντολών μου. Τυχόν ενημέρωση δεν συνιστά παροχή συμβουλών αλλά αποσκοπεί στη διευκόλυνση της ίδιας επιχειρηματικής απόφασης».

⁷¹ Σύμφωνα με τον Τουντόπουλο (σελ. 533), η προϋπόθεση αυτή είναι άνευ αντικειμένου δεδομένου ότι κάθε ΕΠΕΥ υπόκειται εκ του νόμου στις εν λόγω υποχρεώσεις.

⁷² Βλ. υπ' αριθμ. 446/2010 απόφαση του Αρείου Πάγου.

ενημέρωση αποδεχόμενος τον επενδυτικό κίνδυνο που ανακύπτει από την εκτέλεση της διαβιβαζόμενης εντολής⁷³.

Η ανωτέρω περιγραφόμενη συρρίκνωση των υποχρεώσεων των εταιρειών επενδύσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες λήψης και εκτέλεσης εντολών εξάιρεση εισήχθη για πρώτη φορά με την παράγραφο 6 του άρθρου 19 της Οδηγίας MiFID I και βρήκε έρεισμα στα ακόλουθα τρία επιχειρημάτα: Αρχικά, οι επενδυτές που επιλέγουν να κάνουν χρήση αυτού του είδους των επενδυτικών υπηρεσιών έχουν ήδη προαποφασίσει τη διενέργεια της συγκεκριμένης συναλλαγής και δεν αποβλέπουν σε καμία συμβουλευτική καθοδήγηση εκ μέρους της εταιρείας επενδύσεως.⁷⁴ Δεύτερο δικαιολογητικό λόγο συνιστά το γεγονός ότι η λειτουργία των τέτοιου είδους επενδυτικών υπηρεσιών βασίζεται κατά κανόνα, σε ηλεκτρονικά συστήματα διαβίβασης εντολών. Για παράδειγμα, στην περίπτωση του direct broking, η επιχείρηση επενδύσεων λαμβάνει τις εντολές των πελατών της μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων και οι οποίες εκτελούνται άμεσα με αποτέλεσμα η παροχή εξατομικευμένων συμβουλών προς τον επενδυτή να είναι ουσιαστικά αδύνατη⁷⁵. Τέλος, γίνεται δεκτό ότι η μειωμένη προμήθεια που λαμβάνει, κατά κανόνα, η εταιρεία επενδύσεων για την παροχή της συγκεκριμένης επενδυτικής υπηρεσίας αντικατοπτρίζει τον περιορισμό των υποχρεώσεων και επιβαρύνσεων που η εταιρεία επενδύσεων επιθυμεί να αναλάβει έναντι του επενδυτή καθώς και τα περιορισμένα δικαιώματα που επιθυμεί να έχει ο τελευταίος έναντι της εταιρείας. Δεν θα μπορούσε, άλλωστε, να γίνει δεκτό ότι η εταιρεία επενδύσεων που λαμβάνει μειωμένη προμήθεια από μια τέτοιου είδους συναλλαγή, σε περίπτωση που η συναλλαγή αποδειχθεί ζημιογόνος για τον πελάτη, καθίσταται υπόχρηη προς αποζημίωση του τελευταίου λόγω πλημμελούς εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της. Αντιθέτως, η μειωμένη προμήθεια μεταφράζεται ως απαλλαγή της επενδυτικής εταιρείας από την υποχρέωση της να παράσχει στον πελάτη συμβουλές και, κατ' επέκταση, να προβεί σε έλεγχο συμβατότητας πριν τη σύναψη συναλλαγής απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών.⁷⁶

Πρέπει να επισημανθεί ότι οι επενδυτές εξακολουθούν να προστατεύονται αφενός με τις εξειδικευμένες προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για την εφαρμογή της απαλλαγής των εταιρειών επενδύσεων από την υποχρέωση αξιολόγησης της συμβατότητας και αφετέρου από τις λοιπές υποχρεώσεις που διατηρούνται στο ακέραιο δεσμευτικές και ισχυρές για τις επιχειρήσεις επενδύσεων και κυρίως από τους κανόνες περί βέλτιστης εκτέλεσης εντολών.⁷⁷

Ωστόσο, υπάρχουν και αντίθετες απόψεις, κυρίως βασιζόμενες στη θεωρία της Συμπεριφορικής Χρηματοοικονομικής, οι οποίες θεωρούν την εξάιρεση αυτή προβληματική. Ως επιχείρημα για την επίρρωση της άποψης τους θέτουν ότι το γεγονός ότι οι επενδυτές που λαμβάνουν αποκλειστικά αυτοβούλως και χωρίς καμία καθοδήγηση από κάποια εξειδικευμένη προς τον σκοπό αυτό εταιρεία επενδύσεων είναι εκτεθειμένοι σε περισσότερους και μεγαλύτερους κινδύνους, σε συνδυασμό με το ότι το χαμηλό, κατά κανόνα, κόστος των υπηρεσιών μόνο εκτέλεσης που προσελκύει το μεγαλύτερο τμήμα των μη εξοικειωμένων με την κεφαλαιαγορά

⁷³ Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 530 και Στ. Γεωργιάδης, Η ευθύνη της ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, Αντ. Ν. Σάκκουλας, 2003, σελ. 91

⁷⁴ Βλ. Α. Καραγκουνίδης, Προστασία του επενδυτή: Στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, Σάκκουλας, 2007.

⁷⁵ Ι. Λιναρίτης, Η πρόσβαση στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες μέσω διαδικτύου, Σάκκουλας, 2005, σελ. 143 επ., 145.

⁷⁶ Τουντόπουλος, ό.π., 531.

⁷⁷ Βλ. άρθρ. 64 επ. Κανονισμού 2017/565 για περισσότερο εξειδίκευση της εν λόγω υποχρέωσης.

επενδυτών καθιστά επιτακτική μια εντονότερη ρυθμιστική παρέμβαση του νομοθέτη.⁷⁸ Επιπλέον, έχει επικριθεί το κατά πόσο οι προϋποθέσεις που θέτει η διάταξη της παραγράφου 4 του άρθρου 25 της MiFID II, έχουν τεθεί για προστασία των επενδυτών, επιτυγχάνει τον στόχο τους αυτό διότι οι ζημιογόνες επενδυτικές αποφάσεις δεν συνδέονται αναγκαίως με την πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών μέσων αλλά εξαρτώνται από ποικίλους παράγοντες.

⁷⁸ Βλ. G. Ferranini & E. Wymeersch, *Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond*, Oxford University Press, 2006.

Γ. Αγορά-στόχος

Μία από τις βασικότερες πτυχές της διαδικασίας διακυβέρνησης των προϊόντων είναι να διασφαλιστεί η κατασκευή και η διανομή ενός επενδυτικού προϊόντος με τέτοιο τρόπο, ώστε να ανταποκρίνεται στις ανάγκες μιας προσδιορισμένης αγοράς-στόχου. Ως αγορά-στόχος («target market») ορίζεται η σκοπούμενη ομάδα τελικών πελατών ενός συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου.⁷⁹

Όπως προκύπτει από τον ορισμό αυτόν, ο προσδιορισμός της αγοράς-στόχου γίνεται με γνώμονα τον τελικό πελάτη, δηλαδή τον επενδυτή που αποκτά, πωλεί ή διακρατεί ένα επενδυτικό προϊόν. Επιπλέον, η αγορά-στόχος πρέπει πάντα να γίνεται κατανοητή σε σχέση με ένα εκάστοτε συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν, τα χαρακτηριστικά και τον τρόπο διανομής του, δηλαδή, την επενδυτική υπηρεσία που χρησιμοποιείται στη στρατηγική διανομής του.

Η υποχρέωση προσδιορισμού της αγοράς-στόχου επιβάλλεται σε όλες τις επιχειρήσεις επενδύσεων που κατασκευάζουν και διανέμουν επενδυτικά προϊόντα, οι οποίες οφείλουν να διασφαλίζουν ότι όλοι οι κίνδυνοι που σχετίζονται με την προσδιορισμένη αγορά-στόχο αξιολογούνται, ότι η σκοπούμενη στρατηγική διανομής είναι συνεπής με την αγορά-στόχο και ότι λαμβάνονται όλα τα εύλογα μέτρα ώστε τα επενδυτικά προϊόντα να διατίθενται στην προσδιορισμένη αγορά-στόχο.⁸⁰

Η προσέγγιση της ένταξης κάθε επενδυτή σε μία προσδιορισμένη αγορά στόχο αποτελεί ένα από τα κύρια μέσα επίτευξης της προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών, στο πλαίσιο της Οδηγίας MiFID II. Επισημαίνεται, όμως, ότι δεν είναι δυνατόν να εξασφαλίσει το οικονομικό αποτέλεσμα των συναλλαγών που διενεργούνται ούτε θα πρέπει να θεωρηθεί ως εγγύηση παρεχόμενη εκ μέρους των εταιρειών επενδύσεων σε σχέση με την απόδοσή τους.

Ο προσδιορισμός της αγοράς-στόχου αποτελεί ίσως το πιο κομβικό σημείο της όλης διαδικασίας διακυβέρνησης των επενδυτικών προϊόντων, τόσο από πλευράς διασφάλισης της κοινής, ομοιόμορφης και συνεπούς εφαρμογής των απαιτήσεων της Οδηγίας MiFID II όσο και από εποπτική σκοπιά. Για τον λόγο αυτό ο προσδιορισμός της αγοράς-στόχου για κάθε μεμονωμένο χρηματοπιστωτικό μέσο πρέπει να γίνεται σε αρκετά λεπτομερές επίπεδο, με τη βοήθεια των κατάλληλων κριτηρίων και εργαλείων που προβλέπονται στις Κατευθυντήριες Γραμμές της ESMA για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση.

1. Θετική αγορά-στόχος

Η θετική αγορά-στόχος ενός επενδυτικού προϊόντος είναι η προσδιορισμένη ομάδα τελικών πελατών, οι ανάγκες, τα χαρακτηριστικά και οι στόχοι των οποίων είναι συμβατά με το συγκεκρι-

⁷⁹ Η παρ. 2 του αρθρ. 24 της MiFID II αναφέρεται σε «χρηματοπιστωτικά μέσα». Σύμφωνα με την παρ. 4 του αρθρ. 1, οι διατάξεις της MiFID II εφαρμόζονται, επίσης, και στις δομημένες καταθέσεις (βλέπε, επίσης, αιτιολογικές σκέψεις 39-40 και 156 και ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές για τις απαιτήσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά με την παρακολούθηση, 02.06.2017 (ESMA 35-43-630), παρ. 6).

⁸⁰ Βλ. άρθρ. 16 παρ. 3 της Οδηγίας MiFID II και Γ. Κουνάδης και Α. Δασμάνογλου,ό.π., σελ. 41.

μένο προϊόν. Αυτή η ομάδα πελατών προσδιορίζεται βάσει κοινών γενικών χαρακτηριστικών στους ακόλουθους πέντε τομείς⁸¹:

α) Το είδος πελατών στους οποίους απευθύνεται το επενδυτικό προϊόν. Σύμφωνα με το Παράρτημα II της Οδηγίας MiFID II οι πελάτες διαχωρίζονται στις εξής κατηγορίες: ιδιώτες, επαγγελματίες⁸² και επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους⁸³. Κατά τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου θα πρέπει οι επιχειρήσεις επενδύσεων να βασίζονται στις κατηγορίες αυτές των επενδυτών και να λαμβάνουν υπόψη τις αποκλίσεις και διαφορές ως προς τα προφίλ γνώσεων και την εμπειρία τους που παρατηρούνται μεταξύ των ιδιωτών και των επαγγελματιών επενδυτών αλλά κυρίως και μεταξύ των καθεαυτό επαγγελματιών και των κατ' επιλογήν επαγγελματιών πελατών. Για παράδειγμα, τόσο οι ιδιώτες όσο και οι επαγγελματίες πελάτες μπορεί να συνιστούν τη θετική αγορά-στόχο για μερίδια ή μετοχές σε συνήθη ΟΣΕΚΑ ενώ η θετική αγορά-στόχος πιο πολύπλοκων και κινδυνωδών επενδυτικών προϊόντων, όπως, για παράδειγμα, οι υπό αίρεση μετατρέψιμες ομολογίες απαρτίζεται αποκλειστικά από *per se* επαγγελματίες επενδυτές ή και από κατ' επιλογήν επαγγελματίες μόνο εφόσον μπορούν να κατανοήσουν την πολυπλοκότητα των εν λόγω προϊόντων.⁸⁴

β) Γνώσεις και πρακτική εμπειρία αναφορικά με το συγκεκριμένο είδος επενδυτικού προϊόντος και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του, ή/και συναφείς θεματικά τομείς που συντελούν στην όσο το δυνατόν καλύτερη κατανόησή του υπό κρίση προϊόντος. Για παράδειγμα, η θετική αγορά-στόχος για ένα δομημένο προϊόν με πολύπλοκο προφίλ απόδοσης, θα μπορούσε να προσδιορίζεται ως το σύνολο των επενδυτών που διαθέτουν επαρκείς γνώσεις σχετικά με την σύνθετη φύση, τον τρόπο λειτουργίας και τους κινδύνους που ενδέχεται να προκύψουν από το συγκεκριμένο είδος προϊόντος. Όσον αφορά την εμπειρία, η επιχείρηση μπορεί να ορίζει, για παράδειγμα, ότι την θετική αγορά-στόχο για ένα δεδομένο επενδυτικό προϊόν απαρτίζουν πελάτες που έχουν δραστηριοποιηθεί σε συναλλαγές με παρόμοια χρηματοπιστωτικά μέσα από ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και άνω και, συνεπώς, έχουν αποκτήσει ένα επιθυμητό επίπεδο εξοικείωσης με αυτά. Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι οι γνώσεις και η εμπειρία ενδέχεται να αλληλοσυμπληρώνονται σε ορισμένες περιπτώσεις. Μπορεί, δηλαδή στην πράξη, ένας επενδυτής με πε-

⁸¹ Βλ. αναλυτικά ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 18.

⁸² Σύμφωνα με το Παράρτημα II της MiFID II και τις Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA παρ. 81-83, το τεκμήριο ότι οι επαγγελματίες πελάτες έχουν τις απαιτούμενες γνώσεις και την αναγκαία εμπειρία για την κατανόηση των κινδύνων που συνδέονται με τα συγκεκριμένα προϊόντα ή υπηρεσίες για τα οποία έχουν ταξινομηθεί στην κατηγορία αυτή εφαρμόζεται και κατά την διαδικασία προσδιορισμού της αγοράς-στόχου.

⁸³ Σύμφωνα με τις Κατευθυντήριες γραμμές ESMA ό.π., παρ. 84 και 85, η MiFID II αντιμετωπίζει τους επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους ως την πλέον εξειδικευμένη κατηγορία επενδυτών. Ωστόσο, όπως επισημαίνεται και στην αιτιολογική σκέψη 104 της Οδηγίας, η χρηματοοικονομική κρίση ανέδειξε την πεπερασμένη ικανότητα των μη ιδιωτών πελατών σχετικά με την αξιολόγηση των κινδύνων που ελλοχεύουν στις επενδύσεις. Συνεπώς, οι νέες ρυθμίσεις που εισάγει η MiFID II στοχεύουν στην ενίσχυση της προστασίας και των μη ιδιωτών πελατών, μέσω της επέκτασης ορισμένων απαιτήσεων και στις επιχειρήσεις που συναλλάσσονται με επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους. Αν και οι επιχειρήσεις δεν οφείλουν να εφαρμόζουν τις απαιτήσεις του άρθρου 24 (εξαιρουμένων των παραγράφων 4 και 5) της οδηγίας MiFID II κατά τη διενέργεια συναλλαγών με επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους, εξακολουθούν να υποχρεούνται να διασφαλίζουν ότι ενεργούν «με εντιμότητα, δικαιοσύνη και επαγγελματισμό» και να επικοινωνούν με τρόπο που είναι «ακριβής, σαφής και μη παραπλανητικός» στο πλαίσιο των συναλλαγών τους με τους επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους. Επιπλέον, επισημαίνεται ότι οι προβλεπόμενες στο άρθρο 16 παράγραφος 3 της οδηγίας MiFID II απαιτήσεις εφαρμόζονται ανεξάρτητα από την κατηγορία στην οποία έχει ενταχθεί ο πελάτης. Σε περίπτωση, όμως, που η αγορά-στόχος των τελικών πελατών απαρτίζεται μόνο από επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους, η συνολική αξιολόγηση αναμένεται να είναι λιγότερο εμπειριστωμένη, διότι οι τελευταίοι τεκμαίρεται ότι έχουν κατά πάσα πιθανότητα σαφέστερη αντίληψη του περιβάλλοντος της αγοράς και των βασικών παραγόντων και κινδύνων που συνδέονται με συγκεκριμένη επενδυτική απόφαση.

⁸⁴ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 81-83.

ριορισμένη ή καθόλου εμπειρία να κατατάσσεται εντός της θετικής αγοράς-στόχου ενός συγκεκριμένου επενδυτικού προϊόντος εφόσον η ελλιπής εμπειρία του αντισταθμίζεται με εκτενείς γνώσεις σχετικά με το συγκεκριμένο ή άλλα συναφή προϊόντα ή εφόσον συμβαίνει το αντίστροφο.

γ) Χρηματοοικονομική κατάσταση του επενδυτή σε συνδυασμό με τον βαθμό ικανότητας του να υποστεί ζημιές. Κατά τον προσδιορισμό της θετικής αγοράς-στόχου πρέπει η επιχείρηση να καθορίζει το ποσοστό ζημίας, ήτοι από ήσσονος σημασίας έως ολικές απώλειες, που οι πελάτες-στόχοι πρέπει να είναι πρόθυμοι και σε θέση να επωμιστούν καθώς και να διευκρινίζει το κατά πόσον είναι πιθανόν να προκληθούν πρόσθετες χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις που υπερβαίνουν το ποσό που έχει επενδυθεί [για παράδειγμα, κάλυψη περιθωρίου («margin call») είναι ο μηχανισμός κάλυψης διαφορών αποτίμησης σε περίπτωση που η αξία των χρηματοπιστωτικών μέσων που διαθέτει ένας επενδυτής μειωθεί κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο]. Με άλλα λόγια, το αν ένας πελάτης εμπίπτει στην αγορά-στόχο ενός δεδομένου χρηματοπιστωτικού μέσου κρίνεται από το ποιο είναι το μέγιστο ποσοστό περιουσιακών στοιχείων που μπορεί να επενδύσει σε αυτό.

δ) Ανοχή κινδύνου και συμβατότητα του προφίλ κινδύνου/ανταμοιβής⁸⁵ του επενδυτικού προϊόντος με την αγορά-στόχο. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων καλούνται να προσδιορίσουν το επίπεδο ανοχής των κινδύνων σε σχέση με ένα επενδυτικό προϊόν που θα πρέπει να χαρακτηρίζει έναν πελάτη ώστε να θεωρηθεί εντός της θετικής αγοράς-στόχου του. Οι βασικές στάσεις των επενδυτών έναντι του κινδύνου θα πρέπει να εξειδικεύονται και να κατηγοριοποιούνται, για παράδειγμα, «κερδοσκοπική», «ισορροπημένη», «συντηρητική». Δεδομένου ότι οι διάφορες επιχειρήσεις της αλυσίδας διαμεσολάβησης ενδέχεται να ακολουθούν διαφορετικές προσεγγίσεις για τον προσδιορισμό της ανοχής κινδύνου, η κάθε επιχείρηση θα πρέπει να καθορίζει ρητά και σαφώς τα κριτήρια που πρέπει να πληρούνται για την κατηγοριοποίηση ενός πελάτη. Για την εκπλήρωση της συγκεκριμένης απαίτησης, συστήνεται οι επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν τον δείκτη κινδύνου που προβλέπεται στον Κανονισμό (ΕΕ) 1286/2014 («Κανονισμός PRIIPs») (Συνολικός Δείκτης Κινδύνου – Summary Risk Indicator)⁸⁶ ή στο πλαίσιο που διέπει τους ΟΣΕΚΑ (UCITS) (Σύνθετος Δείκτης Κινδύνου/Απόδοσης – Synthetic Risk and Reward Indicator)⁸⁷, κατά περίπτωση.

⁸⁵ Το προφίλ κινδύνου/ανταμοιβής ενός προϊόντος εκφράζεται μέσω ενός δείκτη που αποδίδει την κατηγοριοποίηση κάθε προϊόντος σε σχέση με τον επενδυτικό κίνδυνο και την απόδοση του, όπως αυτά έχουν προσδιορισθεί με βάση τα δεδομένα από παρελθούσες συνθήκες αγορών. Όσο υψηλότερη κατάταξη έχει ένα προϊόν στην εν λόγω κατηγοριοποίηση τόσο υψηλότερη είναι αφενός η προσδοκώμενη απόδοση και αφετέρου ο κίνδυνος απώλειας του επενδυόμενου σε αυτό κεφαλαίου.

⁸⁶ Οποιαδήποτε επιχείρηση επενδύσεων κατασκευάζει, πωλεί ή παρέχει συμβουλές σχετικά με συσκευασμένα επενδυτικά προϊόντα και προϊόντα βασισμένα σε ασφάλιση (PRIIPs) σε ιδιώτες επενδυτές, πρέπει να τους παρέχει ένα "Βασικό έγγραφο πληροφοριών" (KID). Η υποχρέωση αυτή θεσπίστηκε με τον Κανονισμό PRIIPs (ΕΕ) 1286/2014 και έχει ως στόχο την υιοθέτηση ενός κοινού προτύπου ενημέρωσης των ιδιωτών επενδυτών με ενιαία μορφή και περιεχόμενο που θα χρησιμοποιείται σε όλες τις σχετικές συναλλαγές με αντικείμενο PRIIPs. Με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται η πληρέστερη προστασία των ιδιωτών πελατών, οι οποίοι ενημερώνονται καταλλήλως και, συνεπώς, είναι σε θέση να κατανοούν τους κινδύνους που ελλοχεύουν σε τέτοιου είδους περίπλοκα επενδυτικά προϊόντα. Το KID διαθέτει έναν δείκτη κινδύνου, ήτοι μια αριθμητική κλίμακα από το 1 έως το 7 που υποδεικνύει την επικινδυνότητα του προϊόντος (βλ. επίσης κατ'εξουσιοδότηση Κανονισμός (ΕΕ) 2017/653).

⁸⁷ Η Οδηγία 2009/65/ΕΚ και ο Κανονισμός (ΕΕ) 583/2010 με στόχο την προστασία των πελατών μέσω της παροχής εύκολα κατανοητών και ελκυστικών γνωστοποιήσεων, θέσπισαν την υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων να παρέχουν στους επενδυτές πριν από κάθε συναλλαγή ένα αυτόνομο, προσυμβατικό έγγραφο 2 σελίδων, το «Έγγραφο Βασικών Πληροφοριών για τους Επενδυτές» (KIID), που περιέχει τα βασικά χαρακτηριστικά του αμοιβαίου κεφαλαίου. Το KIID περιλαμβάνει, επίσης, έναν «Συνθετικό δείκτη κινδύνου και ανταμοιβής» (SSRI) που κατατάσ-

ε) Επενδυτικοί στόχοι και ανάγκες των πελατών-στόχων. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων υποχρεούνται να προκαθορίσουν τους ευρύτερους ή ειδικότερους επενδυτικούς στόχους και τις ανάγκες των πελατών που καλείται να καλύψει κάθε επενδυτικό προϊόν που κατασκευάζουν ή διανείμουν. Τα ανωτέρω κριτήρια εξειδικεύονται μέσω του προσδιορισμού συγκεκριμένων πτυχών της επένδυσης, των προσδοκιών των πελατών στους οποίους απευθύνεται καθώς και του προβλεπόμενου επενδυτικού ορίζοντα, ήτοι της χρονικής περιόδου που συστήνεται κατ' ελάχιστο να διακρατηθεί το συγκεκριμένο προϊόν. Οι στόχοι και οι ανάγκες συγκεκριμένων πελατών που προορίζεται να καλύψει ένα προϊόν ενδέχεται να ποικίλλουν από ειδικού έως γενικότερου χαρακτήρα. Για παράδειγμα, ένα προϊόν μπορεί να έχει σχεδιαστεί ώστε να ανταποκρίνεται στις ανάγκες συγκεκριμένης ηλικιακής ομάδας, για να διασφαλίζει φορολογική αποδοτικότητα με βάση τη φορολογική έδρα των πελατών ή να έχει σχεδιαστεί με ιδιαίτερα χαρακτηριστικά προϊόντος ώστε να επιτυγχάνονται ειδικοί επενδυτικοί στόχοι, όπως «προστασία του νομίσματος», «πράσινες επενδύσεις», «δεοντολογικές επενδύσεις» κλπ., κατά περίπτωση.

Ο ανωτέρω κατάλογος είναι σωρευτικός. Κατά τον προσδιορισμό της θετικής αγοράς-στόχου είναι αναγκαίο να συνεκτιμηθούν όλα αυτά τα κριτήρια, χωρίς να αποκλείεται κανένα, και μάλιστα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η μεταξύ των κριτηρίων διασύνδεση και σχέση διότι όλα συμβάλλουν από κοινού στον καθορισμό της αγοράς-στόχου για το εκάστοτε προϊόν⁸⁸.

Πρέπει, επίσης, να εφαρμόζεται η αρχή της αναλογικότητας. Το επίπεδο λεπτομέρειας και τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της θετικής αγοράς-στόχου, θα πρέπει, δηλαδή, να είναι σχετικά, κατάλληλα και ανάλογα με τη φύση και τα χαρακτηριστικά του επενδυτικού προϊόντος, ήτοι την πολυπλοκότητα, την ρευστότητα, τον καινοτόμο χαρακτήρα του κ.λπ.. Επομένως, δεν αποκλείεται η θετική αγορά -στόχος να προσδιορίζεται σε καθαρά γενικό επίπεδο και με ελάχιστες λεπτομέρειες στην περίπτωση απλών χρηματοπιστωτικών μέσων ενώ περισσότερο λεπτομερής καθορισμός της θετικής αγοράς στόχου απαιτείται όσο αυξάνεται η πολυπλοκότητα του επενδυτικού προϊόντος, όπως για παράδειγμα στα δομημένα προϊόντα. Σε κάθε περίπτωση, ο προσδιορισμός της θετικής αγοράς-στόχου πρέπει να είναι αρκετά λεπτομερής, ώστε να αποφεύγεται η συμπερίληψη τυχόν ομάδων επενδυτών για την οποία το υπό κρίση προϊόν δεν είναι συμβατό⁸⁹.

Τέλος, είναι αυτονόητο ότι μια ευρέως προσδιορισμένη ομάδα πελατών- στόχων περιλαμβάνει εντός της και πιο περιορισμένες σε έκταση υπό-ομάδες. Για παράδειγμα, εφόσον στην θετική αγορά-στόχο περιλαμβάνονται πελάτες που διαθέτουν γενικές γνώσεις και ελάχιστη επαρκή εμπειρία, είναι προφανές ότι θα περιλαμβάνει και πελάτες με ειδικότερες σχετικές με το προϊόν γνώσεις και με υψηλότερο επίπεδο εξοικείωσης.⁹⁰

2. Αρνητική αγορά-στόχος

Η αρνητική αγορά-στόχος⁹¹ είναι μια ή περισσότερες ομάδες πελατών για τις ανάγκες, τα χαρακτηριστικά και τους στόχους των οποίων το επενδυτικό προϊόν δεν είναι συμβατό. Η αρνητική αγορά-στόχος περιλαμβάνει περιπτώσεις αντίφασης μεταξύ μεμονωμένων ή όλων των γενικών

σει τον κίνδυνο που ενέχει κάθε υπό κρίση αμοιβαίο κεφάλαιο σε κλίμακα από 1 έως 7, με το 1 να εκφράζει τον χαμηλότερο κίνδυνο.

⁸⁸ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 15.

⁸⁹ ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 21-24.

⁹⁰ ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 19.

⁹¹ Αρθρ. 9 παρ. 9 και αρθρ. 10 παρ. 2 κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593.

χαρακτηριστικών της ομάδας πελατών και των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών του επενδυτικού προϊόντος, και κατά περίπτωση, του τρόπου διανομής του. Ένα παράδειγμα τέτοιας αντίφασης είναι οι ανεπαρκείς γνώσεις και/ή η ελάχιστη έως ανύπαρκτη εμπειρία μιας ομάδας πελατών που αντιπροσωπεύει την αρνητική αγορά-στόχο σε σχέση με τον υψηλό βαθμό πολυπλοκότητας ενός επενδυτικού προϊόντος, όπως ενός παράγωγου χρηματοοικονομικού μέσου, που διανέμεται μέσω υπηρεσιών μόνο εκτέλεσης εντολής, με άμεση συνέπεια ένας τυπικός εκπρόσωπος αυτής της αγοράς-στόχου να αδυνατεί κατανοήσει τα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου προϊόντος και τους συναφείς κινδύνους.

Για κάθε χαρακτηριστικό που χρησιμοποιείται για τον καθορισμό της θετικής αγοράς-στόχου υφίσταται αυτομάτως το αντίστοιχο αντίθετο χαρακτηριστικό και οι επενδυτές που διακρίνονται από τα τελευταία καθίσταται μη συμβατοί με το συγκεκριμένο προϊόν και κατατάσσονται στην αρνητική αγορά-στόχο. Παραδείγματος χάριν, ένα προϊόν που έχει κατασκευαστεί για επενδυτές που επιδιώκουν μεγάλο και άμεσο κέρδος είναι, ταυτόχρονα και αυτονόητα, ακατάλληλο για επενδυτές με προφίλ «χαμηλού κινδύνου».⁹²

Η αρνητική αγορά-στόχος προσδιορίζεται κατά τον ίδιο τρόπο και μέσω των ίδιων, ανωτέρω αναφερόμενων, κριτηρίων με τη θετική αγορά-στόχο. Πρέπει, επίσης, να λαμβάνεται υπόψη, κατά την διαδικασία καθορισμού της, η αρχής της αναλογικότητας. Συγκεκριμένα, υπάρχει αναλογία μεταξύ αφενός του αριθμού και το επίπεδου λεπτομέρειας των κριτηρίων για τον προσδιορισμό της και αφετέρου της φύσης και ιδίως της πολυπλοκότητας ή του προφίλ κινδύνου/ανταμοιβής του προϊόντος. Για παράδειγμα, ένα βασικό και απλό επενδυτικό προϊόν («plain vanilla»), συνήθως, αντιστοιχεί σε μικρότερη ομάδα πιθανών επενδυτών με τους οποίους δεν είναι συμβατό, ενώ για ένα πιο πολύπλοκο προϊόν, ενδέχεται η αρνητική αγορά-στόχος να είναι ευρύτερη⁹³.

Οι πωλήσεις επενδυτικών προϊόντων σε πελάτες που ανήκουν στην αρνητική αγορά-στόχο θα πρέπει να πραγματοποιούνται σπανίως, η δε αιτιολόγηση σε περίπτωση τέτοιου είδους παρέκκλιση να είναι ανάλογης βαρύτητας και σαφώς τεκμηριωμένη. Κάθε συναλλαγή που συνάπτεται, κατ' εξαίρεση, εντός της αρνητικής αγοράς-στόχου θα πρέπει να γνωστοποιείται στον πελάτη και να ενημερώνεται σχετικώς ο κατασκευαστής.

Τέλος, η αρνητική αγορά-στόχος δεν θα πρέπει να ορίζεται αυτόματα ως το αντίθετο της θετικής αγοράς-στόχου. Απαιτείται η υιοθέτηση μιας περιοριστικής προσέγγισης από τις εταιρείες επενδύσεων, και μόνο σε περιπτώσεις όπου το τα χαρακτηριστικά ή/και ο τρόπος διανομής του επενδυτικού προϊόντος έρχονται σε σαφή και άμεση αντίθεση με τα χαρακτηριστικά της ομάδας δυνητικών επενδυτών θα πρέπει να θεωρείται μέρος της αρνητικής αγοράς-στόχου.

3. Γκρίζα ζώνη

Η ομάδα πελατών που δεν ανήκει ούτε στη θετική ούτε στην αρνητική αγορά-στόχο ενός επενδυτικού προϊόντος χαρακτηρίζεται ως «γκρίζα ζώνη». Πωλήσεις στην γκρίζα ζώνη επιτρέπονται

⁹² ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 68.

⁹³ ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 69.

εφόσον δικαιολογούνται από τα επιμέρους περιστατικά της εκάστοτε περίπτωσης και υπό την προϋπόθεση ότι όλες οι άλλες κανονιστικές απαιτήσεις που προβλέπονται στην MIFID II όπως, ιδίως, η επαρκής γνωστοποίηση και ο έλεγχος καταλληλότητας ή συμβατότητας. Επιπλέον, ο λόγος της παρέκκλισης από τη θετική αγορά-στόχο θα πρέπει να τεκμηριώνεται με σαφήνεια.⁹⁴ Η διανομή ενός επενδυτικού προϊόντος εντός της γκρίζας ζώνης, δηλαδή εκτός της θετικής και, ταυτόχρονα, εκτός της αρνητικής αγοράς-στόχου, περιλαμβάνει, για παράδειγμα, την σύσταση ενός διανομέα για ένα συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν το οποίο, υπό κανονικές συνθήκες και λαμβάνοντας υπόψη ένα τυπικό προφίλ κινδύνου, θα θεωρούνταν πολύ επικίνδυνο για την εν λόγω ομάδα δυνητικών πελατών, εντούτοις, το εν λόγω προϊόν συστήνεται σε αυτούς για τον σκοπό της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους (diversification⁹⁵) ή της αντιστάθμισης κινδύνου (hedging⁹⁶), ενώ, ταυτόχρονα, η καταλληλότητα ή, αντίστοιχα, η συμβατότητα του προϊόντος αξιολογείται σε επίπεδο μεμονωμένων πελατών. Σε κάθε περίπτωση, εφόσον το επενδυτικό προφίλ του επενδυτή εντάσσεται στην γκρίζα ζώνη, ο διανομέας, πριν προχωρήσει σε αυτού του είδους την πώληση, θα πρέπει να έχει ενημερώσει με εύληπτο τρόπο τον πελάτη του για την ένταξη του στην γκρίζα ζώνη του σκοπούμενου προϊόντος, ώστε να αποφασίσει εκείνος αν θα προχωρήσει ή όχι με την σχετική συναλλαγή.

Ως προς τις πωλήσεις στη γκρίζα ζώνη, το Διοικητικό Συμβούλιο της επιχείρησης καλείται να λάβει υπεύθυνες αποφάσεις στο πλαίσιο χάραξης στρατηγικής διακυβέρνησης, κατόπιν εκτίμησης του είδους και της φύσης των προσφερόμενων προϊόντων (για παράδειγμα από πλευράς πολυπλοκότητας ή κινδύνων που ελλοχεύουν), καθώς και της ύπαρξη τυχόν συγκρούσεων συμφερόντων με τους πελάτες (όπως στην περίπτωση της αυτοτοποθέτησης), αλλά και το εν γένει επιχειρηματικό μοντέλο. Στο επίπεδο που καθίσταται εφικτό, η επιχείρηση, βασιζόμενη στις επαρκείς πληροφορίες που διαθέτει, να διενεργεί εμπειρισταωμένη αξιολόγηση σχετικά με το αν ο πελάτης εμπίπτει στη θετική αγορά-στόχο θα πρέπει να υιοθετήσει μια συνετή προσέγγιση που θα απαγορεύει τις πωλήσεις εντός της αρνητικής αγοράς-στόχου και επιτρέποντας της πωλήσεις εντός της γκρίζας ζώνης.⁹⁷ Επιπλέον, οι υπάλληλοι που συναλλάσσονται με πελάτες πρέπει να ενημερώνονται για την ανωτέρω προσέγγιση που καθορίζεται σε επίπεδο διοικητικού οργάνου, ώστε να είναι σε θέση να συμμορφώνονται με αυτήν.⁹⁸

4. Πρακτικά παραδείγματα

Για να κατανοήσουμε καλύτερα τα ανωτέρω αναφερόμενα είδη της αγοράς-στόχου, ας αναφερθούμε σε ορισμένα παραδείγματα.

⁹⁴ ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 70.

⁹⁵ Η διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή είναι μια τεχνική που στοχεύει στη συρρίκνωση των κινδύνων κατανέμοντας το κεφάλαιο του πελάτη σε επενδύσεις σε διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα. Στοχεύει στη μεγιστοποίηση των αποδόσεων και η ελαχιστοποίηση των πιθανών απωλειών επενδύοντας σε διαφορετικούς τομείς (για παράδειγμα μετοχές εταιρειών που δραστηριοποιούνται στη βιομηχανία, στον τουρισμό κ.λπ.) που ο καθένας θα αντιδρούσε διαφορετικά στο ίδιο γεγονός, όπως, για παράδειγμα η πανδημία του COVID-19.

⁹⁶ Η αντιστάθμιση είναι μια στρατηγική διαχείρισης κινδύνων που χρησιμοποιείται για τον συμψηφισμό ζημιών σε επενδύσεις και τον μετριασμό των κεφαλαιακών απωλειών. Αυτό επιτυγχάνεται συνήθως λαμβάνοντας αντίθετη θέση σε ένα σχετικό περιουσιακό στοιχείο, δηλαδή, με την αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων τα οποία δίνουν το αντίθετο αποτέλεσμα από μια επενδυτική κίνηση όπως είναι τα συμβόλαια δικαιώματα προαίρεσης. Η μείωση του κινδύνου που παρέχεται από την αντιστάθμιση έχει συνήθως ως αποτέλεσμα και τη μείωση των πιθανών κερδών.

⁹⁷ Βλ. Γ. Κουνάδη και Α. Δασμάνογλου, ό.π., σελ. 59

⁹⁸ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 72.

Αρχικά, η θετική αγορά-στόχος των μετοχών μιας εισηγμένης εταιρίας υψηλής κεφαλαιοποίησης (blue chips) περιλαμβάνει όλες τις κατηγορίες πελατών (ιδιώτες, επαγγελματίες και επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους), οι οποίοι έχουν βασικές τουλάχιστον γνώσεις ή/ και στοιχειώδη εμπειρία με τέτοιου είδους μετοχές. Ο δυνητικός επενδυτής, λόγω της μεταβλητότητας αυτού του είδους τις μετοχές, θα πρέπει να διαθέτει υψηλή ανοχή κινδύνου, δηλαδή, να είναι σε θέση να απωλέσει ακόμη το σύνολο του επενδύμενου κεφαλαίου να αποδεχόμενος τις διακυμάνσεις των τιμών αλλά λαμβάνοντας ως αντάλλαγμα ευκαιρίες υψηλότερων αποδόσεων, στις οποίες και σκόπευε με την συγκεκριμένη επένδυσή του. Αντίστοιχα, η αρνητική αγορά-στόχος των συγκεκριμένων επενδυτικών προϊόντων περιλαμβάνει τους επενδυτές που δεν έχουν καμία γνώση ούτε εμπειρία σχετικά με τέτοιου είδους μετοχές και/ ή επιδιώκουν πλήρη προστασία και αποπληρωμή του επενδύμενου κεφαλαίου τους και/ ή έχουν μηδενική ανοχή κινδύνου. Στην γκριζα ζώνη της αγοράς-στόχου βρίσκονται οι επενδυτές που βρίσκονται σε ένα ενδιάμεσο επίπεδο, δηλαδή, έχουν μεσαία ανοχή κινδύνου και επιδιώκουν μια ενδιάμεση προστασία, χωρίς ούτε να μπορούν να αποδεχτούν την απώλεια όλου του κεφαλαίου τους αλλά ούτε και να επιδιώκουν την πλήρη αποπληρωμή του.

Ένα δεύτερο παράδειγμα είναι αυτό των υπό αίρεση μετατρέψιμων ομολόγων (contingent convertibles). Η θετική αγορά-στόχος απαρτίζεται από επαγγελματίες πελάτες που κατανοούν πλήρως τα πολύπλοκα χαρακτηριστικά των εν λόγω προϊόντων και έχουν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα. Στην αρνητική αγορά-στόχο περιλαμβάνονται οι ιδιώτες και οι επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι που επιδιώκουν το άμεσο και γρήγορο κέρδος. Στην γκριζα ζώνη βρίσκονται οι επαγγελματίες πελάτες που, όμως, έχουν μηδενικές γνώσεις και ανεπαρκή εμπειρία για την κατανόηση της πολυπλοκότητας αυτών των ομολόγων και/ ή επιδιώκουν άμεση κερδοφορία αλλά και οι ιδιώτες και επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι που έχουν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα, βασικές γνώσεις και μερική εξοικείωση σε σχέση με τη σύνθετη φύση αυτών των προϊόντων.

Τέλος, η θετική αγορά-στόχος δικαιωμάτων συμμετοχής σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και παραστατικών τίτλων (warrants) περιλαμβάνει ιδιώτες και επαγγελματίες πελάτες, ενημερωμένους ή/και έμπειρους σε τέτοιου είδους επενδυτικά προϊόντα, με μεγάλη δυνατότητα να υποστούν ζημιές και με επενδυτικό σκοπό την αντιστάθμιση κινδύνων ή την εξισορροπητική κερδοσκοπίας (arbitrage), ανεξαρτήτως επενδυτικού ορίζοντα ανεξαρτήτως του χρονικού ορίζοντα της επένδυσης. Στην αρνητική αγορά-στόχο περιλαμβάνονται οι πελάτες που δεν έχουν τις αναγκαίες γνώσεις ούτε την απαιτούμενη εξοικείωση με αυτού του είδους τα προϊόντα ή/και μηδενική ή χαμηλή ανοχή στον κίνδυνο ή/και επιδιώκουν το άμεσο κέρδος. Στην γκριζα ζώνη, τέλος, βρίσκονται οι επενδυτές που έχουν μέση γνώση και εμπειρία σε σχέση με το εν λόγω χρηματοπιστωτικό μέσο, περιορισμένη ανοχή κινδύνου και επιδιώκουν την άμεση κερδοφορία.

5. Υποχρεώσεις του κατασκευαστή σε σχέση με την αγορά-στόχο

α. Προσδιορισμός της δυνητικής αγοράς-στόχου

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων που κατασκευάζουν επενδυτικά προϊόντα προς πώληση σε πελάτες («κατασκευαστές προϊόντων»⁹⁹) υποχρεούνται, βάσει της MIFID II, να προσδιορίζουν σε επαρ-

⁹⁹ Στην παρ. 6 των Κατευθυντήριων γραμμών της ESMA, ό.π. και σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη 15 και το αρθρ. 9 παρ. 1 της κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593, ως «κατασκευαστής» ορίζεται η επιχείρηση η οποία κατασκευάζει ένα επενδυτικό προϊόν, συμπεριλαμβανόμενης της δημιουργίας, της ανάπτυξης, της έκδοσης ή

κώς λεπτομερές επίπεδο τη δυνητική αγορά-στόχο. Πρέπει, δηλαδή, να προσδιορίσουν τον τύπο (ή τους τύπους) πελατών, για τις ανάγκες, τα χαρακτηριστικά και τους στόχους των οποίων, το συγκεκριμένο προϊόν που παράγουν είναι συμβατό (θετική αγορά στόχος) και, αντιστοίχως, μη συμβατό (αρνητική αγορά-στόχος).

Οι κατασκευαστές θα πρέπει να χρησιμοποιούν ως βάση για τον καθορισμό της δυνητικής αγοράς-στόχου των επενδυτικών προϊόντων τους τον κατάλογο των πέντε ανωτέρω αναφερόμενων κριτηρίων.¹⁰⁰ Προς αποφυγή παρερμηνειών και παρανοήσεων, οι κατασκευαστές καλούνται, επίσης, να ορίζουν με σαφήνεια τις έννοιες και την ορολογία που χρησιμοποιούν στο πλαίσιο ανάλυσης των ως άνω κριτηρίων κατά τον προσδιορισμό της αγοράς στόχου ενώ αν, κατά την κρίση τους, θεωρήσουν τα κριτήρια αυτά υπερβολικά περιοριστικά, επιτρέπεται να προσθέσουν και συμπληρωματικά κριτήρια.¹⁰¹

Με δεδομένο ότι οι κατασκευαστές συνήθως δεν βρίσκονται σε άμεση επαφή με τους τελικούς πελάτες, η δυνητική αγορά-στόχος προσδιορίζεται με βάση τις θεωρητικές γνώσεις και την προηγούμενη εμπειρία τους με το συγκεκριμένο ή με παρόμοια επενδυτικά προϊόντα και τις χρηματοπιστωτικές αγορές εν γένει καθώς και μέσω των πληροφοριών που λαμβάνουν από τους διανομείς σχετικά με τις ανάγκες, τα χαρακτηριστικά και τους στόχους των δυνητικών τελικών πελατών. Συνεπώς, η αξιολόγηση του κατασκευαστή διενεργείται με βάση μια γενικότερη εικόνα του τρόπου με τον οποίο τα χαρακτηριστικά και η φύση του προϊόντος τους θα είναι συμβατά με ορισμένα είδη επενδυτών.¹⁰²

β. Προσδιορισμός της στρατηγικής διανομής¹⁰³ του κατασκευαστή

Οι κατασκευαστές, μετά τον προσδιορισμό της δυνητικής αγοράς-στόχου, υποχρεούνται να καθορίσουν την κατάλληλη στρατηγική για τη διανομή του εκάστοτε επενδυτικού προϊόντος τους και να διασφαλίζουν ότι είναι συμβατή με την προσδιορισμένη αγορά-στόχο.

Αρχικά, ο κατασκευαστής, εφόσον έχει τη δυνατότητα να επιλέγει τους διανομείς των προϊόντων του, πρέπει να επιλέξει τους διανομείς των οποίων ο τύπος πελατών και οι υπηρεσίες τις οποίες είναι νομίμως αδειοδοτημένοι να παρέχουν είναι συμβατές με την αγορά-στόχο του προϊόντος. Ο κατασκευαστής καλείται, επίσης, να προτείνει στους διανομείς τις ενδεδειγμένες επενδυτικές υπηρεσίες με τις οποίες θα πρέπει ή θα μπορούν οι επενδυτές να αποκτήσουν το συγκεκριμένο προϊόν ούτως ώστε να εξασφαλίζεται ότι η διάθεση του προϊόντος θα γίνεται εντός της προσδιορισμένης αγοράς-στόχου. Παραδείγματος χάριν, για ένα δομημένο επενδυτικό προϊόν

του σχεδιασμού του εν λόγω προϊόντος καθώς και της παροχής συμβουλών σε εταιρικούς εκδότες για την έναρξη νέου προϊόντος.

¹⁰⁰ Όπως χαρακτηριστικά αναφέρεται στις Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA, ό.π. παρ. 13, για τις υπηρεσίες στην μαζική αγορά, είναι πιθανόν να απαιτείται αυτοματοποίηση διαδικασιών μέσω μαθηματικών τύπων ή αλγοριθμικών μεθοδολογιών που επεξεργάζονται ποσοτικά κριτήρια για τα επενδυτικά προϊόντα και τους πελάτες. Τα εν λόγω ποσοτικά δεδομένα παράγονται συνήθως μέσω συστημάτων βαθμολόγησης των χαρακτηριστικών των προϊόντων όπως η μεταβλητότητα ή μέσω «μετατροπής» πραγματολογικών δεδομένων σε αριθμητικά συστήματα. Οι κατασκευαστές, κατά τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου, δεν θα πρέπει να αξιολογούν αποκλειστικά τέτοιου είδους ποσοτικά κριτήρια αλλά θα πρέπει να βασίζονται και σε επαρκείς ποιοτικές παραμέτρους.

¹⁰¹ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 14, 16 και 20.

¹⁰² Βλ. άρθρ. 9 παρ. 9 της κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593· ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 17 και 35.

¹⁰³ Ως στρατηγική διανομής ορίζεται το είδος της επενδυτικής υπηρεσίας μέσω της οποίας οι πελάτες-στόχοι θα μπορούν να αποκτήσουν ένα συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν.

βέλτιστη στρατηγική διανομής σε ιδιώτες πελάτες μπορεί να θεωρηθεί και να οριστεί από τον κατασκευαστή του μόνο η παροχή επενδυτικών συμβουλών. Εάν το προϊόν θεωρείται κατάλληλο προς πώληση χωρίς την παροχή συμβουλών, ο κατασκευαστής θα μπορούσε, επίσης, να προσδιορίζει τον προτιμώμενο δίαυλο για την απόκτησή του από τους στοχευόμενους πελάτες.¹⁰⁴

γ. Παροχή πληροφοριών στον διανομέα των επενδυτικών προϊόντων

Οι κατασκευαστές προϊόντων πρέπει, επίσης, να θέτουν στη διάθεση κάθε διανομέα όλες τις κατάλληλες πληροφορίες για το επενδυτικό προϊόν και την διαδικασία έγκρισής του, συμπεριλαμβανομένης της προσδιορισμένης θετικής και αρνητικής δυνητικής αγοράς-στόχου του προϊόντος¹⁰⁵, και των συμβατών με το προϊόν στρατηγικών διανομής του.¹⁰⁶ Οι πληροφορίες αυτές πρέπει να είναι επαρκείς ώστε να δύνανται οι διανομείς να κατανοούν και να προτείνουν ή να πωλούν το επενδυτικό προϊόν ορθά και να χρησιμοποιηθούν από αυτούς ως αφετηρία για τον προσδιορισμό των ορίων της πραγματικής αγοράς-στόχου.

δ. Τακτική επανεξέταση του επενδυτικού προϊόντος

Τέλος, οι κατασκευαστές προϊόντων θα πρέπει να επαναξιολογούν τα προϊόντα τους σε τακτική βάση, στηριζόμενοι στην ανατροφοδότηση που λαμβάνουν από τους διανομείς και αξιολογώντας με κριτική σκέψη κάθε γεγονός που θα μπορούσε να επιδράσει ουσιωδώς και να μεταβάλει την προσδιορισμένη θετική και αρνητική δυνητική αγορά-στόχο. Οφείλουν να εξετάζουν συχνά εάν το επενδυτικό προϊόν που έχουν κατασκευάσει παραμένει συμβατό με τις ανάγκες, χαρακτηριστικά και στόχους της προσδιορισμένης δυνητικής αγοράς-στόχου, εάν η σκοπούμενη στρατηγική διανομής τους εξακολουθεί να είναι κατάλληλη καθώς και το εάν πράγματι το δεδομένο προϊόν διανέμεται εντός της θετικής αγοράς-στόχο ή, αντιστρόφως, αν προσεγγίζει πελάτες για τις ανάγκες, τα χαρακτηριστικά και τους στόχους των οποίων δεν είναι συμβατό.¹⁰⁷

6. Υποχρεώσεις του διανομέα σε σχέση με την αγορά-στόχο

α. Προσδιορισμός της πραγματικής αγοράς-στόχου

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων που λειτουργούν ως διανομείς προϊόντων¹⁰⁸ πρέπει να λαμβάνουν εύλογα μέτρα και να υιοθετούν επαρκείς ρυθμίσεις διακυβέρνησης προϊόντων ώστε να διασφαλίζουν ότι το επενδυτικό προϊόν που σκοπεύουν να προσφέρουν ή να προτείνουν, είναι συνεπές με τις ανάγκες, τα χαρακτηριστικά και τους στόχους της προσδιορισμένης από τον κατασκευαστή δυνητικής θετικής αγοράς-στόχου και, αντιστρόφως, ότι το επενδυτικό προϊόν δεν προσφέ-

¹⁰⁴ Βλ. άρθρ. 24 παρ. 1 της Οδηγίας MiFID II και ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 25-26

¹⁰⁵ Βλ. άρθρ. 16 παρ.3 σημείο 5 της Οδηγίας MiFID II.

¹⁰⁶ Βλ. άρθρ. 9 παρ. 13 της κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593.

¹⁰⁷ Βλ. άρθρ. 16 παρ. 3 της Οδηγίας MiFID II και αρθρ. 9 παρ. 14 της κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593.

¹⁰⁸ Στην παρ. 6 των Κατευθυντήριων γραμμών της ESMA, ό.π. και σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη 15 και το αρθρ. 10 παρ. 1 της κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593, ως «διανομέας» ορίζεται επιχείρηση η οποία προσφέρει, προτείνει ή πωλεί ένα επενδυτικό προϊόν ή μια επενδυτική υπηρεσία σε πελάτη.

ρεται ούτε συστήνεται στην αρνητική αγορά-στόχο, δηλαδή στις ομάδες πελατών, με τις ανάγκες, τα χαρακτηριστικά και τους στόχους των οποίων δεν είναι συμβατό.

Αφού ο κατασκευαστής έχει ήδη προσδιορίσει την δυνητική αγορά-στόχο, ο διανομέας καλείται, πριν συμπεριλάβει ένα συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν στη συλλογή προϊόντων τους και πριν αρχίσει τις επιχειρηματικές συναλλαγές για αυτό, να ορίσει την πραγματική αγορά-στόχο. Η διαδικασία αυτή τοποθετείται χρονικά σε ένα πρώιμο στάδιο, πριν από την έναρξη της λειτουργίας της επιχείρησης και συμπίπτει, κατά κανόνα, με τη διαδικασία λήψης αποφάσεων ως προς τη γενικότερη επιχειρηματική πολιτική του διανομέα, ήτοι το εύρος των επενδυτικών υπηρεσιών και των χρηματοπιστωτικών προϊόντων που πρόκειται να προσφέρει.¹⁰⁹

Η πραγματική αγορά-στόχος είναι, κατά κανόνα, λεπτομερέστερη από τη δυνητική και βασίζεται στις πρακτικές γνώσεις και την εμπειρία του διανομέα σε σχέση με μια συγκεκριμένη ομάδα πελατών που βρίσκονται σε άμεση επαφή μαζί του. Παραδείγματος χάριν, ένας διανομέας που προσέφερε μέχρι τώρα απλά χρηματοπιστωτικά προϊόντα (π.χ. ασφαλιστικά ή τραπεζικά προϊόντα), και ως εκ τούτου δεν έχει άμεσες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση, την εμπειρία και τους στόχους των πελατών στον τομέα των επενδύσεων σε πιο περίπλοκα επενδυτικά προϊόντα, θα πρέπει να εφαρμόζει μια πιο περιοριστική προσέγγιση στον ορισμό της αγοράς-στόχου σε σύγκριση με έναν διανομέα που σκοπεύει να προσφέρει ένα νέο επενδυτικό προϊόν σε πελάτες στους οποίους παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες για παρόμοια επενδυτικά προϊόντα σε μακροπρόθεσμη βάση.

Κατά τον προσδιορισμό της πραγματικής αγοράς-στόχου, ο διανομέας θα πρέπει να προβεί σε κριτική αξιολόγηση των γνώσεων και των πληροφοριών που συγκεντρώνει από την ανάλυση των χαρακτηριστικών τόσο των υφιστάμενων όσο και των δυνητικών πελατών του. Επιπλέον, θα πρέπει να χρησιμοποιεί τα όλα τα κατά την κρίση του ουσιώδη και χρήσιμα για τον σκοπό αυτό πληροφοριακά στοιχεία και δεδομένα που λαμβάνει από τους κατασκευαστές, από τις παρεχόμενες από αυτόν επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες καθώς και εν γένει από οποιαδήποτε άλλη πηγή.¹¹⁰

Σε κάθε περίπτωση, ο διανομέας πρέπει να εκκινεί τον προσδιορισμό της πραγματικής αγοράς-στόχου από τη γενικότερη αξιολόγηση της δυνητικής που έχει ορίσει ο κατασκευαστής, λαμβάνοντας υπόψη τα όρια της και χωρίς να αποκλίνει από τις θεμελιώδεις αποφάσεις που έχουν ληφθεί από τον τελευταίο. Δεν είναι θεμιτό ο διανομέας να βασίζεται αποκλειστικά στην προσδιορισμένη από τον κατασκευαστή αγορά-στόχο αλλά θα πρέπει να συνεκτιμά τον τύπο πελατών στους οποίους παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, τη φύση των επενδυτικών προϊόντων και το είδος των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει και, υπό αυτό το πρίσμα, να ορίζει την πραγματική αγορά-στόχο σε ένα πιο συγκεκριμένο επίπεδο. Ουσιαστικά καλείται να αξιολογήσει και να προσδιορίσει τις ανάγκες των πελατών του. Για τον λόγο αυτό, οι διανομείς θα πρέπει να καθιερώσουν και να διατηρούν μια ειδική διαδικασία προσδιορισμού της πραγματικής αγοράς-στόχου ώστε να προσαρμόζουν τη δυνητική αγορά-στόχο στη δική τους πελατειακή βάση.

Η εν λόγω διαδικασία υπόκειται στην αρχή της αναλογικότητας, δηλαδή ο έλεγχος και η περαιτέρω επεξεργασία της αγοράς-στόχου του κατασκευαστή από τον διανομέα πραγματοποιείται σε

¹⁰⁹ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 27-28.

¹¹⁰ Για παράδειγμα, πληροφορίες που αποκτούν οι διανομείς μέσω έρευνας εγγράφων (desk or secondary research), στην περίπτωση που είναι νέες επιχειρήσεις και δεν έχουν ακόμη στη διάθεσή τους αρκετές πραγματικές πληροφορίες για τους δικούς τους πελάτες.

ένταση ανάλογη με την φύση του επενδυτικού προϊόντος. Όσο πιο περίπλοκο είναι ένα επενδυτικό προϊόν, σε τόσο εντονότερο έλεγχο και επεξεργασία πρέπει υποβληθεί η δυνητική αγορά-στόχος από τον διανομέα ώστε να προσαρμοστεί στους δικούς του πελάτες. Αντίθετα, όσο πιο απλό και κοινό είναι ένα επενδυτικό προϊόν τόσο λιγότερο έντονος έλεγχος χρειάζεται να διενεργηθεί και τόσο πιθανότερο είναι ο διανομέας να συμπεράνει από τον έλεγχο αυτό ότι δεν συντρέχει λόγος για περαιτέρω επεξεργασία και συγκεκριμενοποίηση της δυνητικής αγορά-στόχου. Στην περίπτωση αυτή ο διανομέας μπορεί να χρησιμοποιήσει τη δυνητική αγορά-στόχο ως έχει¹¹¹ ενώ αναφορικά με πιο σύνθετα χρηματοπιστωτικά μέσα, η υιοθέτηση της αγοράς στόχου του κατασκευαστή θα πρέπει να είναι ένα εξαιρετικό γεγονός που απαιτεί περαιτέρω αιτιολόγηση. Σε κάθε περίπτωση, αξίζει να επισημανθεί ότι η υιοθέτηση της δυνητικής αγορά-στόχου δεν πρέπει να γίνεται αυτόματα λόγω της λειτουργίας της αγοράς-στόχου στην προστασία των επενδυτών και του συστηματικού διαχωρισμού των καθηκόντων του κατασκευαστή και του διανομέα στο πλαίσιο της διακυβέρνησης των προϊόντων.

Ο διανομέας για τον καθορισμό της πραγματικής αγοράς-στόχου χρησιμοποιεί τον ίδιο κατάλογο κατηγοριών με τον κατασκευαστή, όπως αυτές αναλύονται από τις Κατευθυντήριες γραμμές της ESMA. Σε αντίθεση με τον κατασκευαστή, ο διανομέας δεν χρειάζεται πάντα να τα εφαρμόζει σωρευτικά.¹¹² Σε περίπτωση που λόγω της φύσης των επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών που παρέχει ο διανομέας οι πληροφορίες που αφορούν ορισμένα από τα κριτήρια δεν μπορούν να αποκτηθούν, ο διανομέας πρέπει να δώσει ιδιαίτερη προσοχή στην αγορά-στόχο και τη στρατηγική διανομής που καθορίζεται από τον κατασκευαστή του προϊόντος και πιθανότατα δικαιούται να βασιστεί αποκλειστικά σε αυτήν.

Ως εκ τούτου, η πραγματική αγορά -στόχος ενός επενδυτικού προϊόντος που καθορίζεται από τον διανομέα θα είναι τυπικά, αλλά όχι απαραίτητα, ένα στενότερο και περισσότερο ειδικά καθορισμένο υποσύνολο της δυνητικής αγοράς-στόχου που προσδιορίζεται από τον κατασκευαστή.

β. Προσδιορισμός της στρατηγικής διανομής

Ο διανομέας, αφού αποφασίσει το εύρος των προϊόντων που πρόκειται να διανείμει και προσδιορίσει την ομάδα των τελικών πελατών-στόχων στους οποίους θα απευθύνεται, καλείται να ορίσει και τις επενδυτικές υπηρεσίες μέσω των οποίων θα γίνεται η διανομή του εκάστοτε προϊόντος στην πραγματική αγορά-στόχο. Η προβλεπόμενη στρατηγική διανομής ενός επενδυτικού προϊόντος πρέπει να είναι σύμφωνη με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της προσδιορισμένης αγοράς-στόχου.

Αρχικά, ο διανομέας οφείλει να εξετάζει και να αξιολογεί κριτικά τη στρατηγική που έχει προσδιοριστεί από τον κατασκευαστή για κάθε επενδυτικό προϊόν που εντάσσει στο χαρτοφυλάκιό του και, στη συνέχεια, να καθορίζει τη δική του στρατηγική λαμβάνοντας υπόψη την πελατειακή βάση του και τις παρεχόμενες εκ μέρους του επενδυτικές υπηρεσίες. Εφόσον κρίνει ότι δεν υφίσταται ανάγκη διεύρυνσης ή περιορισμού της, μπορεί να αποφασίσει να υιοθετήσει την προτει-

¹¹¹ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 38.

¹¹² Βλ. . Hobza M./Vondrackova A., Target Market under MiFID II: The Distributor's Perspective, Prague Law Working Papers Series, 2018, σελ. 6.

νόμηση από τον κατασκευαστή του επενδυτικού προϊόντος στρατηγική διανομής χωρίς καμία διαφοροποίηση.

Δύναται, όμως, να αποφασίσει να ακολουθήσει μια πιο συνετή και αυστηρή προσέγγιση, περιορίζοντας το εύρος της προσδιορισμένης από τον κατασκευαστή στρατηγικής και εξασφαλίζοντας ένα υψηλότερο επίπεδο προστασίας στους επενδυτές. Για παράδειγμα, τα χρηματοπιστωτικά μέσα των οποίων η δομή είναι περίπλοκη και δύσκολη στην κατανόηση πρέπει να διανέμονται στους ιδιώτες πελάτες αυστηρά μέσω επενδυτικών συμβουλών για την καλύτερη προστασία τους, ακόμα και αν ο κατασκευαστής είχε ορίσει διαφορετική στρατηγική διανομής τους. Μια διανομή μέσω μιας υπηρεσίας διανομής χωρίς συμβουλευτικό στοιχείο θα πρέπει να αποτελεί εξαίρεση και να συνοδεύεται από επαρκή αιτιολόγηση. Μάλιστα, είναι πιθανόν ακόμη να απαιτηθεί από τον διανομέα ιδιαίτερα πολύπλοκα δομημένα χρηματοοικονομικά μέσα να προσφέρονται σε ιδιώτες τελικούς πελάτες αποκλειστικά μέσω ειδικά εκπαιδευμένων επενδυτικών συμβούλων.¹¹³ Επιπλέον, ακόμη κι εάν ο κατασκευαστής έχει σχεδιάσει την πώληση ενός όχι και τόσο περίπλοκου επενδυτικού προϊόντος μέσω υπηρεσιών απλής εκτέλεσης εντολών,¹¹⁴ ο διανομέας έχει την ευχέρεια να αποφασίσει να το προσφέρει αποκλειστικά μόνο μέσω επενδυτικών παροχής επενδυτικών συμβουλών ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου, επειδή θεωρεί ότι με τον τρόπο αυτό θα διασφαλίσει καλύτερα τα συμφέροντα των πελατών της πραγματικής αγοράς-στόχου που χαρακτηρίζονται ενδεχομένως από περιορισμένες γνώσεις και εμπειρία όσον αφορά τις επενδύσεις στο συγκεκριμένο είδος προϊόντος ή/και από ασταθή χρηματοοικονομική κατάσταση ή/και πολύ βραχυπρόθεσμους στόχους.¹¹⁵

Αντιθέτως, υπό εξαιρετικές συνθήκες και συγκεκριμένες προϋποθέσεις, ο διανομέας μπορεί να αποφασίσει να υιοθετήσει μια λιγότερο συνετή προσέγγιση σε σχέση με τη στρατηγική διανομής που έχει προσδιορίσει ο κατασκευαστής. Αν, για παράδειγμα, ο κατασκευαστής θεωρεί ότι ένα συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν, λόγω των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του, θα πρέπει να προσφέρεται μόνο μέσω της παροχής επενδυτικών συμβουλών, ώστε να έχουν οι διανομείς τη δυνατότητα να εξετάσουν ενδελεχώς και να κρίνουν δεόντως αν ο εκάστοτε πελάτης εμπίπτει στην αγορά-στόχο, ο διανομέας εξακολουθεί να διατηρεί την ευχέρεια να το διαθέτει μέσω υπηρεσιών μόνο εκτέλεσης εντολών σε συγκεκριμένο, όμως, τμήμα πελατών. Πρέπει το τμήμα αυτό των πελατών στους οποίους ο διανομέας προσφέρει το δεδομένο προϊόν να έχει αποδεδειγμένα γνώσεις και εμπειρία πάνω από το μέσο όρο, ώστε η διανομή του σε αυτούς μέσω υπηρεσιών χωρίς συμβουλευτικό χαρακτήρα να είναι αποδεκτή. Αντίθετα, για τους πελάτες με μέση εξειδίκευση σε σχέση με παρόμοιου τύπου προϊόντα θα πρέπει να ακολουθηθεί η πιο αυστηρή στρατηγική διανομής του κατασκευαστή.

Σε κάθε περίπτωση, οποιαδήποτε παρέκκλιση του διανομέα από την προτεινόμενη στρατηγική διανομής πρέπει να στηρίζεται σε ενδελεχή ανάλυση των χαρακτηριστικών του προϊόντος και των εν λόγω πελατών-στόχων, ώστε να αποφευχθεί πιθανή ευθύνη του, και να κοινοποιείται στον κατασκευαστή.

¹¹³ Βλ. Hobza M., Vondrackova A., ό.π., σελ. 8

¹¹⁴ Προϋποτίθεται ότι ο κατασκευαστής του επενδυτικού προϊόντος κατά τον προσδιορισμό της δυναμικής αγοράς-στόχου, κατόπιν αξιολόγησης των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του και με βάση τις διαθέσιμες σε αυτόν πληροφορίες, έχει κρίνει ως συμβατή στρατηγική διανομή του προϊόντος την προσφορά του μέσω επενδυτικών υπηρεσιών που συνίστανται στη λήψη και τη διαβίβαση εντολών, χωρίς να διακυβεύονται τα συμφέροντα της ομάδας της αγοράς-στόχου.

¹¹⁵ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 50.

Τέλος, η στρατηγική διανομής πρέπει, φυσικά, να λαμβάνει υπόψη την έκταση της εξουσιοδότησης του διανομέα να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες. Εάν ο διανομέας δεν είναι αδειοδοτημένος να παρέχει υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου, αν και η στρατηγική διανομής του κατασκευαστή αναμένει την παροχή μιας τέτοιας υπηρεσίας, και εάν ταυτόχρονα, δεν υπάρχει λόγος για μια λιγότερο συνετή στρατηγική διανομής, ο διανομέας δεν επιτρέπεται να προσφέρει, να συστήσει ή να πουλήσει αυτού του είδους τα επενδυτικά προϊόντα στους πελάτες του.

γ. Τακτική επανεξέταση του επενδυτικού προϊόντος

Ο διανομέας προϊόντων πρέπει να ελέγχει περιοδικά τις ρυθμίσεις διακυβέρνησης των προϊόντων του και να λαμβάνει, όταν είναι απαραίτητο, τα κατάλληλα μέτρα ώστε να διασφαλιστεί ότι παραμένουν ισχυρές και κατάλληλες για τον σκοπό τους.

Ειδικότερα, οφείλει να αξιολογεί σε τακτική βάση τα επενδυτικά προϊόντα που προσφέρει ή προτείνει, και τις προσφερόμενες επενδυτικές υπηρεσίες καθώς και να επανεξετάζει την πραγματική αγορά-στόχο για κάθε επενδυτικό προϊόν σχετικά με το οποίο πραγματοποιεί συναλλαγές, λαμβάνοντας υπόψη κάθε γεγονός και πληροφορία που ενδέχεται να την επηρεάσουν σημαντικά. Σε περίπτωση που διαπιστώσει ότι έχει εσφαλμένα προσδιορίσει την αγορά-στόχο για ένα συγκεκριμένο προϊόν ή υπηρεσία ή ότι το προϊόν ή η υπηρεσία δεν πληροί πλέον τις συνθήκες της προσδιορισμένης αγοράς-στόχου, όπως όταν το προϊόν έχει καταστεί μη ρευστό ή πολύ ασταθές λόγω αλλαγών στην αγορά, υποχρεούται να επικαιροποιεί αναλόγως τις ρυθμίσεις διακυβέρνησης των προϊόντων του.¹¹⁶

δ. Παροχή πληροφοριών στον κατασκευαστή του προϊόντος

Τέλος, ο διανομέας προϊόντων θα πρέπει να παρέχει στον κατασκευαστή ανατροφοδότηση, ήτοι πληροφορίες σχετικά με τις συναλλαγές που συνάπτει, ώστε να είναι σε θέση ο τελευταίος να παρακολουθεί και να επανεξετάζει την αγορά-στόχο των προϊόντων του. Ειδικότερα, ο διανομέας οφείλει να ενημερώνει τον καταναλωτή σχετικά με τις πωλήσεις και, όπου ενδείκνυται, να παρέχει τις πληροφορίες που προκύπτουν ως αποτέλεσμα αφενός της αξιολόγησης της δυνητικής αγοράς-στόχου και της σχεδιασμένης από τον κατασκευαστή στρατηγική διανομής και αφετέρου της περιοδικής επανεξέτασης που διενεργεί ο ίδιος στην πραγματική αγορά-στόχο και στις επενδυτικές υπηρεσίες που χρησιμοποιεί κατά βάση. Η ανατροφοδότηση περιλαμβάνει δεδομένα σχετικά με κάθε είδους παρεκκλίσεις και διαφοροποιήσεις από την δυνητική αγορά-στόχο και τη σκοπούμενη στρατηγική διανομής, συνοπτική περιγραφή των τύπων των πελατών και των διαύλων διανομής μέσω των οποίων παρέχεται το προϊόν καθώς και περίληψη τυχόν παραπόνων που ελήφθησαν ή απαντήσεις σε ερωτήσεις που προτείνει ο διανομέας σε δείγμα πελατών για ανατροφοδότηση. Η πληροφόρηση αυτή υπόκειται στην αρχή της αναλογικότητας μπορεί να παρέχεται στον κατασκευαστή σε συγκεντρωτική μορφή, χωρίς να είναι αναγκαίο να εξειδικεύεται ανά μέσο ή ανά συναλλαγή.¹¹⁷ Ωστόσο, υφίσταται η ανάγκη να παρέχονται στον κατασκευαστή και ειδικές ανά προϊόν πληροφορίες εφόσον αυτές έχουν ιδιαίτερη σημασία για μεμονωμέ-

¹¹⁶ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 58.

¹¹⁷ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 57.

να προϊόντα, όπως για παράδειγμα, εάν ο διανομέας συμπεράνει ότι η δυνητική αγορά-στόχος του κατασκευαστή έχει προσδιοριστεί εσφαλμένως και χρήζει άμεσης αναθεώρησης.¹¹⁸

Τέλος, ο διανομέας πρέπει να γνωστοποιεί στον κατασκευαστή για όλες τις πωλήσεις των προϊόντων του που πραγματοποιήθηκαν εκτός της εκάστοτε θετικής αγοράς-στόχου και να τον πληροφορεί για τους λόγους και τις συνθήκες αυτής της πώλησης. Εξαιρέση από την υποβολή στον κατασκευαστή των στοιχείων σχετικά με τις πωλήσεις στην γκρίζα ζώνη, εισάγει η ESMA, στην περίπτωση που οι εν λόγω πωλήσεις εξυπηρετούν σκοπούς διαφοροποίησης και αντιστάθμισης κινδύνου και εάν εξακολουθούν να είναι κατάλληλες δεδομένου του συνολικού χαρτοφυλακίου του πελάτη ή του κινδύνου που αντισταθμίζεται. Όμως, στοιχεία σχετικά με τις πωλήσεις προϊόντων στην αρνητική αγορά-στόχο θα πρέπει πάντα να υποβάλλονται στον κατασκευαστή, ακόμη κι αν οι συναλλαγές αυτές εξυπηρετούσαν διαφοροποίησης ή αντιστάθμισης κινδύνου.¹¹⁹

7. Ειδικές περιπτώσεις

α. Επιχειρήσεις επενδύσεων που λειτουργούν ως κατασκευαστές και διανομείς του ίδιου προϊόντος

Όταν μια εταιρεία λειτουργεί αναφορικά με ένα συγκεκριμένο επενδυτικό προϊόν τόσο ως κατασκευαστής όσο και ως διανομέας, απαιτείται μόνο μία αξιολόγηση της αγοράς-στόχου. Αυτονόητο είναι ότι τέτοια περίπτωση η επιχείρηση επενδύσεων υποχρεούται να προσδιορίσει την πραγματική αγορά -στόχο, λαμβάνοντας υπόψη τις πληροφορίες που έχει για τους πελάτες της.

β. Υποχρέωση προσδιορισμού αγοράς-στόχου σε περίπτωση αλυσίδας διαμεσολάβησης (intermediation chain)

Από το συνδυασμό των διατάξεων των άρθρων 16 παράγραφος 3 και 24 παράγραφος 2 της Οδηγίας MiFID II συμπεραίνουμε ότι κάθε επιχείρηση επενδύσεων υποχρεούται να σχεδιάσει την αγορά-στόχο με βάση τον «τελικό πελάτη», ήτοι τον τελευταίο πελάτη σε μία αλυσίδα διαμεσολάβησης. Δεν επιβάλλεται, αντίστοιχη, υποχρέωση για τις άλλες επενδυτικές εταιρείες που συμμετέχουν στην αλυσίδα διαμεσολάβησης και οι οποίες, σύμφωνα με την κατηγοριοποίηση των επενδυτών που προβλέπεται στο Παράρτημα II της Οδηγίας MiFID II θεωρούνται επαγγελματίες και επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι. Συνεπώς, στην περίπτωση που ένας επαγγελματίας πελάτης ή επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος αγοράζει ένα χρηματοπιστωτικό μέσο με πρόθεση να το μεταπωλήσει σε άλλους πελάτες, ενεργεί ως σύνδεσμος μιας ευρύτερης αλυσίδας διαμεσολάβησης και δεν θα πρέπει να θεωρηθεί «τελικός πελάτης». Αντιθέτως, πρόκειται για διανομέα ο οποίος υποχρεούται ο ίδιος να προσδιορίσει την πραγματική αγορά-στόχο του προϊόντος που σκοπεύει να διαθέσει σε ευρύτερο φάσμα επενδυτών, συμμορφωμένος με τις σχετικές απαιτήσεις διακυβέρνησης της Οδηγίας MiFID II. Ειδικότερη είναι η περίπτωση κατά την οποία ο επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος επιφέρει μεταβολές στο προϊόν, πριν από την περαιτέρω διάθεση του, με αποτέλεσμα να πρέπει να εφαρμόσει τις υποχρεώσεις που προβλέπει η Οδηγία MiFID II τόσο για τους κατασκευαστές όσο και για τους διανομείς.¹²⁰

¹¹⁸ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 58.

¹¹⁹ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 54-55.

¹²⁰ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 76-78 και Γ. Κουνάδης και Α. Δασμάνογλου, ό.π., σελ. 60.

γ. Διανομή επενδυτικών προϊόντων των οποίων ο κατασκευαστής δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας MiFID II

Οι υποχρεώσεις των διανομέων που σχετίζονται με την αγορά -στόχο συνδέονται συνήθως με τις προηγούμενες υποχρεώσεις των κατασκευαστών του επενδυτικού. Ωστόσο, ορισμένες από αυτές είναι πλήρως ανεξάρτητες και τοποθετούν τον διανομέα στην ίδια ακριβώς θέση με τον κατασκευαστή του χρηματοπιστωτικού μέσου, κυρίως στην περίπτωση που ο κατασκευαστής του χρηματοπιστωτικού μέσου δεν υπόκειται στις απαιτήσεις της Οδηγίας MiFID II.¹²¹

Το γεγονός ότι ο κατασκευαστής δεν εμπίπτει στο πεδίο της MiFID II επηρεάζει, αρχικά, την υποχρέωση προσδιορισμού της αγοράς-στόχου από τον διανομέα και καθορισμού της στρατηγικής διανομής του επενδυτικού προϊόντος που κατασκευάζει. Ο διανομέας προϊόντων δεν απαλλάσσεται από την δική του υποχρέωση να προσδιορίσει την πραγματική αγορά -στόχο του και να καθορίσει την κατάλληλη στρατηγική διανομής για το υπό κρίση επενδυτικό προϊόν, ακόμα και αν δεν έχει προηγηθεί ο προσδιορισμός της δυνητικής αγοράς-στόχου από τον κατασκευαστή, ο οποίος στη συγκεκριμένη περίπτωση δεν υποχρεούται το πράξει. Επισημαίνεται ότι ο διανομέας κατά τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου θα πρέπει να επιδεικνύει ιδιαίτερη σύνεση και δέουσα προσοχή διότι είναι ο μόνος εγγυητής και εφαρμογής αυτού του μέσου προστασίας των επενδυτών. Ο προσδιορισμός και σε αυτή την περίπτωση πρέπει να γίνει με κατάλληλο και αναλογικό τρόπο¹²², σύμφωνα με τα ανωτέρω περιγραφόμενα.

Σημαντικός είναι και ο αντίκτυπος της μη υπαγωγής ενός κατασκευαστή στις προβλεπόμενες υποχρεώσεις της MiFID II όσον αφορά τη διαδικασία συγκέντρωσης πληροφοριών που απαιτείται για τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου. Ο διανομέας πρέπει να συγκεντρώνει επαρκείς και αξιόπιστες πληροφορίες από τους κατασκευαστές που δεν υπόκεινται στη MiFID II και που, επομένως, δεν υπόκειται στην σχετική υποχρέωση παροχής πληροφοριών. Πρέπει να λαμβάνει όλα τα εύλογα μέτρα ώστε να διασφαλίζει ότι έκαστο επενδυτικό προϊόν διανέμεται στους τελικούς πελάτες, στον οποίον τα χαρακτηριστικά, τις ανάγκες και τους στόχους ανταποκρίνεται και, συνεπώς να παρέχουν στους πελάτες τους επίπεδο εξυπηρέτησης και προστασίας συγκρίσιμο με εκείνο που θα προβλεπόταν αν το προϊόν είχε σχεδιαστεί από οντότητα υποκείμενη στο

¹²¹ Οντότητες που δεν εμπίπτουν στο πεδίο της MiFID II είναι για παράδειγμα, εταιρείες επενδύσεων ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τρίτων χωρών, οι διαχειριστές ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ εκτός του πλαισίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών βάσει της MiFID II ή εκδότες εταιρικών ομολόγων που δεν είναι οντότητες που υπόκεινται στη MiFID II, όπως, μια εταιρεία του κατασκευαστικού κλάδου. Επισημαίνεται ότι οι ΟΣΕΚΑ και οι ΔΟΕΕ υπόκεινται στους κανόνες επιχειρηματικής συμπεριφοράς MiFID μόνο εάν παρέχουν υπηρεσίες διαχείρισης μεμονωμένων χαρτοφυλακίων ή προσφέρουν επενδυτικές συμβουλές, υπηρεσίες φύλαξης και διαχείρισης ή υποδοχή και μετάδοση παραγγελιών (βλ. άρθρα 6 (3) και (4) Οδηγία ΟΣΕΚΑ 2009/65/ΕΕ και άρθρα 6 (4) και (6) ΔΟΕΕ). Και οι δύο Οδηγίες ΟΣΕΚΑ και ΔΟΕ, ωστόσο, αναφέρονται στην MiFID I, η οποία δεν διέθετε ακόμη κανόνες διακυβέρνησης προϊόντων, ώστε το ερώτημα εάν οι ΟΣΕΚΑ και οι ΔΟΕΕ πρέπει να συμμορφώνονται με τους κανόνες διακυβέρνησης της MiFID II ακόμη και υπό αυτές τις προϋποθέσεις είναι ζήτημα ερμηνείας. Ενώ η ESMA επιβεβαίωσε αυτήν την ερμηνεία, θεώρησε, επίσης, προβληματικό ότι μόνο οι ΟΣΕΚΑ και οι ΔΟΕΕ που παρέχουν αυτές τις επενδυτικές ή παρεπόμενες υπηρεσίες υπόκεινται στους κανόνες διακυβέρνησης προϊόντων της MiFID II σε σχέση με αυτές τις υπηρεσίες. Η ESMA υποστηρίζει ότι το νομικά πλαίσιο για ΟΣΕΚΑ και ΔΟΕΕ πρέπει να τροποποιηθούν για να διασφαλιστεί ότι οι ΟΣΕΚΑ και ΔΟΕΕ πρέπει να συμμορφώνονται με τους κανόνες διακυβέρνησης προϊόντων της MiFID II για τους κατασκευαστές. Βλέπε ESMA, «Τελική έκθεση - Τεχνική συμβουλή της ESMA προς την Επιτροπή σχετικά με το MiFID II και MiFIR »(ESMA/2014/1569, 19 Δεκεμβρίου 2014), 52.

¹²² Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 61.

πλαίσιο της MiFID II.¹²³ Στα μέτρα περιλαμβάνεται, αρχικά, η αξιολόγηση των δημοσίως διαθέσιμων πληροφοριών, υπό την προϋπόθεση ότι είναι σαφείς, αξιόπιστες και προέρχονται από την εκπλήρωση κανονιστικών απαιτήσεων, όπως πληροφορίες που αποκαλύπτονται σύμφωνα με τις ειδικές διατάξεις του Κανονισμού 2017/1129 για το ενημερωτικό δελτίο¹²⁴, της Οδηγίας 2004/109/ΕΚ για τη διαφάνεια, του Κανονισμού για τα PRIIPs, της οδηγίας για ΟΣΕΚΑ¹²⁵ ή του ΔΟΕΕ.¹²⁶ Οι πρώτες δύο απαιτήσεις της σαφήνειας και αξιοπιστίας, όπως τίθενται στην κατ' εξουσιοδότηση Οδηγία της MiFID II, δημιουργούν ερωτηματικά, λόγω του ότι οι επιμέρους κανονισμοί και οδηγίες καθορίζουν ρητά παρόμοιες απαιτήσεις για τις υποχρεωτικές πληροφορίες.¹²⁷ Επομένως, υποστηρίζεται ότι ο διανομέας μπορεί να θεωρήσει, χωρίς περαιτέρω έρευνα, ότι πληροφορίες που του παρέχονται και έχουν παραχθεί σε συμμόρφωση με τις κανονιστικές απαιτήσεις, πληρούν τις προϋποθέσεις της σαφήνειας και αξιοπιστίας.¹²⁸

Σε περίπτωση που οι διαθέσιμες αυτές πληροφορίες δεν επαρκούν, εύλογο μέτρο που καλείται να λάβει ο διανομέας είναι η σύναψη συμφωνίας με τον κατασκευαστή ή τον αντιπρόσωπό του προκειμένου να λάβει όλες τις αναγκαίες πληροφορίες που επιτρέπουν στον διανομέα να πραγματοποιήσει την αξιολόγηση της αγοράς-στόχου.

Τα δύο αυτά μέτρα θα εφαρμοστούν σωρευτικά ή διαζευκτικά από τον διανομέα ανάλογα με τη διαθεσιμότητα δημόσιων πληροφοριών και την πολυπλοκότητα του χρηματοπιστωτικού μέσου. Στην πράξη, αυτό σημαίνει ότι όσον αφορά τα απλά, τυποποιημένα χρηματοοικονομικά μέσα, όπως ΟΣΕΚΑ, για τα οποία διατίθεται σχετικά ευρύ φάσμα πληροφοριών μέσω του «Εγγράφου Βασικών Πληροφοριών για του Επενδυτές» (ΚΙΙΔ), δεν μπορεί εύλογα να απαιτηθεί από τον διανομέα να λάβει περισσότερες πληροφορίες σχετικά με το χρηματοπιστωτικό μέσο απευθείας από τον κατασκευαστή ή τον αντιπρόσωπό του μέσω σύναψης σχετικής συμφωνίας. Από την άλλη πλευρά, στην περίπτωση των ΟΕΕ με τη σύνθετη επενδυτική στρατηγική τους, μπορεί να εφαρμοστεί μια τέτοια διαδικασία ακόμη και αν υπάρχει το «Έγγραφο Βασικών Πληροφοριών» (ΚΙΔ) βάσει του κανονισμού PRIIP. Ωστόσο, το όριο είναι μάλλον ασαφές και χρήζει μεγαλύτερης ακρίβειας η οποία επιτυγχάνεται κατά κανόνα στην πράξη μέσω της δράσης των αρμόδιων εποπτικών οργάνων.

Εάν, ωστόσο, δεν λάβει επαρκείς πληροφορίες σχετικά με ένα συγκεκριμένο προϊόν από τον κατασκευαστή, με αποτέλεσμα να αδυνατεί να προσδιορίσει την αγορά-στόχο, συστήνεται ο διανομέας να απέχει από τη συμπερίληψη αυτού του προϊόντος στη συλλογή προϊόντων του, μη δυνάμενος να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του βάσει της Οδηγίας MiFID II.¹²⁹

¹²³ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 60.

¹²⁴ Το άρθρ. 10 παρ. 2 κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593 εξακολουθεί να αναφέρεται στην προισχύουσα Οδηγία 2003/71/ΕΕ για το Ενημερωτικό Δελτίο, η οποία έχει αντικατασταθεί με τον Κανονισμό (ΕΕ) 2017/1129.

¹²⁵ Αξίζει να αναφερθεί ότι τα έγγραφα βασικών πληροφοριών για τους επενδυτές βάσει του κανονισμού των ΟΣΕΚΑ περιέχουν περιγραφή του τύπου του ιδιώτη επενδυτή στον οποίο προορίζεται να είναι διατεθεί το προϊόν ιδίως όσον αφορά τον επενδυτικό ορίζοντα και την ικανότητα να αντέχει επενδυτικές ζημιές.

¹²⁶ Βλ. άρθρ. 10 παρ. 2 κατ' εξουσιοδότηση Οδηγίας (ΕΕ) 2017/593 και ESMA, κατευθυντήριες γραμμές ό.π., παρ. 61.

¹²⁷ Βλ. παραδείγματος χάρι άρθρ. 6(1) του Κανονισμού (ΕΕ) 1286/2014 (PRIIPs Regulation)

¹²⁸ Βλ. M. Hobza, A. Vondrackova, ό.π., σελ. 9

¹²⁹ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες Γραμμές, ό.π. παρ. 63

Καθίσταται σαφές ότι το καθήκον του διανομέα να καθορίσει την πραγματική αγορά-στόχο είναι πολύ περισσότερο επαχθές εάν ο κατασκευαστής του προϊόντος δεν υπόκειται σε υποχρεώσεις διακυβέρνησης προϊόντων, και, συνεπώς, δεν έχει ήδη καθορίσει τη δυνητική αγορά -στόχο. Πολλοί διανομείς προϊόντων δεν είναι πρόθυμοι να υποστούν περισσότερη διοικητική επιβάρυνση και δεν έχουν ή δεν θέλουν να διαθέσουν τους απαραίτητους πόρους για να καθορίσουν από το μηδέν μια αγορά-στόχο για τα προϊόντα των μη υποκείμενων στη MiFID II κατασκευαστών. Ως εκ τούτου, επιλέγουν να μην συμπεριλαμβάνουν στη συλλογή τους αυτού του είδους τα προϊόντα με αποτέλεσμα να μειώνεται η διαθεσιμότητα προϊόντων στους ιδιώτες πελάτες, χωρίς να σημαίνει απαραίτητα ότι τα προϊόντα αυτά δεν θα ήταν συμβατά με αυτούς τους πελάτες.¹³⁰

Επιπλέον, ακόμη και αν υποτεθεί ότι ένας διανομέας επιθυμεί καθορίσει την πραγματική αγορά-στόχο σε τέτοιες συνθήκες, ορισμένοι κατασκευαστές προϊόντων τρίτων χωρών που δεν υπόκεινται στις απαιτήσεις διακυβέρνησης της MiFID II, δεν βρίσκουν την Ευρωπαϊκή αγορά αρκετά ελκυστική για να ανταποκριθούν στα αιτήματα για σύναψη συμφωνιών με Ευρωπαίους διανομείς προϊόντων και να παρέχουν τις πληροφορίες που χρειάζονται οι Ευρωπαίοι διανομείς για τον προσδιορισμό της πραγματικής αγοράς -στόχου. Με δεδομένο ότι, υπό αυτές τις συνθήκες, ο διανομέας δεν είναι σε θέση να λάβει επαρκείς πληροφορίες για τα εν λόγω προϊόντα πρέπει να απέχουν από τη συμπερίληψη προϊόντων στη συλλογή προϊόντων τους, άμεση συνέπεια αποτελεί και πάλι να προσφέρεται στους τελικούς πελάτες μια στενότερη γκάμα προϊόντων.

Μια προτεινόμενη λύση στο ανωτέρω πρόβλημα θα ήταν ίσως να απαγορευθεί στους διανομείς η ενεργή προώθηση αυτών των προϊόντων με οποιονδήποτε τρόπο στους πελάτες τους, ωστόσο, να επιτρέπεται η σύναψη συναλλαγών με τα εν λόγω προϊόντα μόνο σε πελάτες που το επιθυμούν, με δική τους πρωτοβουλία και ευθύνη και με την επιφύλαξη σαφούς και ρητής προειδοποίησης ότι ο διανομέας δεν ήταν σε θέση να καθορίσει εάν ο πελάτης ταιριάζει στην αγορά -στόχο για αυτό το προϊόν. Με την πιθανή υιοθέτηση μίας τέτοιας πρότασης, οι μη έμπειροι ιδιώτες επενδυτές που, κατά κανόνα, γνωρίζουν την ύπαρξη τέτοιων προϊόντων, θα παρέμεναν ανενήμεροι και δεν θα πραγματοποιούσαν σχετικές επενδυτικές συναλλαγές, άρα, θα προστατεύονταν από τους κινδύνους που θα ανέκυπταν λόγω του μη καθορισμού της πραγματικής αγοράς-στόχου, ενώ, στον αντίποδα, οι πιο ενεργοί και εξοικειωμένοι επενδυτές που θα ήθελαν να επενδύσουν σε τέτοια προϊόντα, δεν θα απαγορευόταν να το πράξουν αλλά θα αναλάμβαναν εξ ολοκλήρου την ευθύνη για πιθανούς κινδύνους που ελλοχεύουν.¹³¹

¹³⁰ Βλ. Ομάδα εργασίας για την αγορά-στόχο της βιομηχανίας κατασκευαστών και διανομέων (Manufacturer and Distributor Industry Target Market Working Group), «Απάντηση στο έγγραφο διαβούλευσης της ESMA σχετικά με το σχέδιο κατευθυντήριων γραμμών για τις απαιτήσεις διακυβέρνησης του προϊόντων της MiFID II στο 4:» εάν δεν επιβληθεί σαφέστερη τυποποίηση της αγοράς από κανονισμούς, μαζί με μια αποσαφήνιση του πεδίου εφαρμογής, ενδέχεται να υπάρχουν διάφορες ανεπιθύμητες συνέπειες: Μείωση διαθεσιμότητας προϊόντων: καθώς οι ενδιάμεσοι διανομείς μειώνουν τη γκάμα των προϊόντων τους προκειμένου να μειωθεί η λειτουργική πολυπλοκότητα της διακυβέρνησης των προϊόντων.

¹³¹ Βλ. Prof. Dr. Veerle Colaert, Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions? Working Paper No. 2019/2 (Νοέμβριος 2019), σελ. 14 και Ένωση Ξένων Τραπεζών στη Γερμανία (Verband der Auslandsbanken in Deutschland e.V.), «Απαντήσεις στις ερωτήσεις της ESMA στο Έγγραφο διαβούλευσης (ESMA/2016/1436) Σχέδιο οδηγιών σχετικά με τις απαιτήσεις διακυβέρνησης προϊόντων MiFID II» (5 Ιανουαρίου 2017), σελ. 5 και 6.

Δ. Αλληλεπίδραση μεταξύ υποχρεώσεων ελέγχου καταλληλότητας και συμβατότητας και υποχρέωσης προσδιορισμού αγοράς-στόχου

Η υποχρέωση των επιχειρήσεων να προσδιορίζουν την αγορά-στόχο κάθε επενδυτικού προϊόντος το οποίο κατασκευάζουν ή διανέμουν, και η υποχρέωση αξιολόγησης της καταλληλότητας ή συμβατότητας, ανάλογα με την εκάστοτε προσφερόμενη επενδυτική υπηρεσία, αποτελούν δύο αυτοτελείς υποχρεώσεις που δεν πρέπει να συγχέονται. Και οι δύο αυτές υποχρεώσεις έχουν ομοιότητες και διαφορές, συνυπάρχουν και αλληλοσυμπληρώνουν το καθεστώς διακυβέρνησης προϊόντων και προστασίας των επενδυτών που έχει θεσπιστεί και ισχύει σήμερα με την Οδηγία MiFID II.

Η αξιολόγηση της καταλληλότητας ή συμβατότητας, αντιστοίχως, έπεται του προσδιορισμού της δυνητικής και της πραγματικής αγοράς-στόχου αλλά σε καμία περίπτωση δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι η δεύτερη υποκαθιστά την πρώτη. Κατά σειρά χρονικής προτεραιότητας, στην πράξη, μόλις κατασκευαστεί ένα επενδυτικό προϊόν, καλείται ο κατασκευαστής του, εφόσον πρόκειται για οντότητα που υπάγεται στο κανονιστικό πλαίσιο της MiFID II να προσδιορίσει, σε θεωρητικό επίπεδο, τη δυνητική αγορά-στόχο, στις ανάγκες και τα χαρακτηριστικά της οποίας καλείται να ανταποκριθεί το συγκεκριμένο προϊόν καθώς και το κατάλληλο είδος επενδυτικής υπηρεσίας μέσω του οποίου θα πρέπει να προσφερθεί στο επενδυτικό κοινό. Σε ένα δεύτερο και πιο συγκεκριμένο επίπεδο, ο διανομέας πριν συμπεριλάβει το προϊόν στη συλλογή του υποχρεούται να προσδιορίσει την πραγματική αγορά-στόχο, δηλαδή, να καθορίσει εκ των προτέρων την κατηγορία των πελατών του με την οποία το εν λόγω προϊόν είναι συμβατό καθώς και την κατάλληλη στρατηγική διανομής του. Τέλος, ο διανομέας, πριν την σύναψη οποιασδήποτε συναλλαγής σχετικά με το εν λόγω προϊόν, θα πρέπει να διενεργήσει ad hoc αξιολόγηση καταλληλότητας του προϊόντος με τον συγκεκριμένο πελάτη που επιθυμεί αυτή την συναλλαγή, εφόσον αυτό θα προσφερθεί στο πλαίσιο σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή παροχής επενδυτικών συμβουλών είτε θα πρέπει να προβεί σε έλεγχο συμβατότητας, εφόσον το προϊόν θα διανεμηθεί μέσω επενδυτικής υπηρεσίας μόνο εκτέλεσης ή λήψης και διαβίβασης σχετικής εντολής που έχει ήδη λάβει από συγκεκριμένο πελάτη. Συνεπώς, ο έλεγχος καταλληλότητας ή συμβατότητας διεξάγεται υποχρεωτικά από τις οντότητες που διανέμουν επενδυτικά προϊόντα και προσιδιάζει περισσότερο με τον προσδιορισμό της πραγματικής αγοράς-στόχου, υποχρέωση, που, επίσης, φέρει ένας διανομέας.

Τόσο ο προσδιορισμός της αγοράς-στόχου όσο και ο έλεγχος καταλληλότητας ή συμβατότητας, όπως προβλέπονται σήμερα στη MiFID II, έχουν ως βασικό στόχο να επιβάλουν στις επιχειρήσεις επενδύσεων να ενεργούν, τόσο κατά την δημιουργία όσο και κατά την διάθεση χρηματοπιστωτικών μέσων προς το βέλτιστο συμφέρον των πελατών τους. Αποτελούν προληπτικά μέτρα που επιδιώκουν να αποκλείσουν, όσο τουλάχιστον είναι εφικτό, τη διάθεσή χρηματοπιστωτικών μέσων σε πελάτες, στις ανάγκες και τις ιδιαιτερότητες των οποίων δεν ανταποκρίνονται, και, συνεπώς, να αποφύγουν την έκθεση των επενδυτών σε υπέρμετρο κίνδυνο και την πρόκληση σε αυτούς σημαντικών οικονομικών ζημιών.

Επιπλέον, ο προσδιορισμός της αγοράς-στόχου και ο έλεγχος καταλληλότητας ή συμβατότητας διενεργούνται αμφοτέρωθεν σε συνάρτηση με ένα συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο. Το είδος και η φύση του εκάστοτε χρηματοπιστωτικού μέσου καθορίζει αφενός, το επίπεδο λεπτομέρειας

που απαιτείται για τον καθορισμό της πραγματικής και της δυνητικής αγοράς-στόχου και αφετέρου, το εύρος των πληροφοριών που ζητούνται από τις εταιρείες επενδύσεων και την ένταση του ελέγχου που διενεργούν κατά την αξιολόγηση της καταλληλότητας ή συμβατότητας μιας επενδυτικής συναλλαγής που έχει ως αντικείμενο το συγκεκριμένο μέσο. Συνεπώς, η αρχή της αναλογικότητας εφαρμόζεται και στις δύο αυτές υποχρεώσεις.

Αξιοσημείωτο είναι, επίσης, ότι οι τομείς αυτοί για τους οποίους οφείλουν να ενημερώνονται οι διανομείς προτού αποφασίσουν για την καταλληλότητα μιας επενδυτικής συναλλαγής ταυτίζονται με τα κριτήρια/κατηγορίες που, όπως αναλύσαμε ανωτέρω, πρέπει να αξιολογούνται για τον προσδιορισμό της πραγματικής αγοράς-στόχου.

Οι δύο αυτές υποχρεώσεις συνδέονται με μία αμφίδρομη πληροφοριακή σχέση. Οι πληροφορίες που συλλέγονται στο πλαίσιο της υποχρέωσης καταλληλότητας ή συμβατότητας αποτελούν πηγή ενημέρωσης στην οποία μπορούν να βασιστούν οι διανομείς, αρχικά, και οι κατασκευαστές, στη συνέχεια, αφότου λάβουν την προβλεπόμενη ανατροφοδότηση από τους πρώτους, κατά τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου. Κατά την έλεγχο της καταλληλότητας ή συμβατότητας, οι διανομείς λαμβάνουν όλες τις αναγκαίες πληροφορίες αποκλειστικά απευθείας από τους ίδιους τους πελάτες τους μέσω ερωτηματολογίων ή συζητήσεων μαζί τους. Ακόμη κι αν διαθέτουν ήδη στα αρχεία τους τις σχετικές πληροφορίες για έναν υφιστάμενο πελάτη τους, πριν από κάθε νέα επενδυτική συναλλαγή μαζί του θα πρέπει να επικαιροποιούν τις εν λόγω πληροφορίες ώστε να διασφαλίσουν ότι η απαιτούμενη αξιολόγηση καταλληλότητας ή συμβατότητας διενεργείται ορθώς και να μην οδηγούνται σε εσφαλμένα συμπεράσματα με βάση ουσιώδη χαρακτηριστικά του πελάτη που έχουν μεταβληθεί. Αντίθετα, κατά την διαδικασία προσδιορισμού της πραγματικής αγοράς-στόχου οι διανομείς δεν αλληλοεπιδρούν άμεσα, κατά κανόνα, με τους πελάτες τους, όμως, χρησιμοποιούν τις πληροφορίες αναφορικά με την πελατειακή τους βάση που έχουν ήδη αποκτήσει από τον έλεγχο καταλληλότητας ή συμβατότητας που είχαν διενεργήσει για προγενέστερες επενδυτικές συναλλαγές με παρόμοιου είδους επενδυτικά προϊόντα.

Επισημαίνεται ότι οι πληροφορίες που συγκεντρώνουν οι διανομείς σχετικά με την πελατειακή τους βάση από τις αξιολογήσεις καταλληλότητας ή συμβατότητας που έχουν διεξάγει έχουν μεγαλύτερη σημασία στην ειδική περίπτωση του προσδιορισμού της πραγματικής αγοράς-στόχου ενός επενδυτικού προϊόντος που κατασκευάστηκε από οντότητα που δεν δεσμεύεται από τις απαιτήσεις της Οδηγίας MiFID II και, συνεπώς, μη υποχρεωμένη να προκαθορίσει την δυνητική αγορά-στόχο του προϊόντος του ούτε να παράσχει στους διανομείς σχετική με αυτό ενημέρωση.

Όπως εξετάσαμε ανωτέρω, σε περίπτωση υπηρεσιών επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου τυγχάνει εφαρμογής η υποχρέωση αξιολόγησης καταλληλότητας, σύμφωνα με την οποία συλλέγεται από τις εταιρείες επενδύσεων μεγάλο εύρος πληροφοριών ώστε να μπορούν οι τελευταίες να «γνωρίσουν» τον εκάστοτε πελάτη (“know your customer”) και να του συστήσουν τα κατάλληλα χρηματοπιστωτικά μέσα. Αντιθέτως, όταν οι επιχειρήσεις επενδύσεων παρέχουν μόνο υπηρεσίες εκτέλεσης με τη διενέργεια του ελέγχου συμβατότητας, οι πληροφορίες που συγκεντρώνουν περιορίζονται μόνο στις γνώσεις και την εμπειρία των πελατών. Μάλιστα, σε περίπτωση μη σύνθετων χρηματοπιστωτικών μέσων όταν πληρούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 25 παρ. 4 της MiFID II δεν απαιτείται έλεγχος συμβατότητας και δεν συλλέγονται ούτε αυτές οι ελάχιστες πληροφορίες για τους πελάτες.

Η διασύνδεση αυτή του εύρους των αντλούμενων πληροφοριών με το είδος των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών επιδρά στον προσδιορισμό της πραγματικής αγοράς-στόχου. Σε περίπτωση που λόγω της φύσης των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχονται από την επιχείρηση, ο διανομέας έχει στη διάθεσή του ελάχιστες και ανεπαρκείς ή ακόμα και καθόλου¹³² πληροφορίες για την πελατειακή του βάση, οι διανομείς θα πρέπει να βασιστούν στην προσδιορισμένη δυνητική αγορά-στόχο από τον κατασκευαστή του χρηματοπιστωτικού προϊόντος και να εκτιμήσουν δεόντως όλες τις σχετικές πληροφορίες που τους παρέχει ο κατασκευαστής, όσον αφορά την αγορά-στόχο και τη στρατηγική διανομής¹³³ ακόμη και ήδη δημοσίως διαθέσιμες πληροφορίες που έχουν κοινοποιηθεί στο πλαίσιο εκπλήρωσης αντίστοιχων κανονιστικών υποχρεώσεων (βλ. ανωτέρω). Εξακολουθεί, ωστόσο, να υφίσταται ο κίνδυνος να μην καταστεί εφικτό ο διανομέας να προβεί σε περαιτέρω επεξεργασία της δυνητικής αγοράς-στόχου και, συνεπώς, η πραγματική αγορά-στόχος να είναι λιγότερο λεπτομερής και εμπεριστατωμένη.

Ταυτόχρονα, το εύρος των πληροφοριών που συλλέγονται κατά την αξιολόγηση καταλληλότητας ή συμβατότητας επηρεάζει την ένταξη των μεμονωμένων πελατών στην πραγματική-αγορά στόχο κατά το χρονικό σημείο της πώλησης του επενδυτικού προϊόντος. Συγκεκριμένα, όταν μια επιχείρηση παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες μόνο εκτέλεσης εντολών, σύμφωνα με τα ανωτέρω, είναι πολύ πιθανόν να μην δύναται να αξιολογήσει κατά πόσο ο εκάστοτε πελάτης εμπίπτει ή όχι στην προσδιορισμένη αγορά-στόχο, ιδίως όταν πρόκειται να διατεθούν προϊόντα που προϋποθέτουν επαρκή περιουσιακά στοιχεία, συγκεκριμένους στόχους ή καλούνται να καλύψουν ειδικές ανάγκες. Η ESMA, στις σχετικές με τη διακυβέρνηση προϊόντων κατευθυντήριες γραμμές, στην περίπτωση συναλλαγών με πολύπλοκα προϊόντα που περιγράφονται στην αγορά-στόχο του κατασκευαστή με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά (όπως υψηλή ανοχή κινδύνου) προτείνει, αλλά δεν υποχρεώνει, τους διανομείς, αν κρίνουν ότι δεν είναι σε θέση να αντλήσουν τις απαιτούμενες πληροφορίες, να μην συμπεριλάβουν στον κατάλογο των προσφερόμενων προϊόντων του.¹³⁴ Ωστόσο, εφόσον ένας διανομέας αποφασίσει να διαθέσει το εν λόγω προϊόν, θα μπορούσε να το προσφέρει μόνο μέσω επενδυτικών υπηρεσιών που θα τον εφοδιάζουν με όλες τις αναγκαίες πληροφορίες για την αξιολόγηση της ένταξής του στην αγορά-στόχο, ήτοι μέσω επενδυτικών συμβουλών ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Σε περίπτωση που αυτή είναι και η προτεινόμενη από τον κατασκευαστή στρατηγική διανομής δεν δημιουργείται κάποιο πρόβλημα. Αν, όμως, ο κατασκευαστής κατά τον προσδιορισμό του κατάλληλου διαύλου διανομής του προϊόντος του όρισε η διανομή του να γίνεται μέσω υπηρεσιών λήψης και διαβίβασης ή μόνο εκτέλεσης εντολών, τότε για να μπορέσει ο διανομέας αντλήσει τις αναγκαίες για την προστασία των πελατών του πληροφορίες μπορεί να ακολουθήσει μια πιο συνετή περιοριστική στρατηγική διανομής μέσω παροχής επενδυτικών συμβουλών. Εναλλακτικά, δύναται ο διανομέας να ακολουθήσει την προσδιορισμένη από τον κατασκευαστή στρατηγική διανομής μέσω υπηρεσιών μόνο εκτέλεσης, όμως, για να αντισταθμίσει τη μειωμένη προστασία του πελάτη θα πρέπει, μετά την διεξαγωγή του υποχρεωτικού ελέγχου συμβατότητας, να τον προειδοποιήσει ότι δεν είναι σε θέση να αξιολογήσει αν τα εν λόγω προϊόντα είναι πλήρως συμβατά με τα προσωπικά χαρακτηριστικά του. Τέλος, ως τρίτη επιλογή για τους διανομείς θα μπορούσε να προταθεί η άντληση και αξιολόγηση

¹³² Στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών μόνο εκτέλεσης δεν απαιτούνται για τον έλεγχο συμβατότητας και, συνεπώς, δεν συλλέγονται πληροφορίες σχετικά με την ανοχή κινδύνου, χρηματοοικονομική κατάσταση, τους στόχους και τις ανάγκες των πελατών.

¹³³ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 40.

¹³⁴ Βλ. ESMA, κατευθυντήριες γραμμές, ό.π., παρ. 46.

πληροφοριών για κάθε μεμονωμένο πελάτη και τις περιστάσεις του μέσω διαφορετικών πηγών από αυτών που συνδέονται με την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών και την αξιολόγηση της καταλληλότητας ή συμβατότητας¹³⁵. Μια τέτοια υποχρέωση, βέβαια, δεν θα μπορούσε να επιβληθεί στους διανομείς διότι θα τους επιβάρυνε με υψηλότατο κόστος συμμόρφωσης και θα ήταν εντελώς ασύμβατη με τους κανόνες που ισχύουν για την παροχή υπηρεσιών απλής εκτέλεσης.

Ένα ακόμη σημείο αλληλεπίδρασης μεταξύ των υποχρεώσεων αυτών είναι στις περιπτώσεις πωλήσεων εκτός θετικής αγοράς- στόχου. Κατ' αρχήν, οι διανομείς θα πρέπει να προσφέρουν τα επενδυτικά προϊόντα μόνο σε πελάτες που εμπίπτουν στην πραγματική αγορά -στόχο που έχουν προσδιορίσει. Η πώληση προϊόντων σε πελάτες που έχουν κατηγοριοποιηθεί στην αρνητική αγορά-στόχο ή στην γκρίζα ζώνη είναι δυνατή μόνο εφόσον αυτό μπορεί να δικαιολογηθεί από τα μεμονωμένα γεγονότα της υπόθεσης και εφόσον, έχει προηγηθεί η απαιτούμενη αξιολόγηση καταλληλότητας ή συμβατότητας και έχει κριθεί ότι στην υπό κρίση συγκεκριμένη περίπτωση, παρόλο που ο πελάτης δεν ανήκει στη θετική αγορά-στόχου του επιθυμητού χρηματοπιστωτικού μέσου, το τελευταίο κρίνεται κατάλληλο ή συμβατό με αυτόν. Ο λόγος της απόκλισης πρέπει να τεκμηριώνεται με σαφήνεια και περιλαμβάνεται στην έκθεση καταλληλότητας¹³⁶. Συνεπώς, μπορεί να υποστηριχθεί ότι ο προσδιορισμός της πραγματικής αγοράς-στόχου από τον διανομέα πραγματοποιείται με την επιφύλαξη της αξιολόγησης καταλληλότητας. Αυτό σημαίνει ότι, σε ορισμένες περιπτώσεις, είναι πιθανό να προκύψουν επιτρεπόμενες παρεκκλίσεις μεταξύ της προκαθορισμένης της αγοράς-στόχου και της επιμέρους επιλεξιμότητας του πελάτη, εάν η πρόταση ή η πώληση του προϊόντος πληροί τις απαιτήσεις καταλληλότητας, καθώς και όλες τις άλλες εφαρμοστέες νομικές απαιτήσεις.¹³⁷ Ένα παράδειγμα όπου η διανομή στην αρνητική αγορά-στόχο στα πλαίσια επενδυτικής υπηρεσίας που προϋποθέτει αξιολόγηση καταλληλότητας, μπορεί να είναι αποδεκτή είναι η διανομή χρηματοπιστωτικού μέσου, για το οποίο οι ιδιώτες επενδυτές συγκαταλέγονται στην αρνητική αγορά-στόχο, σε πελάτη που είναι μεν ιδιώτης επενδυτής, αλλά του οποίου οι γνώσεις, εμπειρία, επενδυτικοί στόχοι και χρηματοοικονομική κατάσταση, όπως έχουν αξιολογηθεί στο πλαίσιο ελέγχου καταλληλότητας, αντιστοιχούν στη θετική αγορά-στόχο.¹³⁸

¹³⁵ Βλ. Γ. Κουνάδης και Α. Δασμάνογλου, *ό.π.*, σελ. 53, όπου αναφέρει το παράδειγμα χρήσης ερωτηματολογίου.

¹³⁶ Επισημαίνεται ότι η τεκμηρίωση που απαιτείται για συναλλαγές στην αρνητική αγορά-στόχο είναι πολύ λεπτομερέστερη από την τεκμηρίωση που χρειάζεται για πωλήσεις που πραγματοποιούνται εντός της γκρίζας ζώνης.

¹³⁷ Βλ. ESMA, *κατευθυντήριες γραμμές, ό.π.*, παρ. 53.

¹³⁸ Βλ. M. Hobza, A. Vondrackova, *ό.π.*, σελ. 11

Ε. Φύση των κανόνων περί ελέγχου καταλληλότητας ή συμβατότητας και προσδιορισμού της αγοράς-στόχου και ευθύνη από την παράβασή τους

Οι κανόνες που εξετάστηκαν στο πλαίσιο της παρούσας είναι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς που επιβάλλονται στις επιχειρήσεις επενδύσεων. Πρόκειται για νομικά δεσμευτικούς κανόνες αναγκαστικού δικαίου. Παρέκλιση από την τήρησή τους δεν μπορεί να νοηθεί κατά την ελεύθερη βούληση των συμβαλλομένων, ήτοι της επενδυτικής εταιρείας και του πελάτη της, ακόμα και στην περίπτωση που ο τελευταίος αποδειχθεί ότι έχει επαγγελματικές γνώσεις και εμπειρία στον χρηματοπιστωτικό τομέα.¹³⁹ Εξαίρεση αποτελεί η περίπτωση που η απόκλιση επιτρέπεται ρητά από την ίδια την ρύθμιση, όπως για παράδειγμα, από τις διατάξεις του Παραρτήματος II της MiFID II, που παρέχουν την δυνατότητα στους ιδιώτες επενδυτές να παραιτηθούν, εφόσον συντρέχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις, από ένα μέρος της προστασίας που τους παρέχει η Οδηγία.

Η παράβαση τους δεν οδηγεί σε ακυρότητα τις συμβάσεις που έχουν καταρτιστεί¹⁴⁰. Για παράδειγμα, το κύρος της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου δεν μπορεί να πληγεί σε περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων δεν ενημέρωσε τον επενδυτή σχετικά με την ακαταλληλότητα επενδυτικού προϊόντος που απέκτησε στα πλαίσια της ανωτέρω σύμβασης.

Σχετικά με την φύση τους, έχουν διατυπωθεί διάφορες αντίθετες θεωρίες.¹⁴¹ Σύμφωνα με μία άποψη, οι κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας αποτελούν κανόνες δημοσίου δικαίου και εποπτικού χαρακτήρα, όπως αποδεικνύεται και από την υπαγωγή τους στην εποπτική και κυρωτική εξουσία των αρμόδιων αρχών του άρθρου 67 της MiFID II και ταυτόχρονα από την απαγόρευση περιορισμού με οποιονδήποτε τρόπο (για παράδειγμα με απαλλακτική ρήτρα) της δραστηριότητας τους και την αποδέσμευση τους από την εξουσία διάθεσής των επενδυτών. Οι κανόνες αυτοί περιορίζονται στην προαγωγή συλλογικών συμφερόντων, όπως η εύρυθμη λειτουργία του θεσμού της κεφαλαιαγοράς και αποτελούν, ουσιαστικά, ένα από τα βασικότερα εργαλεία που χρησιμοποιούν οι εποπτικές αρχές για να κατευθύνουν εκ των προτέρων και να ελέγχουν την συμπεριφορά των επιχειρήσεων επενδύσεων έναντι των αντισυμβαλλομένων τους επενδυτών.¹⁴² Δεν επιδρούν στις ιδιωτικές σχέσεις των συμβαλλομένων και η παραβίασή τους επισύρει μόνο διοικητικές κυρώσεις.¹⁴³

Στον αντίποδα, έχει διατυπωθεί η άποψη οι εν λόγω κανόνες ρυθμίζουν άμεσα και επιδρούν ευθέως στις συμβατικές σχέσεις μεταξύ της επιχείρησης επενδύσεων και του επενδυτή. Χαρακτη-

¹³⁹ Βλ. υπ' αριθμ. 4787/2018 απόφαση Διοικητικού Εφετείου Αθηνών.

¹⁴⁰ Βλ. χαρακτηριστικά υπ' αριθμ. 995/2010 απόφαση του Αρείου Πάγου. Επισημαίνεται ότι με δεδομένο ότι μεφένος η Οδηγία MiFID II έχει εκδοθεί πρόσφατα και η πλειοψηφία των διατάξεών της δεν έχει κριθεί νομολογικά ακόμα και αφετέρου ότι οι βασικές γενικές αρχές σχετικά με την φύση των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας των επενδυτικών υπηρεσιών και των συνεπειών παραβίασής τους δεν μεταβλήθηκαν με την αντικατάστασή της MiFID I από την MiFID II, στο πλαίσιο της παρούσας θα αναφερθούν αποφάσεις ελληνικών και διεθνών δικαστηρίων που έχουν εκδοθεί βάσει του προγενέστερου νομοθετικού καθεστώτος της MiFID I.

¹⁴¹ Βλ. Τουντόπουλος, ό.π., σελ. 512 επ.

¹⁴² Βλ. Καραγκουνίδης, ό.π., σελ. 377

¹⁴³ Βλ. άρθρ. 70, παρ. 6 της Οδηγίας MiFID II, όπου προβλέπεται ενδεικτικός κατάλογος διοικητικών κυρώσεων και μέτρων. Τα κράτη μέλη έχουν την διακριτική ευχέρεια να εξουσιοδοτούν τις αρμόδιες αρχές να επιβάλλουν και άλλα είδη κυρώσεων και πρόστιμα που υπερβαίνουν τα προβλεπόμενα ποσά

ριστικά στην υπ' αριθμ. 622/2018 απόφαση του Εφετείου Αθηνών αναφέρεται ότι: «Ο Κώδικας Δεοντολογίας ΕΠΕΥ, θέτοντας ρητούς και εξειδικευμένους κανόνες συμπεριφοράς προς προστασία περιουσιακών αγαθών (επενδυτών κ.λπ. εμπλεκόμενων προσώπων) μέσω της εύρυθμης λειτουργίας του Χρηματιστηρίου, το οποίο αποτελεί άξονα διαμόρφωσης της οικονομίας της Χώρας, θεσπίζει (ακόμα και αν δεν ρυθμίζονται ειδικώς συμβατικά από τα μέρη) συμβατικές υποχρεώσεις (άρα και συμβατικές ευθύνες), εξειδικεύοντας τα συναλλακτικά ήθη, τα οποία, ως προς τούτο συμπροσδιορίζει, δημιουργώντας παρεπόμενες υποχρεώσεις σύμβασης στο πλαίσιο του άρθρου 288 ΑΚ».¹⁴⁴

Τέλος, έχει υποστηριχθεί και μία ενδιάμεση θέση, σύμφωνα με την οποία, οι κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας των εταιρειών επενδύσεων επιδρούν αντανακλαστικά και εμμέσως στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις των συμβαλλομένων, μέσω των γενικών αρχών του αστικού δικαίου.¹⁴⁵ Ιδιαίτερη σημασία για τον μετασχηματισμό των υποχρεώσεων αυτών σε κανόνες ιδιωτικού δικαίου ενέχει η αρχή της καλής πίστης¹⁴⁶ και η υποχρέωση επιμέλειας που πρέπει να επιδεικνύουν οι εταιρείες επενδύσεων (“duty of care”).

Η ανάγκη της αστικής προστασίας των επενδυτών σε περιπτώσεις παράβασης των επαγγελματικών υποχρεώσεων των εταιρειών επενδύσεων οδήγησε την ελληνική θεωρία και νομολογία να απεμπλακούν από την ανέφικτη και ίσως άσκοπη προσπάθεια διαχωρισμού της νομικής φύσης των σχετικών διατάξεων και να βασιστούν στην διαπλοκή των κανόνων εποπτικού και ιδιωτικού δικαίου, ώστε να μπορεί να αναγνωριστεί δικαίωμα αποζημίωσης κατά των εταιρειών επενδύσεων και, συνεπώς, να επιτευχθεί η όσο το δυνατόν πληρέστερη προστασία των ζημιωθέντων επενδυτών. Χαρακτηριστικά η υπ' αριθμ. C-604/11 απόφαση “Genil” του ΔΕΕ, η οποία κλήθηκε να απαντήσει στο ερώτημα αν η μη συμμόρφωση μιας επιχείρησης με τις υποχρεώσεις καταλληλότητας και συμβατότητας επάγεται αστικές συνέπειες, υποστήριξε ότι η MiFID I δεν υποχρεώνει τα κράτη μέλη να προβλέπουν αστικές συνέπειες λόγω παραβίασης των διατάξεων της ούτε προδικάζει τις συνέπειες αυτές αλλά παρέχει σε κάθε κράτος μέλος την διακριτική ευχέρεια να θεσπίσει ή όχι αστικές συνέπειες και να καθορίσει αυτοβούλως ποιες θα είναι αυτές, με την επιφύλαξη της τήρησης των αρχών της ισοδυναμίας και της αποτελεσματικότητας.

Αρχικά, δεδομένου ότι μεταξύ εταιρείας επενδύσεων και επενδυτή υφίσταται συμβατική σχέση, η παράβαση των επαγγελματικών υποχρεώσεων εκ μέρους της πρώτης θεωρείται ότι αποτελεί μη εκπλήρωση ή, αντιστοίχως, πλημμελή εκπλήρωση των ρητώς προβλεπόμενων ή παρεπόμενων *ex lege*¹⁴⁷ υποχρεώσεων της ατομικής επενδυτικής σύμβασης. Η εν λόγω παράβαση έχει ως αποτέλεσμα την ζημία του επενδυτή λόγω της επιβάρυνσης του με μία σύμβαση που δεν ανταποκρίνεται στις επιδιώξεις του και την οποία είτε δεν θα κατάρτιζε καθόλου είτε θα την κατάρτιζε με ευνοϊκότερους όρους αν ο αντισυμβαλλόμενος του τηρούσε τον επιβαλλόμενο σε αυτόν

¹⁴⁴ Βλ. υπ' αριθμ. 622/2018 απόφαση Εφετείου Αθηνών, ΔΕΕ, 2018, 648 και αντίστοιχα, υπ' αριθμ. 4348/2008 απόφαση Εφετείου Αθηνών, ΔΕΕ, 2008, 1391

¹⁴⁵ Η θεωρία αυτή υιοθετήθηκε και από την ελληνική νομολογία. Βλ. υπ' αριθμ. 787/2913 απόφαση του Εφετείου Αθηνών, ΔΕΕ, 2014,251 και υπ' αριθμ. 1599/2017 Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών.

¹⁴⁶ Βλ. Λιάπτης Δ., Αποζημίωση των Επενδυτών & Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012, σελ. 199.

¹⁴⁷ Σε περίπτωση που οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς που παραβιάζονται δεν έχουν προβλεφθεί ρητώς στη σύμβαση παροχής υπηρεσιών μπορεί να θεωρηθεί ότι επιβάλλονται από την καλή πίστη σύμφωνα με το άρθρο 288 ΑΚ.

κώδικα επαγγελματικής δεοντολογίας.¹⁴⁸ Συνεπώς, ο ζημιωθείς επενδυτής μπορεί να επικαλεστεί ευθέως τους εν λόγω κανόνες ενώπιον δικαστικής αρχής για να απαιτήσει αποζημίωση με νομική βάση το άρθρο 330 του ΑΚ για ενδοσυμβατική ευθύνη. Η αποζημίωση που μπορεί να αιτηθεί ο επενδυτής περιλαμβάνει το αρνητικό διαφέρον,¹⁴⁹ ήτοι την αποκατάσταση της κατάστασης που θα υπήρχε υποθετικά, αν ο επενδυτής γνώριζε την παράβαση της υποχρέωσης επαγγελματικής συμπεριφοράς εκ μέρους της εταιρείας επενδύσεων και δεν προχωρούσε στην διενέργεια της υπό κρίση επενδυτικής συναλλαγής. Για παράδειγμα, δύναται ο επενδυτής να αξιώσει το τίμημα και τις συνολικές δαπάνες που κατέβαλε για την απόκτηση ενός ακατάλληλου χρηματοπιστωτικού μέσου είτε το κέρδος που προσδοκούσε με βεβαιότητα να λάβει από ένα επενδυτικό προϊόν, το οποίο, λόγω ακατάλληλης επενδυτικής συμβουλής, εκποίησε και αντικατέστησε με κάποιο άλλο προϊόν που δεν ανταποκρίνεται στις ανάγκες και τις επιδιώξεις του (θετική ζημία) είτε την της ζημίας που του προκλήθηκε εξαιτίας της απώλειας ευκαιρίας για κατάρτιση μιας άλλης πιο επωφελούς και καταλληλότερης για τον εν λόγω επενδυτή συναλλαγής (αποθετική ζημία). Επισημαίνεται ότι, στο πλαίσιο του συνυπολογισμού ζημίας και κέρδους, ο επενδυτής στις ανωτέρω περιπτώσεις υποχρεούται να επιστρέψει στον αντισυμβαλλόμενο του το επενδυτικό προϊόν.¹⁵⁰

Ενδεχομένως, μπορεί να στοιχειοθετηθεί ευθύνη και σύμφωνα με τις διατάξεις των άρθρων 197 και 198 ΑΚ εφόσον ο επενδυτής αποδείξει ζημία που επήλθε λόγω υπαίτια παράβαση των αρχών της καλής πίστης από την εταιρεία επενδύσεων κατά το στάδιο διαπραγματεύσεων προς σύναψη επενδυτικής συμβάσεως. Πρόκειται, ουσιαστικά, για προσυμβατική ευθύνη μιας επιχείρησης επενδύσεων η οποία οφείλεται στη διάψευση της εμπιστοσύνης του επενδυτή αναφορικά με την μη τήρηση καλόπιστης συμπεριφοράς απέναντί του, ήτοι την υπαίτια παράλειψη αποκάλυψης σε αυτόν, κατά το στάδιο των διαπραγματεύσεων πριν την διάθεσή ενός χρηματοπιστωτικού προϊόντος, ουσιωδών πληροφοριών σχετικά με την ένταξη του ή μη στην αγορά-στόχο είτε την καταλληλότητα/συμβατότητα του προτεινόμενου προϊόντος με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και τις επενδυτικές του ανάγκες.

Επισημαίνεται ότι ο επενδυτής έχει την δυνατότητα να βασίσει την αξίωση του και στις διατάξεις για την προστασία του καταναλωτή και συγκεκριμένα στα άρθρα 2 και 8 του Ν. 2251/1994 για τους καταχρηστικούς ΓΟΣ και για την ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες. Προϋποθέσεις θεμελίωσης ευθύνης της εταιρείας επενδύσεων, χωρίς να απαιτείται η ύπαρξη και η απόδειξη προϋφιστάμενης ενοχικής σχέσης μεταξύ αυτής και του ζημιωθέντος, είναι α) η παροχή ανεξαρτήτων υπηρεσιών στα πλαίσια άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας, β) η υπαιτιότητα του παρέχοντος υπηρεσίες κατά την παροχή της υπηρεσίας, γ) το παράνομο της συμπεριφοράς του παρέχοντος τις υπηρεσίες, δ) η ζημία περιουσιακή ή/και ηθική και ε) η αιτιώδης συνάφεια μεταξύ της παροχής υπηρεσίας και της ζημίας. Προηγείται, βέβαια, χρονικά η κατάφαση του ότι ο επενδυτής μπορεί να θεωρηθεί *ad hoc*, στο πλαίσιο συγκεκριμένης συναλλαγής, ως καταναλωτής, ανάλογα με την διαπραγματευτική θέση στην οποία βρίσκεται, τις γνώσεις, την εμπειρία του,

¹⁴⁸ Βλ. αναλυτικότερα Βαλτούδης, Ζητήματα περιεχομένου και έκτασης της αποζημίωσης στην προσυμβατική ευθύνη, ΧρΙΔ 2005,694 επ.

¹⁴⁹ Μόνο σε εξαιρετικές περιπτώσεις μπορεί να γίνει δεκτό ότι η ενδοσυμβατική ευθύνη της εταιρείας επενδύσεων συνίσταται σε αποκατάσταση του διαφέροντος εκπλήρωσης (θετικό διαφέρον), καθώς κάτι τέτοιο θα μετακυλούσε ουσιαστικά στην επιχείρηση επενδύσεων ολόκληρο τον επενδυτικό κίνδυνο της οικείας συναλλαγής, παρόλο που δεν αναλαμβάνει συμβατικά την σχετική ευθύνη ούτε εγγυάται για το θετικό αποτέλεσμα των προτεινόμενων επενδυτικών συναλλαγών.

¹⁵⁰ Βλ. Βαλτούδης, ό.π.

την εμπορική του ιδιότητα, στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, την οικονομική του επιφάνεια καθώς και το είδος και το ύψος των διενεργούμενων συναλλαγών, ώστε να μπορέσει να προστατευθεί με βάση τις διατάξεις του Ν. 2251/1994.¹⁵¹ Για παράδειγμα, υφίσταται ανάγκη προστασίας ως καταναλωτή ενός ιδιώτη επενδυτή ο οποίος δεν διαθέτει εξειδίκευση στον επενδυτικό κλάδο και επιχειρεί προεχόντως να καλύψει ανάγκες ασφαλούς τοποθέτησης του κεφαλαίου του.¹⁵² Ωστόσο, η επίκληση των προστατευτικών διατάξεων του Ν. 2251/1994 θα πρέπει να ελέγχεται ως προς την τυχόν καταχρηστικότητα της (ΑΚ 288) και να απορρίπτεται στις περιπτώσεις, παραδείγματος χάριν, επενδυτών που επιδίδονται συστηματικά και μακροχρόνια σε παρόμοιες επενδυτικές συναλλαγές, διαθέτουν τις απαιτούμενες γνώσεις καθώς και σημαντική οικονομική επιφάνεια,¹⁵³ λαμβάνοντας υπόψιν, εκτός των ανωτέρω αναφερόμενων γνωρισμάτων του επενδυτή και την πολυπλοκότητα, τη φύση και τα κατ' ιδίαν χαρακτηριστικά του δεδομένου επενδυτικού προϊόντος.

Ταυτόχρονα, οι επενδυτές μπορούν να αξιώσουν ανόρθωση τυχόν ζημίας που επήλθε από την αντίθετη στους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας συμπεριφορά της επιχείρησης επενδύσεων μέσω της νομική βάση της αδικοπρακτικής ευθύνης, εφόσον αποδειχθεί ότι συντρέχουν οι προϋποθέσεις του άρθρου 914 ΑΚ. Στην πιο πρόσφατη νομολογία του, ο Άρειος Πάγος υποστηρίζει ότι η παραβίαση των κανόνων αυτών δύναται να θεμελιώσει το στοιχείο του παρανόμου που απαιτείται για την εφαρμογή του άρθρου 914 ΑΚ.¹⁵⁴ Για την ενεργοποίηση των αξιώσεων αυτών του ΑΚ η νομολογία δέχεται ότι οι προαναφερθέντες κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς, πέρα από τη βασική στόχευσή τους για διατήρηση της εμπιστοσύνης στο θεσμό της κεφαλαιαγοράς, υπηρετούν και περιουσιακά ατομικά συμφέροντα των επενδυτών.¹⁵⁵ Όπως επισημαίνει η υπ' αριθμ. 1029/2015 απόφαση του Αρείου Πάγου «...οι διατάξεις αυτές αποβλέπουν όχι μόνο στην εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος δια της εξασφάλισης της διατήρησης της εμπιστοσύνης του κοινού στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς αλλά παράλληλα αποβλέπουν και στην αποτελεσματική προστασία των επενδυτών υπέρ των οποίων επιβάλλουν στις ΕΠΕΥ συγκεκριμένες και σημαντικές υποχρεώσεις για την αποτροπή ζημίας τους». Αντιστοίχως, η υπ' αριθμ. 865/2017 απόφαση του Αρείου Πάγου τονίζει ότι προστατευόμενο έννομο αγαθό των κανόνων αυτών είναι «...η περιουσία του αποδέκτη των επενδυτικών υπηρεσιών και η εμπιστοσύνη στην ορθή λειτουργία του συστήματος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών». Ωστόσο, δογματικά ορθότερο θα ήταν να εξετάζεται ανά συγκεκριμένη περίπτωση το αν ο κανόνας που παραβιάζεται έχει τεθεί για την ατομική προστασία εκάστοτε μεμονωμένου επενδυτή, με βάση την όλη δομή και ερμηνεία του. Σε περίπτωση κατάφασης του προστατευτικού χαρακτήρα του εν λόγω κανόνα δικαίου, ο επενδυτής θεωρείται αμέσως ζημιωθείς και, εφόσον η εταιρεία

¹⁵¹ Την έννοια του καταναλωτή έχει προσδιορίσει το ΔΕΕ ως «το πρόσωπο που καταρτίζει σύμβαση, ο σκοπός της οποίας θεωρείται ξένος προς την επαγγελματική του δραστηριότητα και ο συμβαλλόμενος, ο οποίος λογίζεται ως οικονομικώς ασθενέστερος και νομικώς ως διαθέτων λιγότερη πείρα από τον αντισυμβαλλόμενο του». Στην ελληνική νομική επιστήμη, κρατούσα είναι η άποψη ότι ο ιδιώτης επενδυτής που συνάπτει σύμβαση επενδυτικών υπηρεσιών έχει, καταρχήν, την ιδιότητα του καταναλωτή, ως τελικός αποδέκτης της υπηρεσίας, με δεδομένο αφενός ότι οι επενδυτικές υπηρεσίες αναλώνονται με την παροχή τους και, επομένως, κάθε αποδέκτης υπηρεσιών είναι και τελικός αποδέκτης τους και αφετέρου ότι, κατά κανόνα, ο επενδυτής είναι το ασθενέστερο συμβαλλόμενο μέρος λόγω της μειονεκτικής διαπραγματευτικής του θέσης καθώς και της εγγενούς πληροφορορροιακής ασυμμετρίας που χαρακτηρίζει την κεφαλαιαγορά.. Βλ. χαρακτηριστικά Αυγητίδη Δ., Ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, *ΕπισκΕΔ* 2001, σελ.297.

¹⁵² Βλ. αποφάσεις 1794/2013 ΕφΑθ, ΔΕΕ 2013,804 και 787/2013 ΕφΑθ. ΔΕΕ 2014,251.

¹⁵³ Βλ. απόφαση ΕφΘες 317/2009, ΔΕΕ 2009.

¹⁵⁴ Βλ. χαρακτηριστικά ΑΠ 536/2019, ΑΠ 931/2019, ΑΠ 1228/2019, , ΑΠ 1351/2018, ΑΠ1350/2018, ΑΠ 974/2018, ΑΠ631/2015, ΑΠ 1028/2015.

¹⁵⁵ Βλ. Καραγκουνίδη, ό.π., σελ. 377

επενδύσεων αποδειχθεί ότι παραβιάζει υπαίτια κάποιον κανόνα επαγγελματικής δεοντολογίας, έχει δικαίωμα να αιτηθεί την αποκατάσταση κάθε ζημίας που προκλήθηκε αιτιωδώς σε αυτόν εξαιτίας της εν λόγω παράνομης ενέργειας ή παράλειψης της εταιρείας.

Αξίζει να τονισθεί ότι για την στοιχειοθέτηση είτε της αδικοπρακτικής είτε της ενδοσυμβατικής ευθύνης έναντι των εταιρειών επενδύσεων κρίσιμη είναι η απόδειξη της αιτιώδους ζημίας που υπέστη ο επενδυτής με τη συμβατική παράβαση ή την παράνομη πράξη/παράλειψη της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, θα πρέπει να κριθεί ποια θα ήταν η υποθετική συμπεριφορά του επενδυτή εάν η εταιρεία επενδύσεων είχε τηρούσε τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς ως προς τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου και τον έλεγχο καταλληλότητας/συμβατότητας, ως όφειλε. Αν αποδειχθεί ότι, στην υποθετική περίπτωση της σύννομης εκπλήρωσης των καθηκόντων της εταιρείας επενδύσεων, ο επενδυτής δεν θα κατάρτιζε την υπό κρίση επενδυτική συναλλαγή ή θα κατάρτιζε διαφορετική και επωφελέστερη για τον ίδιο, εξάγεται το συμπέρασμα ότι υφίσταται αιτιώδης σύνδεσμος και, συνεπώς, στοιχειοθετείται αστική ευθύνη της εταιρείας επενδύσεων.

Ωστόσο, η απόδειξη της αιτιώδους συνάφειας στην πράξη είναι ιδιαιτέρως δυσχερής καθώς αποτελεί ενδιάθετη στάση του επενδυτή. Χαρακτηριστικά στην πρόσφατη υπ' αριθμ. 518/2020 απόφαση του, το Πρωτοδικείο Αθηνών έκρινε ότι η ζημία που υπέστη ο επενδυτής δεν συνδεόταν αιτιωδώς με τη μη διεξαγωγή του προσυμβατικού ελέγχου καταλληλότητας εκ μέρους της εταιρείας επενδύσεων διότι ο ενάγων-επενδυτής ήταν «άτομο με πολυετή εμπειρία στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, χωρίς να έχει την ιδιότητα του καταναλωτή...προβαίνοντας σε ριψοκίνδυνες τοποθετήσεις των κεφαλαίων του, έχοντας επίγνωση του κινδύνου...». Για την διευκόλυνση της αποδεικτικής διαδικασίας στις δίκες τέτοιου αντικειμένου, η γερμανική νομολογία έχει υιοθετήσει αντιστροφή του βάρους αποδείξεως του αιτιώδους συνδέσμου, το οποίο επωμίζεται η εταιρεία επενδύσεων και όχι ο ζημιωθείς επενδυτής. Η αντιστροφή αυτή βρίσκει έρεισμα στο γεγονός ότι η εταιρεία επενδύσεων, με βάση τις υποχρεώσεις της Οδηγίας MiFID II, οφείλει να συλλέγει βασικές πληροφορίες για τον επενδυτή και να κατανοεί το προφίλ του και, συνεπώς, είναι ευχερέστερο για αυτή να αποδείξει ότι ο επενδυτής, στην εκάστοτε υπό κρίση δικαστική υπόθεση, δεν θα άλλαζε την στάση και τις επενδυτικές του επιλογές, ακόμη κι αν εκείνη είχε συμμορφωθεί δεόντως προς τις υποχρεώσεις της.

Συμπερασματικά, οι ανωτέρω αναφερόμενοι προβληματισμοί αναφορικά με τη διφυή ή όχι νομική φύση των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς καθώς και το κατά πόσο η παραβίαση αυτών γεννά αστικές αξιώσεις εις βάρος των εταιρειών επενδύσεων και με ποια νομική βάση μπορούν οι επενδυτές να αποζημιωθούν παραμένουν μέχρι και σήμερα επίκαιροι. Η Οδηγία MiFID II δεν προχώρησε σε εναρμόνιση της αστικής ευθύνης των εταιρειών επενδύσεων, γεγονός που θα έδινε μία οριστική λύση στην όλη αυτή αμφισβήτηση, αλλά, υιοθετώντας το νέο άρθρο 69, υποχρέωσε τα κράτη-μέλη, μεταθέτοντας ουσιαστικά σε αυτούς την ευθύνη, να μεριμνούν και να διαθέτουν κατάλληλους μηχανισμούς ικανούς να εξασφαλίζουν την καταβολή αποζημίωσης ή τη λήψη άλλων επανορθωτικών μέτρων υπέρ των επενδυτών για οποιαδήποτε ζημία ή βλάβη αυτοί υποστούν λόγω παράβαση των διατάξεων αυτής. Υποστηρίζεται, πάντως, ότι η επιτακτική διατύπωση του εν λόγω άρθρου υποχρεώνει τα κράτη μέλη να αξιοποιήσουν τις αρχές

και τις ρυθμίσεις του εσωτερικού ιδιωτικού δικαίου τους για την επιβολή κυρώσεων σε βάρος όσων βλάπτουν τους επενδυτές μέσω παραβιάσεων της Οδηγίας MiFID II.¹⁵⁶

¹⁵⁶ Καραγκουνίδης Α, Ζητήματα αστικής ευθύνης τραπεζών και ΕΠΕΥ για ζημιές επενδυτών από τη διάθεση σύγχρονων χρηματοπιστωτικών μέσων – (Από την MIFID στην MIFID II), Αρμενόπουλος, Τεύχος 10, Οκτώβριος 2015, σελ. 1672.

ΣΤ. Προβληματισμοί σχετικά με την εφαρμογή των υποχρεώσεων προσδιορισμού αγοράς-στόχου και ελέγχου καταλληλότητας ή συμβατότητας

Σε μια προσπάθεια κριτικής αξιολόγησης των ανωτέρω υποχρεώσεων, έχει διατυπωθεί η άποψη ότι οι προαναφερθέντες κανόνες είναι πιθανό να μειώσουν την οικονομική καινοτομία και να αλλοιώσουν τον ανταγωνισμό στην κεφαλαιαγορά στο βαθμό που οι εταιρείες επενδύσεων θα προτιμήσουν να παρέχουν μόνο τα πιο βασικά χρηματοπιστωτικά προϊόντα, ώστε να απαλλαγθούν από την ευθύνη άντλησης και αξιολόγησης μεγαλύτερου όγκου πληροφοριών τόσο στο πλαίσιο προσδιορισμού της αγοράς-στόχου όσο και κατά τον έλεγχο καταλληλότητας ή συμβατότητας.

Οι περιγραφόμενες στην παρούσα υποχρεώσεις για την συλλογή και επεξεργασία σχετικών με τους επενδυτές πληροφοριών σε συνδυασμό με την ευθύνη να υιοθετήσουν τους κατάλληλους μηχανισμούς και να διαθέτουν τα κατάλληλα τεχνολογικά και πληροφοριακά μέσα που θα καταστήσουν ασφαλή και σύννομη την διαχείριση των προσωπικών δεδομένων των πελατών συνεπάγονται δυσανάλογη επιβάρυνση και μεγάλο κόστος για τις επιχειρήσεις επενδύσεων. Ο διοικητικός αυτός φόρτος που επιβαρύνει τις επιχειρήσεις επενδύσεων είναι πολύ πιθανόν να οδηγήσει σε μείωση της γκάμας των προϊόντων που αποφασίζουν να διανείμουν, ώστε να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις απαιτήσεις και την επιχειρησιακή πολυπλοκότητα που τους επιβάλλονται από την Οδηγία MiFID II, περιορίζοντας, όμως, με τον τρόπο αυτό τις επιλογές των επενδυτών και επηρεάζοντας τον ανταγωνισμό προϊόντων και την ανοιχτή αρχιτεκτονική.¹⁵⁷ Στην πράξη, η επιβάρυνση αυτή φαίνεται να είναι μεγαλύτερη για τις μεγάλες επιχειρήσεις επενδύσεων, σε αντίθεση, με τις μικρότερες που ο περιορισμένος αριθμός των πελατών τους επιτρέπει στις επιχειρήσεις αυτές να γνωρίζουν καλύτερα την ταυτότητα εκάστοτε πελάτη με τον οποίο συναλλάσσονται. Επισημαίνεται ότι, κατά πάγια τακτική όλων των ειδών των επιχειρήσεων, το επιπλέον αυτό κόστος καταλήγει να επιβαρύνει εν τέλει τον αποδέκτη – πελάτη.

Επιπλέον, κίνδυνος να συρρικνωθεί σημαντικά το εύρος των διαθέσιμων στους ιδιώτες επενδυτές χρηματοπιστωτικών μέσων ανακύπτει από τον φόβο των εταιρειών επενδύσεων για τυχόν αξιώσεις προς αποζημίωση ή κυρώσεις από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές που τους ωθεί να προτιμήσουν μια υπερβολικά περιορισμένη συλλογή προϊόντων από τον κίνδυνο ευθύνης ή προστίμου, ώστε να παραμείνουν διαθέσιμα στους πελάτες τους μόνο τα ασφαλέστερα προϊόντα, τα οποία, όμως, μετά βίας υπόσχονται πενιχρά κέρδη. Έμμεση συνέπεια αυτού του αποκλεισμού μεγάλου τμήματος των επενδυτών από χρηματοπιστωτικά μέσα με υψηλότερο κίνδυνο και αντίστοιχη πιθανή υψηλότερη απόδοση αποτελεί, επίσης, η αδυναμία των ιδιωτών πελατών να διαφοροποιούν ορθώς τα χαρτοφυλάκια τους.

¹⁵⁷ Βλ. συγκεκριμένα BVI (Federal Association of Investment and Asset Management), «Θέση στο έγγραφο διαβούλευσης της ESMA (CP) αναφορικά με το σχέδιο κατευθυντήριων γραμμών σχετικά με απαιτήσεις διακυβέρνησης προϊόντων MiFID II», 5 Ιανουαρίου 2017, στο Q5 και Q3: «Οι διανομείς θα πρέπει να φέρουν ένα τεράστιο διοικητική επιβάρυνση για τα προϊόντα που αποφασίζουν να διανείμουν. Κατά συνέπεια, οι διανομείς θα μείωναν το εύρος τους για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσουν την πολυπλοκότητα των εργασιών, μειώνοντας έτσι τις επιλογές των επενδυτών και επιδρώντας στον ανταγωνισμό των προϊόντων και την ανοιχτή αρχιτεκτονική».

Στο ίδιο πλαίσιο, υφίσταται προβληματισμός και σχετικά με το αν οι πληροφορίες που ο επενδυτής πρέπει να παρέχει στην επιχείρηση επενδύσεων προκειμένου να διενεργήσει τις αξιολογήσεις καταλληλότητας και συμβατότητας είναι τόσο εκτεταμένες ώστε ενδέχεται να λειτουργούν αποτρεπτικά για τους επενδυτές και να οδηγήσουν στον περιορισμό των επενδυτικών επιλογών τους. Για παράδειγμα, σε περίπτωση αδυναμίας ενός ιδιώτη πελάτη να παρέχει το σύνολο των απαιτούμενων πληροφοριών, τότε η εταιρεία επενδύσεων θα μπορεί παρά να του προτείνει μόνο απλά βασικά προϊόντα, τα οποία συνήθως έχουν και χαμηλές αποδόσεις.¹⁵⁸ Παράλληλα, υπάρχει πιθανότητα οι ιδιώτες επενδυτές να κατευθυνθούν αυτοβούλως στα βασικά χρηματοπιστωτικά μέσα επιθυμώντας να αποφύγουν τις προαναφερθέντες αυξημένες γραφειοκρατικές διαδικασίες και την υποχρέωση παροχής εκτεταμένων πληροφοριών. Και οι δύο αυτές περιπτώσεις μπορούν να οδηγήσουν σε συρρίκνωση του εύρους των προϊόντων στα οποία έχει την δυνατότητα να επενδύσει.

Επιπρόσθετα, η διακύμανση της έντασης της προστασίας των επενδυτών, που έχει υιοθετηθεί από το κανονιστικό πλαίσιο της Οδηγίας MiFID II, σε συνάρτηση με την κατηγοριοποίηση σε επαγγελματίες, ιδιώτες ή επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους έχει κριθεί προβληματική. Συγκεκριμένα, όπως αναφέρεται και ανωτέρω, η έκθεση καταλληλότητας παρέχεται μόνο στους ιδιώτες πελάτες και, μάλιστα, τα τεκμήρια σχετικά με την γνώση, την εμπειρία και την οικονομική κατάσταση που εισάγονται για τους επαγγελματίες πελάτες τόσο στην Οδηγία MiFID II όσο και στον κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό (ΕΕ) 2017/565 ουσιαστικά απαλλάσσουν τις επιχειρήσεις επενδύσεων από την διεξαγωγή ελέγχου συμβατότητας στις συναλλαγές που συνάπτουν με επενδυτές που εντάσσονται στην κατηγορία των επαγγελματιών. Αντιστοίχως, η κατηγοριοποίηση αυτή των επενδυτών αποτελεί ένα από τα βασικά κριτήρια που λαμβάνουν υπόψη τόσο οι κατασκευαστές όσο και οι διανομείς και μάλιστα επιδρά στην ένταση της κριτικής αξιολόγησης που διενεργούν κατά τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου. Επιπλέον, τα προαναφερθέντα τεκμήρια της Οδηγίας MiFID II ισχύουν και εφαρμόζονται κατά τον καθορισμό της αγοράς-στόχου.

Ωστόσο, η ανωτέρω περιγραφόμενη αφηρημένη κλιμάκωση του καθήκοντος πληροφόρησης ανάλογα με αυτή την κατηγοριοποίηση των πελατών έχει επικριθεί με το επιχείρημα ότι οι ανορθολογικές επενδυτικές αποφάσεις δεν συνδέονται, κατ' ανάγκη, με χαμηλό επίπεδο εμπειρίας και θεωρητικών γνώσεων στον χρηματοπιστωτικό τομέα καθώς ακόμα και έμπειροι και θεωρητικώς καταρτισμένοι με συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες επενδυτές επηρεασμένοι από το φαινόμενο της υπεραισιοδοξίας οδηγούνται συχνά σε λανθασμένες και κινδυνώδεις επενδυτικές επιλογές. Ταυτόχρονα, το γνωστικό επίπεδο των έμπειρων επαγγελματιών επενδυτών σε πολλές δικαστικές υποθέσεις έχει κριθεί ανεπαρκές για την κατανόηση της δομής και των κινδύνων που σχετίζονται με σύνθετα χρηματοπιστωτικά προϊόντα.¹⁵⁹ Συνεπώς, οι ανωτέρω περιορισμοί τους εύρους της προστασίας των επαγγελματιών πελατών σε προσυναλλακτικό στάδιο μπορούν να θεωρηθούν παρωχημένοι. Στον αντίποδα, η γενικευμένη υπερ-προστασία των ιδιωτών επενδυτών σε κάποιες περιπτώσεις είναι ανεδαφική και ενδέχεται να οδηγήσει σε αρνητικές επιπτώσεις. Υπάρχουν ιδιώτες επενδυτές που έχουν υψηλό βαθμό εξοικείωσης με συγκεκριμένους τομείς της χρηματοπιστωτικής αγοράς, με αποτέλεσμα να μην χρειάζονται το ίδιο επίπεδο προστασίας με

¹⁵⁸ Jean –Pierre Casey and Karel Lanoo, The MiFID Revolution, ECMI Policy Brief No 3, Νοέμβριος 2006.

¹⁵⁹ Βλ. απόφαση BGH, 22.03.2011 - XI ZR 33/10, στην οποία το Γερμανικό Ακυρωτικό έκρινε ότι η επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή ως διπλωματούχου οικονομολόγος δεν αποτελεί επαρκές τεκμήριο γνώσης και εμπειρίας για τη σύναψη σύνθετης συμφωνίας ανταλλαγής επιτοκίων, αλλά απαιτούνται αποδείξεις περί συγκεκριμένης προηγούμενης εμπειρίας ειδικά στο πεδίο αυτών των συναλλαγών.

τους μη έμπειρους επενδυτές και μην θεωρείται αποδεκτό να αποκλείονται από σύνθετα και πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα για τα οποία έχουν την απαιτούμενη εμπειρία και γνώση που τους επιτρέπει να κατανοούν πλήρως τους κινδύνους που ελλοχεύουν. Για τον σκοπό αυτό, πρέπει, τόσο για τον προσδιορισμό της αγοράς-στόχου όσο και για την αξιολόγηση καταλληλότητας ή συμβατότητας, οι εταιρείες επενδύσεων να μην περιορίζονται από την κατηγορία στην οποία συγκαταλέγεται ένας επενδυτής αλλά να εξετάζουν συνδυαστικά όλα τα ιδιαίτερα προσωπικά χαρακτηριστικά του, να εκτιμούν, δηλαδή, σωρευτικά τα κριτήρια που τίθενται στην Οδηγία MiFID II, όπως αυτά εκτέθηκαν ανωτέρω.

Σύμφωνα με το προγενέστερο καθεστώς της Οδηγίας MiFID I, ο επενδυτής είχε, κατ' αρχήν, πάντα τον τελευταίο λόγο για την συναλλαγή που επιθυμούσε να συνάψει. Η εταιρεία επενδύσεων, κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών μόνο εκτέλεσης, όφειλε να προειδοποιήσει σχετικά με τις επενδύσεις που κρίθηκαν μη συμβατές με τον πελάτη, αλλά ο πελάτης θα μπορούσε να επιμείνει και παρ' όλα αυτά αποκτήσει το προϊόν. Ομοίως, σε ένα περιβάλλον παροχής συμβουλών ο επενδυτής θα μπορούσε πάντοτε να πάει αντίθετα με τις συμβουλές του διανομέα και να αποκτήσει ακόμα και ένα προϊόν που κατά τον έλεγχο καταλληλότητας που διεξήχθη από την εταιρεία κρίθηκε ακατάλληλο για αυτόν. Οι κανόνες διακυβέρνησης προϊόντων της Οδηγίας MiFID II φαίνεται να υιοθετούν μια πιο πατερναλιστική προσέγγιση. Ακόμα κι αν ένας μεμονωμένος πελάτης κατανοεί και αποδέχεται όλους τους κινδύνους αναφορικά με ένα συγκεκριμένο προϊόν, δεν θα μπορεί να το αποκτήσει, εάν ο διανομέας του προϊόντος έχει αποφασίσει ότι ο πελάτης βρίσκεται εκτός της θετικής αγοράς -στόχου για το προϊόν. Η μοναδική εξαίρεση εναπόκειται στην διακριτική ευχέρεια του διανομέα προϊόντων, ο οποίος μπορεί να αποφασίσει ότι υπάρχουν εξαιρετικές περιστάσεις και για το λόγο αυτό, μετά από ειδική αιτιολόγηση κατόπιν διενέργειας σχετικού ελέγχου καταλληλότητας ή συμβατότητας, συμφωνεί να πουλήσει εκτός της αγοράς -στόχου. Συνεπώς, τα μέτρα διακυβέρνησης προϊόντων φαίνεται να απειλούν να περιορίσουν την πρόσβαση των ιδιωτών επενδυτών σε επενδυτικά προϊόντα σε πολύ μεγαλύτερο βαθμό από τα μέτρα παρέμβασης στα προϊόντα τα οποία οι εποπτικές αρχές μπορούν να επιβάλλουν.¹⁶⁰

Ως αντίκρουση στον προβληματισμό αυτό μπορεί, ωστόσο, να υποστηριχθεί ότι ακόμα και ένας πελάτης που βρίσκεται είτε στην αρνητική αγορά-στόχο είτε στην γκρίζα ζώνη ως προς κάποιο επιθυμητό προϊόν, μπορεί να το αποκτήσει μέσω λοιπών επενδυτικών υπηρεσιών χωρίς συμβουλευτικό χαρακτήρα, ακόμη κι αν κατά την απαιτούμενη αξιολόγηση συμβατότητας, το προϊόν αυτό κριθεί ακατάλληλο για εκείνον. Θα πρέπει, βέβαια, να προηγηθεί σχετική προειδοποίηση από την εταιρεία επενδύσεων, η οποία θα του δηλώνει με τους πιο σαφείς όρους ότι δεν ανταποκρίνεται στην αγορά-στόχο για αυτό το προϊόν και θα του εξηγεί τους κινδύνους που διατρέχει εάν παρόλα αυτά επενδύσει σε αυτό το προϊόν. Εάν, παρ' όλα αυτά, ο πελάτης επιμένει και επιθυμεί να αναλάβει τους σχετικούς κινδύνους, η εταιρεία επιτρέπεται να εκτελέσει αυτή την εντολή του. Στην πράξη αυτές οι περιπτώσεις είναι σπάνιες διότι οι μέσοι ιδιώτες επενδυτές δεν ενημερώνονται για τα προϊόντα για τα οποία έχουν ενταχθεί στην αρνητική αγορά-στόχο, καθώς δεν πρέπει να υπάρχει σχετική πρόταση ή ενεργή προώθησή τους από τις εταιρείες επενδύσεων σε αυτούς, και συνεπώς, δύσκολα θα εκφράσουν την επιθυμία να επενδύσουν σε αυτούς τους εί-

¹⁶⁰ Βλ. Prof. Dr. Veerle Colaert, Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions? Working Paper No. 2019/2 (Νοέμβριος 2019), σελ. 16 επ.

δους τα προϊόντα. Συνεπώς, οι μέσοι ιδιώτες επενδυτές προστατεύονται εφόσον, χωρίς ευθεία και άμεση σύσταση σε αυτούς ακατάλληλων επενδυτικών προϊόντων, δεν είναι πιθανόν να ενημερωθούν για αυτά. Ζήτημα γεννάται για τα πολύπλοκα προϊόντα που παρέχονται υποχρεωτικά μέσω υπηρεσιών επενδυτικών συμβουλών ή διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Έχει διατυπωθεί η άποψη ότι θα πρέπει η ίδια λογική να ακολουθηθεί και για αυτές τις περιπτώσεις. Όταν οι επενδυτές, με δική τους πρωτοβουλία, παρά τη σχετική ενημέρωσή τους, μέσω της υποχρεωτικής έκθεσης καταλληλότητας, περί μη ανταπόκρισης του επιθυμητού προϊόντος στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και ανάγκες τους, αναλαμβάνουν τους σχετικούς κινδύνους και επιθυμούν να επενδύσουν σε ένα πολύπλοκο και ακατάλληλο, κατ' αρχήν, για αυτούς χρηματοπιστωτικό μέσο, θα πρέπει η εταιρεία επενδύσεων να έχει τη δυνατότητα να προβεί στις σχετικές συναλλαγές, σε κάθε περίπτωση με επαρκή τεκμηρίωση για την εν λόγω πώληση στην αρνητική αγορά-στόχο ή στην γκρίζα ζώνη αναλόγως¹⁶¹.

¹⁶¹ Βλ. Prof. Dr. Veerle Colaert, Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions? Working Paper No. 2019/2 (Νοέμβριος 2019), σελ. 17.

Συμπεράσματα

Συμπερασματικά, σε συνέχεια της ανωτέρω ανάλυσης των προβληματισμών που έχουν ανακύψει κατά την εφαρμογή τόσο της απαίτησης προσδιορισμού της αγοράς-στόχου όσο και του ελέγχου καταλληλότητας ή συμβατότητας, θα προσπαθήσουμε να διαπιστώσουμε αν τα πλεονεκτήματα του συστήματος διακυβέρνησης προϊόντων που προβλέπει η MiFID II τελικώς υπερτερούν των μειονεκτημάτων του.

Όπως επισημάνθηκε και ανωτέρω, η απαίτηση προσδιορισμού της αγοράς-στόχου συνδέεται με σχέση χρονικής αλληλουχίας και αλληλεπίδρασης με την αξιολόγηση καταλληλότητας και συμβατότητας. Κατά το στάδιο της διάθεσης των χρηματοπιστωτικών προϊόντων, οι υποχρεώσεις αυτές επιβάλλουν τον εκ των προτέρων διπλό έλεγχο κάθε επενδυτικής συναλλαγής. Πιο συγκεκριμένα, αρχικά, εξετάζεται αν ο εκάστοτε πελάτης εμπίπτει ή όχι στην προσδιορισθείσα αγορά-στόχο για να μπορέσει να αποκτήσει το προϊόν και, έπειτα, αξιολογείται η καταλληλότητα ή συμβατότητα, ανάλογα με την παρεχόμενη επενδυτική υπηρεσία της επιδιωκόμενης συναλλαγής καθώς και με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του επενδυτή που επιθυμεί τη σύναψή της.

Οι προβληματισμοί που διατυπώθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να θεωρηθεί ότι μειώνουν τις θετικές επιπτώσεις των κανόνων διακυβέρνησης. Αντιθέτως, στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι και οι δύο αυτές υποχρεώσεις συντελούν σε μεγάλο βαθμό στη μείωση των πιθανοτήτων σύναψης επιζήμιων για τον επενδυτή συναλλαγών, ήτοι στον περιορισμό των υποθέσεων mis-selling. Πιο συγκεκριμένα, λειτουργούν αποτρεπτικά για την παραγωγή και επακόλουθη διανομή προϊόντων που είναι σαφώς επιβλαβή για τους επενδυτές και διασφαλίζουν ότι αποκλείεται η πρόσβαση τους σε προϊόντα που δεν είναι κατάλληλα και συμβατά με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους. Υπό αυτό το πρίσμα, η μείωση της συλλογής προϊόντων που διατίθεται σε ένα συγκεκριμένο επενδυτή επέρχεται αφενός χάριν της προστασίας τους και αφετέρου για την εξυπηρέτηση του στόχου της ενίσχυσης της εμπιστοσύνης των επενδυτών στο θεσμό της κεφαλαιαγοράς και την συνέχιση επένδυσης των κεφαλαίων τους.

Επιπρόσθετα, η συμβολή των κανόνων διακυβέρνησης προϊόντων της MiFID II στην ελαχιστοποίηση της πιθανότητας αγοράς από τους επενδυτές μη συμβατών ή ακατάλληλων για εκείνους χρηματοπιστωτικών μέσων, έχει ως άμεσο αποτέλεσμα την μη έκθεση των επενδυτών σε υπερμετρους πιστωτικούς κινδύνους και σε απώλειες που υπερβαίνουν τις οικονομικές δυνατότητές τους. Υπό τη συνθήκη αυτή είναι περισσότερο πιθανόν να αποφευχθούν στο μέλλον παρόμοιες κρίσεις όπως η χρηματοοικονομική του 2007. Επιτυγχάνεται, συνεπώς, ο στόχος που είχε τεθεί από τον ενωσιακό νομοθέτη για ενίσχυση της αποτελεσματικότητας, της ανθεκτικότητας και της ακεραιότητας της κεφαλαιαγοράς και εμμέσως της εθνικής οικονομίας.

Τόσο η αγορά-στόχος όσο ο έλεγχος καταλληλότητας και συμβατότητας, καλύπτοντας προστατευτικά ολόκληρο το φάσμα της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ξεκινώντας από την κατασκευή του προϊόντος ως την πώληση, και έπειτα από αυτήν, μέσω επανεξέτασης των προϊόντων περιοδικών ελέγχων και επαναπροσδιορισμού, εφόσον κριθεί αναγκαίο, της αγοράς-στόχου, συντελούν στην εκπλήρωση του κυριότερου στόχου της MiFID II, ήτοι της επαύξησης του επιπέδου προστασίας των επενδυτών. Συντηρείται από τον ενωσιακό νομοθέτη το πληροφοριακό μοντέλο προστασίας του επενδυτή. Ειδικότερα, μέσω της σαφέστερης και πιο εξειδικευμένης πλη-

ροφόρησης του που προβλέπονται από τις διατάξεις της MiFID II για την αγορά-στόχο και για τον έλεγχο καταλληλότητας και συμβατότητας, ο ενωσιακός νομοθέτης αποβλέπει στην ενίσχυση της διαφάνειας και της αυτοϋπευθυνότητας των επενδυτών που λαμβάνουν τις εκάστοτε επενδυτικές υπηρεσίες.

Τέλος, η αλληλεπίδραση των ανωτέρω υποχρεώσεων στοχεύει στη δημιουργία μιας σχέσης δίκαιης ισορροπίας και ιεράρχησης μεταξύ της επιτακτικής ανάγκης προστασίας του επενδυτή και της ανάγκης εύρυθμης λειτουργίας μιας ελεύθερης κεφαλαιαγοράς, χωρίς υπερβολικούς περιορισμούς και απαγορεύσεις. Υπό το καθεστώς της MiFID II, ο επενδυτής διατηρεί το δικαίωμα να προβεί σε μία επένδυση που, κατά την κρίση του, είναι η πιο συμφέρουσα και κατάλληλη για την εξυπηρέτηση των οικονομικών του αναγκών, αναλαμβάνοντας το σχετικό κίνδυνο που συνεπάγεται η επιλογή του. Ταυτόχρονα, όμως, εξασφαλίζεται, μέσω του προσδιορισμού της αγοράς-στόχου, ότι τα προϊόντα που είναι διαθέσιμα σε αυτόν ανταποκρίνονται επαρκώς στο επίπεδο γνώσης του επενδυτή και στο ανεκτό από αυτόν επίπεδο κινδύνου και ότι έχει υπάρξει σαφής και ρητή προειδοποίηση για την μη συμβατότητα της επιθυμητής συναλλαγής με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του.

Σε κάθε περίπτωση, το αν, τελικώς, οι κανόνες διακυβέρνησης προϊόντων θα λειτουργήσουν αποτελεσματικά και θα έχουν θετική επίδραση στην κεφαλαιαγορά εξαρτάται από την ορθή ή μη εφαρμογή τους από τα κράτη μέλη και την περισσότερο ή λιγότερη αυστηρή επιβολή τους από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές.

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Ελληνική Βιβλιογραφία και Αρθρογραφία

- Αλεξανδρίδου Ε., Τα επενδυτικά προϊόντα της Lehman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010.
- Αλεξάκη/ Καβουσάνο/Βασίλα, Η πορεία της ενοποίησης της χρηματιστηριακής αγοράς κεφαλαίου στην ευρωζώνη, σε Προβόπουλου Γ./Γκόρτσου Χ. (επιμ.) Το νέο ευρωπαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, 2004
- Αυγητίδης Δ., Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2^η έκδοση, 2019
- Αυγητίδης Δ., Προστασία των επενδυτών ως καταναλωτών, σε Ε.Αλεξανδρίδου, Δίκαιο Προστασίας του Καταναλωτή Ελληνικό – Κοινοτικό, 2008.
- Αυγητίδης Δ., Ο αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών ως καταναλωτής, ΕπισκΕΔ 2001
- Βαλτούδης, Ζητήματα περιεχομένου και έκτασης της αποζημίωσης στην προσυμβατική ευθύνη, ΧρΙΔ 2005
- Βερβεσός Ν., Η Αρχή της ίσης μεταχείρισης στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016
- Γεωργακόπουλος Λ., Χρηματιστηριακό και τραπεζικό δίκαιο, Δίκαιο και Οικονομία, 1999
- Γεωργιάδης Σ., Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 2003
- Γιοβαννόπουλος Ρ., Νεότερες εξελίξεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, εις: Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο (επιμ. Νάσκου-Περάκη), Σάκκουλας Αντ. Ν., 2005
- Γκόρτσος Χ./Σταϊκούρας Π./Λιβαδά Χ., Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς, Ελληνική Ένωση Τραπεζών, 2007
- Γρηγοροπούλου Μ., Το μοντέλο του ορθολογικού επενδυτή στο Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019
- Θωμαδάκης/Ξανθάκης, Αγορές χρήματος και κεφαλαίου, 2006
- Καραγκουνίδης Α., Η Προστασία του Επενδυτή στο Δίκαιο των Επενδυτικών Υπηρεσιών, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2007
- Κουλουριάνος Θ., Υποχρεώσεις Τραπεζών κατά τη διάθεση σύνθετων ομολογιών, 2020, Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου
- Κουνάδης Γ./Δασμάνογλου Α., Η διακυβέρνηση προϊόντων στον χρηματοπιστωτικό τομέα, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019
- Λαζαράκου Β., Η προστασία του επενδυτή κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (από τη MIFID I στη MIFID II), 29ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, Οκτώβριος 2019 στο συλλογικό έργο Υποχρεώσεις Χρηματοπιστωτικών Φορέων, Νομική Βιβλιοθήκη, 2021
- Λιάππης Δ., Αποζημίωση των Επενδυτών & Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012
- Μαστρομανώλης Ε., Αιτιώδης συνάφεια και επενδυτική ζημία στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά, ΔΕΕ, 2015

- Μαστρομανώλης Ε., Αιτιώδης συνάφεια και επενδυτική ζημία στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά, ΔΕΕ, 2015
- Λιναρίτη Ι., Η πρόσβαση στις χρηματοοικονομικές υπηρεσίες μέσω διαδικτύου, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2005
- Ρόκας Ν./Γκόρτσος Χ./Μικρουλέα Α./Λιβαδά Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016
- Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2^η έκδοση, 2021
- Τριανταφυλλάκης Γ., Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), ΔΕΕ 4/2008
- Χριστιανός Β., Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή στο κοινοτικό δίκαιο: από την απαγόρευση εκμετάλλευσης εμπιστευτικών πληροφοριών στην απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς, Ανώνυμη Εταιρεία και Κεφαλαιαγορά – Η προστασία του επενδυτή, 11ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, 2002

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία και Αρθρογραφία

- Ackert, L.F., Deaves, R., Behavioral Finance: Psychology, Decision- Making and Markets, South- Western Cengage Learning, 2010
- Brenckle M., Commentary on MiFID II Conduct of Business Rules, Arts 21-30 MiFID II, 2017, available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3014392
- Busch D./ Ferranini G., Regulation of EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR, Oxford University Press, 2017
- Busch D., MiFID II & MiFIR: Stricter Rules for the EU Financial Markets, Law and Financial Markets Review 2017/2-3
- Casey Jean –Pierre and Lanoo Karel, The MiFID Revolution, ECMI Policy Brief No 3, November 2006, available at: <http://aei.pitt.edu/9524/2/9524.pdf>
- Colaert V./ Incalza Th., Mis-selling of Financial Products: Compensation of Investors in Belgium, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, 2018, available at: <http://www.europarl.europa.eu/studies>
- Colaert V., The MiFIR and PRIIPs Product Intervention Regime: In Need of Intervention? European Company and Financial Law Review, Volume 17, Issue 1, 2020
- Colaert V., Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions? European Business Law Review, Volume 31, Issue 6, 2020, available at <https://ssrn.com/abstract=3455413>
- Comana Mario/ Daniele Previtali/ Luca Bellardini, The MiFID II Framework How the New Standards Are Reshaping the Investment Industry, Springer, 2019
- Della Negra F., MiFID II and Private Law, Enforcing EU Conduct of business rules, Hart Studies in Commercial and Financial Law, 2019
- Ferranini G./ Wymeersch E., Investor Protection in Europe: Corporate Law Making, the MiFID and Beyond, Oxford University Press, 2006.
- Financial Services Authority, Final guidance: Risks to customers from financial incentives, January 2013, available at <https://www.fca.org.uk/publication/finalised-guidance/fsa-fg13-01.pdf>

- Fuller N./ Khan N., Product Governance & Target Markets: It's not just MiFID II, Alvarez and Marsal, 2018, available at <https://www.alvarezandmarsal.com/insights/productgovernance-target-markets-its-not-just-mifid-ii>
- Gortsos Ch., *Stricto sensu Investor Protection under MiFID II: A systematic overview of Articles 24-30*, Cambridge Scholars Publishing, 2018
- Hobza M./Vondrackova A., *Target Market under MiFID II: The Distributor's Perspective*, Prague Law Working Papers Series, 2018
- Kern A., Marketing, Sale and Distribution. Mis-selling of Financial Products, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, available at: [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/618996/IPOL_STU\(2018\)618996_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/618996/IPOL_STU(2018)618996_EN.pdf)
- Moloney N., *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford EU Law Library, 2014
- Schaecken Willemaers G., *Client Protection on European Financial Markets – From Inform Your Client to Know Your Product and Beyond: An Assessment of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2*, 2014 available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2494842
- Wallinga Marnix, *Why MiFID & MiFID II Do (not) Matter to Private Law: Liability to Compensate for Investment Losses for Breach of Conduct of Business Rules*, *European Review of Private Law*, Volume 27, Issue 3, 2019
- Waters, D, *Asset management regulatory trends and priorities in the post-crisis environment: an update from the FSA*, Speech at McKinsey Asset Management Conference, London, 25 Ιανουαρίου 2010.
- Willemaers Schaecken, *Client protection on European financial markets – from inform your client to know your product and beyond*, available at: <http://hdl.handle.net/2078.1/152079>