



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΔΙΕΘΝΩΝ, ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΑΙ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ,
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

της ΑΝΤΩΝΙΑΣ Α. ΝΙΚΟΛΕΤΑΤΟΥ

**Τίτλος: «Η προστασία του επενδυτή στα πλαίσια των
παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών και προϊό-
ντων από επιχειρήσεις επενδύσεων και τράπεζες»**

Επιβλέπων Καθηγητής:
ΧΡΗΣΤΟΣ ΓΚΟΡΤΣΟΣ

Αθήνα, 2015

Copyright ©, **Αντωνία Α. Νικολετάτου, 2015**

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 Παντείου Πανεπιστημίου.

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

αρ.	αριθμός
άρθρ.	άρθρο, άρθρα
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΠ	Άρειος Πάγος
Αρμ	Αρμενόπουλος
βλ.	βλέπε
γνμδ.	γνωμοδότηση
ΔΕΕ	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
εδ.	εδάφιο
ΕΔΔΑ	Ευρωπαϊκό Δικαστήριο Δικαιωμάτων του Ανθρώπου
ΕΕμπΔ	Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου
Ειρ	Ειρηνοδικείο
ΕλΔνη	Ελληνική Δικαιοσύνη
επ.	επόμενα
ΕΣΔΑ	Ευρωπαϊκή Σύμβαση Δικαιωμάτων του Ανθρώπου
Εφ	Εφετείο
ΚΝΔΔ	Κώδικα Νόμων περί δικών του Δημοσίου
ΚΠολΔ	Κώδικας Πολιτικής Δικονομίας
Λ.χ.	Λόγου χάρη
ΜΠρ	Μονομελές Πρωτοδικείο
Ν.	Νόμος
Ν.δ.	Νομοθετικό διάταγμα
ΝοΒ	Νομικό Βήμα
ΟΛΑΠ	Ολομέλεια Αρείου Πάγου
ό.π.	όπως παραπάνω
ΠΠρ	Πολυμελές Πρωτοδικείο
Παρ.	παράγραφος
πρβλ.	παράβαλε
π.χ.	παραδείγματος χάριν
ΣΕΕ	Συνθήκη περί ιδρύσεως της Ε.Ε.
σελ.	σελίδα
ΣΛΕΕ	Συνθήκη για τη λειτουργία της Ε.Ε.
σημ.	σημείωση
ΣτΕ	Συμβούλιο της Επικρατείας
τεύχ.	Τεύχος
ΤΝΠ	Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών
τόμ.	Τόμος
Υποσ.	υποσημείωση

Φ.Π.Α
ΧρηΔικ
ΧρΙΔ

Φόρος Προστιθέμενης Αξίας
Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο
Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ:

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....σελ.8

ΕΝΟΤΗΤΑ Ι: Η ΑΝΑΓΚΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....σελ.10

1. ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ.....σελ.10
2. Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΩΣ ΠΑΡΑΛΛΗΛΟΙ ΔΙΚΑΙΟΠΟΛΙΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....σελ.18
3. Η ΕΝΤΑΞΗ ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΥ ΣΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....σελ.22

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙ: ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΑΠΕΝΑΝΤΙ ΣΤΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ- ΟΙ «ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ».....σελ.29

1. Οι συναλλασσόμενοι στις χρηματοπιστωτικές αγορές (ο επενδυτής και οι φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών)- Οι επενδυτικές υπηρεσίες και τα επενδυτικά προϊόντα.....σελ.29
2. Οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ και των Τραπεζών απέναντι στους επενδυτές και ειδικότερα οι υποχρεώσεις «επαγγελματικής συμπεριφοράς ή δεοντολογίας» των εν λόγω φορέων (άρθρα 25-30 του νόμου 3606/2007).....σελ.43
3. Ενίσχυση της προστασίας του επενδυτή- MiFID II.....σελ.56

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙΙ: ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ- Η ΑΣΤΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΥΠΕΥΘΥΝΩΝ ΠΡΟΣΩΠΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ- Η ΑΞΙΩΣΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗσελ.59

- A. Το έλλειμμα ατομικής προστασίας του ευρωπαίου αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών..σελ.59
- B. Η αποζημιωτική ευθύνη.....σελ.62
- Γ. Η κρατική εποπτεία και η αστική ευθύνη.....σελ.68
- Δ. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών και η ευθύνη των Τραπεζών επί εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών στη σύγχρονη πράξη.....σελ.74

ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....σελ.84

ΠΗΓΕΣ.....σελ.86

ΑΝΑΛΥΤΙΚΑ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ:

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....σελ.8

ΕΝΟΤΗΤΑ Ι: Η ΑΝΑΓΚΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ.....σελ.10

1. ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ.....σελ.10

1.1. ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΣΤΟ ΠΕΔΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....σελ.10

1.2. ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΕΙΔΙΚΑ ΑΠΟ ΤΗ ΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.....σελ.14

2. Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΩΣ ΠΑΡΑΛΛΗΛΟΙ ΔΙΚΑΙΟΠΟΛΙΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....σελ.18

3. Η ΕΝΤΑΞΗ ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΥ ΣΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ.....σελ.22

3.1. Η νομική ρύθμιση της κεφαλαιαγοράς μέσα από τους κανόνες δομής της αγοράς και τους κανόνες συμπεριφοράς των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.....σελ.22

3.2. Η συμβολή του αμερικανικού και ευρωπαϊκού δικαίου στην ανάπτυξη του σύγχρονου δικαίου της κεφαλαιαγοράς για την προστασία του επενδυτή έναντι των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.....σελ.24

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙ: ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΑΠΕΝΑΝΤΙ ΣΤΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ- ΟΙ «ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ»σελ.29

1. Οι συναλλασσόμενοι στις χρηματοπιστωτικές αγορές (επενδυτής και φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών)- Οι επενδυτικές υπηρεσίες και τα επενδυτικά προϊόντα.....σελ.29

α. Η έννοια του «επενδυτή»- Ο επενδυτής ως καταναλωτής- Διακρίσεις του επενδυτή σύμφωνα με το νόμο 3606/2007.....σελ.29

β. Οι φορείς παροχής κατ' επάγγελμα επενδυτικών υπηρεσιών.....σελ.33

γ. Η σύμβαση «χρηματοπιστηριακής παραγγελίας».....σελ.35	
δ. Οι επενδυτικές υπηρεσίες και τα επενδυτικά προϊόντα.....σελ.37	
2. Οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ και των Τραπεζών απέναντι στους επενδυτές και ειδικότερα οι υποχρεώσεις «επαγγελματικής συμπεριφοράς ή δεοντολογίας» των εν λόγω φορέων (άρθρα 25-30 του νόμου 3606/2007)σελ.43	
2.1. Υποχρεώσεις πληροφόρησης.....σελ.50	
2.2. Ο Έλεγχος συμβατότητας και ο έλεγχος καταλληλότητας.....σελ.52	
2.3. Βέλτιστη εκτέλεση εντολών.....σελ.53	
3. Ενίσχυση της προστασίας του επενδυτή- MiFID II.....σελ.56	

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙΙ: ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ-Η ΑΣΤΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΥΠΕΥΘΥΝΩΝ ΚΑΙ Η ΑΞΙΩΣΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ.....σελ.59

A. Το έλλειμμα ατομικής προστασίας του ευρωπαϊού αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών- Οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ στο μεταίχμιο του δικαίου των συμβάσεων και του εποπτικού δικαίου.....σελ.59	
B. Η αποζημιωτική ευθύνη.....σελ.62	
B.1. Το δίκαιο των συμβάσεων.....σελ.63	
B.2. Η θεμελίωση της αδικοπρακτικής ευθύνης.....σελ.65	
B.3. Η ευθύνη του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες (αρ. 8 του ν. 2251/1994).....σελ.67	
Γ. Η κρατική εποπτεία και η αστική ευθύνη.....σελ.68	
Δ. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών και η ευθύνη των Τραπεζών επί εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών στη σύγχρονη πράξη.....σελ.74	

ΕΠΙΛΟΓΟΣ.....σελ.84

ΠΗΓΕΣ.....σελ.86

I. <u>ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ</u>σελ.86	
Διεθνές Δίκαιο.....σελ.86	
Ευρωπαϊκό Δίκαιο.....σελ.86	
Ελληνικό Δίκαιο.....σελ.88	
II. <u>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ- ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ</u>σελ.89	
Α. Ελληνόγλωσση.....σελ.89	
Β. Ξενόγλωσση.....σελ.92	
III. <u>ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ</u>σελ.93	
IV. <u>ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ</u>σελ.94	

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ευημερία των τελευταίων δεκαετιών έδωσε αυξητική ώθηση στα αποταμιευτικά κεφάλαια και έστρεψε σημαντικό μέρος αυτών προς το χώρο της κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα η κεφαλαιαγορά να πάψει να είναι τόπος συνάντησης αποκλειστικά για εξειδικευμένους επενδυτές, αλλά να αποκτήσει ενδιαφέρον και για το μέσο συναλλασσόμενο επενδυτή. Η αύξηση του αριθμού των επενδυτών που συμμετέχουν ενεργά στις χρηματοπιστωτικές αγορές, καθώς και η διεύρυνση του πλέον πολυσύνθετου πλαισίου των παρεχόμενων χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και μέσων από τις ΑΕΠΕΥ και τις τράπεζες γέννησαν νέες κανονιστικές προκλήσεις με στόχο την αντιμετώπιση των κινδύνων, οι οποίοι προκύπτουν για τους επενδυτές. Η καλλιέργεια και η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών στην αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς είναι απαραίτητη για τη συμμετοχή τους σε αυτήν τη διαδικασία της άμεσης χρηματοδότησης των επιχειρήσεων που λαμβάνει χώρα στην κεφαλαιαγορά. Οι ισχυροί κλυδωνισμοί σε οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό επίπεδο που προκλήθηκαν διεθνώς από τις χρηματιστηριακές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, αλλά και στην εγχώρια κεφαλαιαγορά, ανέδειξαν την προστασία των επενδυτών σε στόχο ύψιστης πολιτικής προτεραιότητας για τους νομοθέτες πολλών κρατών. Η ανάγκη για ρυθμιστική παρέμβαση με στόχο την προστασία των επενδυτών γίνεται αδήριτη στα πλαίσια της φιλελευθεροποίησης των διεθνών αγορών που ξεκίνησε ήδη από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 και εντάθηκε με τη ραγδαία εξάπλωση των τεχνολογιών της πληροφορικής και των επικοινωνιών. Δημιουργήθηκε, δηλαδή, ένα παγκόσμιο πλέγμα διασυνδεδεμένων κεφαλαιαγορών, στο οποίο αυξάνονται μεν οι επενδυτικές ευκαιρίες, αλλά ταυτόχρονα εντείνεται η αστάθεια και η διακινδύνευση των ατομικών και συλλογικών αγαθών.

Τόσο οι ευρωπαϊκοί όσο και οι εθνικοί κανόνες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς συνέχονται σε ένα κανονιστικό πλέγμα, το οποίο στοχεύει τόσο στη διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς όσο και στην προστασία των επενδυτών. Για την ικανοποίηση των στόχων αυτών υιοθετούνται κανόνες που κατηγοριοποιούνται¹ ανάλογα με τον αποδέκτη τους και αφορούν κατά περίπτωση: τους εκδότες κινητών αξιών, τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τις τράπεζες που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες, τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, τη λειτουργία των δευτερογενών αγορών και τους οργανισμούς πιστοληπτικής ικανότητας. Την παρούσα εργασία απασχολεί η ανάγκη προστασίας του επενδυτή ως αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών και προϊόντων που προσφέρονται στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά από εξειδικευμένες διαμεσολαβητικές επιχειρήσεις επενδύσεων, ΑΕΠΕΥ και τράπεζες. Οι κανόνες που αφορούν τις εν λόγω επιχειρήσεις καθιερώνουν α) την υποχρέωση κατάλληλης εσωτερικής οργάνωσης των εν λόγω φορέων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και την άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων με γνώμονα κυρίως την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων και β) τη *stricto sensu* προστασία των επενδυτών², η οποία επιδιώκεται μεταξύ άλλων με τις «υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας» των εν λόγω επιχειρήσεων, οι οποίες θεσπίσθηκαν αρχικά από την Οδηγία 93/22/EK (ISD) και στη συνέχεια με την ισχύουσα σήμερα Οδηγία 2004/39/EK (MiFID I) για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων σε συσχετισμό με τους ειδικότερους κανόνες δεοντολογίας που εισάγονται από την εκτελεστική αυτής Οδηγία 2006/73/EK και για τις οποίες θα γίνει ειδικότερα λόγος κατωτέρω.

¹ Βλ. αναλυτικά ΓΚΟΡΤΣΟ (2011), σελ. 60-62.

² ΓΚΟΡΤΣΟΣ (2011), σελ. 61.

Στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς η μέριμνα για την τήρηση των σχετικών κανόνων δεν ανατίθεται κατ' αρχήν στους ιδιώτες μέσω της αναγνώρισης δικαστικώς επιδιώξιμων δικαιωμάτων. Η εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς εν γένει και των υποχρεώσεων επαγγελματικής δεοντολογίας ειδικότερα ανατίθεται από την έννομη τάξη στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς³. Στο πλαίσιο της γενικότερης προβληματικής για τη φύση των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ως κανόνων δημοσίου ή και ιδιωτικού δικαίου και των δικαιωμάτων των επενδυτών σε περίπτωση παραβίασης τους, εντάσσεται και η προβληματική της νομικής φύσης των κανόνων του Ν. 3606/2007⁴ και ιδίως των υποχρεώσεων που θεσπίζει ο εν λόγω νόμος για τις ΕΠΕΥ. Ο προβληματισμός αφορά τόσο στην επιρροή των κανόνων αυτών στις συμβατικές σχέσεις της ΕΠΕΥ με τον πελάτη της όσο και στη θεμελίωση αποζημιωτικής ευθύνης της, με βάση τις κοινές διατάξεις του αστικού δικαίου εξαιτίας της παραβίασης των κανόνων αυτών. Μέρος της ίδιας προβληματικής είναι και η προστασία του αποδέκτη των επενδυτικών υπηρεσιών με βάση τις διατάξεις για την προστασία του καταναλωτή (Ν. 2251/1994).

Η διπλωματική εργασία δομείται ως εξής: α) στο πρώτο κεφάλαιο επισημαίνεται η ανάγκη της προστασίας των επενδυτών απέναντι στους φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και προϊόντων, δηλαδή τις ΕΠΕΥ και τις Τράπεζες, αφενός λόγω των εγγενών κινδύνων της κεφαλαιαγοράς αφετέρου λόγω των κινδύνων που πηγάζουν ιδιαίτερα από τη δράση των Τραπεζών. Επίσης, τονίζεται η διπλή στοχοθέτηση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς: η αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και η προστασία του επενδυτή αποτελούν παράλληλους και ισότιμους δικαιοπολιτικούς στόχους. Ακόμα στο κεφάλαιο αυτό, αναφέρονται οι βασικές ρυθμίσεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς σχετικά με την προστασία του επενδυτή και η επιρροή του αμερικανικού και ευρωπαϊκού δικαίου στην ανάπτυξη του σύγχρονου δικαίου της κεφαλαιαγοράς για την προστασία του επενδυτή από τη δράση των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών β) στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφεται το σύστημα της προστασίας των επενδυτών στα πλαίσια των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών και προϊόντων από ΕΠΕΥ και τράπεζες, αφού πρώτα γίνει η αναγκαία για την κατανόηση του συστήματος αυτού οριοθέτηση σχετικών εννοιών και στη συνέχεια, αναλύονται οι «κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας» που πρέπει να τηρούνται εκ μέρους των ΕΠΕΥ και των Τραπεζών γ) στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται λόγος για το αν οι φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών υπέχουν ευθύνη απέναντι στον επενδυτή στην περίπτωση παραβίασης των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και αν μπορεί σε μια τέτοια περίπτωση ο επενδυτής να ζητήσει αποζημίωση από την ΕΠΕΥ ή την τράπεζα. Ακόμα, γίνεται αναφορά στην κρατική εποπτεία της τήρησης των συγκεκριμένων κανόνων δεοντολογίας από τους φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και στο αν η πλημμελής εποπτεία γεννά την αστική ευθύνη των εποπτικών αρχών (105- 106 ΕισΝΑΚ). Τέλος, εξετάζεται ειδικότερα η υπηρεσία της παροχής επενδυτικών συμβουλών και η ευθύνη των Τραπεζών και των ΑΕΠΕΥ απέναντι στους επενδυτές επί εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών στη σύγχρονη πράξη.

³ Η εκτεταμένη συμμετοχή των πιστωτικών ιδρυμάτων στην αγορά των επενδυτικών υπηρεσιών επιβάλλει των επιμερισμό του εποπτικού έργου ανάμεσα σε αυτή και την Τράπεζα της Ελλάδος.

⁴ Με τον οποίο ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία 2004/39/EK (MiFID I).

ΕΝΟΤΗΤΑ Ι: Η ΑΝΑΓΚΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ

1. ΟΙ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΕΡΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΓΙΑ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

A.1. ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΣΤΟ ΠΕΔΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Οι κεφαλαιαγορές⁵ έχουν ως εγγενές συστατικό τους στοιχείο τη διακινδύνευση⁶. Ο επενδυτής απειλείται από ένα ευρύ φάσμα ατελειών που χαρακτηρίζουν τις κεφαλαιαγορές, κυριότερη από τις οποίες είναι η πληροφοριακή ασυμμετρία. Οι τίτλοι της κεφαλαιαγοράς λόγω της ιδιαίτερης φύσης τους δεν επιτρέπουν στους επενδυτές να έχουν ασφαλή εικόνα για την ποιότητα των δικαιωμάτων που ενσωματώνουν, γι' αυτό η ποιότητα και η έκταση των σχετικών με την επένδυση πληροφοριών, στις οποίες έχει πρόσβαση ο επενδυτής αποβαίνουν ιδιαίτερα σημαντικές γι' αυτόν. Χωρίς τέτοιες πληροφορίες μπορεί να οδηγηθεί ο επενδυτής σε λανθασμένες επενδυτικές επιλογές μακριά από τους στόχους και τη στρατηγική του, οι οποίες μπορούν με τη σειρά τους να επιφέρουν αρνητικά αποτελέσματα σε όλη τη λειτουργία της αγοράς. Η πλήρης και ακριβής πληροφόρηση για τον εκδότη και τους επενδυτικούς τίτλους του είναι απαραίτητη, αφού καθιστά δυνατή τη λειτουργία της ιδιωτικής αυτονομίας του επενδυτή⁷ και διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία της αγοράς⁸ με τη διαμόρφωση της ορθής τιμής του κάθε τίτλου⁹.

⁵ «Χρηματοπιστωτικές αγορές ή κεφαλαιαγορές» (διάυλος άμεσης χρηματοδότησης των αρνητικών αποταμιευτών από τους θετικούς) ορίζονται εκείνες οι αγορές στις οποίες λαμβάνει χώρα η έκδοση και η διαπραγμάτευση χρεωστικών τίτλων και μετοχών και η διαπραγμάτευση των «παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων». Οι χρηματοπιστωτικές αγορές καλούνται συχνά αγορές χρήματος και κεφαλαίου (money and capital markets). Η διάκριση μεταξύ αγορών χρήματος και κεφαλαίου γίνεται βάσει του κριτηρίου της διάρκειας των χρηματοπιστωτικών μέσων που τελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτές: α) στις αγορές χρήματος αντικείμενο διαπραγμάτευσης είναι οι βραχυχρόνιοι (με αρχική διάρκεια μέχρι ένα έτος) χρεωστικοί τίτλοι έκδοσης εταιριών και του Δημοσίου, ενώ β) στις αγορές κεφαλαίου τόσο οι μακροχρόνιοι (με αρχική διάρκεια άνω του ενός έτους) χρεωστικοί τίτλοι έκδοσης εταιριών και του Δημοσίου όσο και οι μετοχές των εισηγμένων εταιριών, βλ. ΓΚΟΡΤΣΟ (2011), σελ. 11.

⁶ Την εκούσια υπαγωγή σε ένα πλαίσιο κοινώς αποδεκτής αβεβαιότητας, στο οποίο «αμείβεται» η επιτυχής πρόγνωση του μέλλοντος, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 14.

⁷ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.25 και ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΧρίΔ2001, σελ. 17,19 όπου επισημαίνει ότι με τη διασφάλιση της ισότητας ευκαιριών στην απόκτηση των κρίσιμων πληροφοριών «...εξασφαλίζεται και η θεμελιώδης για το δικαίικό μας σύστημα ελεύθερη διαμόρφωση της δικαιοπρακτικής βούλησης των συμμετεχόντων στην αγορά αυτή επενδυτών...».

⁸ Η πληροφόρηση είναι ένα εργαλείο για την πραγμάτωση τόσο της θεσμικής προστασίας της αγοράς όσο και της ατομικής προστασίας του επενδυτή, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.26.

⁹ Βλ. ΤΕΛΛΗ, ΕπισκεΔ 2009, 273, 276, ΜΙΧΑΛΟΠΟΥΛΟ (2002), σ.252. Πρώτη βάση για το σχηματισμό μιας θεμελιωμένης κρίσης για την αξία των τίτλων μιας εταιρείας αποτελεί η εταιρική δημοσιότητα πχ ισολογισμός. Έπειτα, κεντρική υποχρέωση δημοσίευσης σχετικά με τις συναλλαγές της κεφαλαιαγοράς είναι η υποχρέωση έκδοσης ενημερωτικού δελτίου σε περίπτωση δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής κινητών αξιών σε οργανωμένη αγορά (ν. 3401/2005 με τις τροποποιήσεις που επέφερε σε αυτόν ο Ν. 4099/2012). Η υποχρέωση αυτή μάλιστα βαρύνει και την τράπεζα που παρέχει υπηρεσία αναδόχου που είναι εξίσου υπεύθυνη για την έκδοση του δελτίου (αρ. 25 του ν. 3401/2005). Στο νέο Νόμο 4099/2012 επιχειρείται διαχωρισμός των προϋποθέσεων ευθύνης για το περιληπτικό σημείωμα από τις προϋποθέσεις ευθύνης για τις πληροφορίες που περιέχονται στο ενημερωτικό δελτίο. Επίσης, υπάρχει υποχρέωση τακτικής δημοσιότητας σύμφωνα με το ν. 3556/2007 που επιβάλλει ετήσια οικονομική έκθεση, εξαμηνιαία οικονομική έκθεση και τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις, αλλά και έκτακτης σύμφωνα με το ν. 3340/2005, ώστε να τίθενται στη διάθεση όλων ανεξαίρετως των παραγόντων της αγοράς εμπιστευτικές πληροφορίες και να απαγορεύεται η χρησιμοποίηση προνομιακών πληροφοριών, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.236, 237.

Ο συνήθης επενδυτής κατά κανόνα δεν έχει τις γνώσεις ή την εμπειρία να αντιληφθεί τους μηχανισμούς σχηματισμού της αξίας των τίτλων της κεφαλαιαγοράς και τη σημασία των διαθέσιμων πληροφοριών που του παρέχονται ή ακόμα μπορεί να μην έχει το χρόνο να ασχοληθεί με τις προϋποθέσεις μιας πλήρως σταθμισμένης επενδυτικής επιλογής. Επίσης, η πληθώρα των πληροφοριών λόγω της τάσης διεύρυνσης των υποχρεώσεων της κεφαλαιαγοράς, η αύξηση των επενδυτικών επιλογών και η επίταση της πολυπλοκότητας τους, κάνει μη αξιοποιήσιμη την πληροφόρηση από τον επενδυτή. Οι πληροφορίες γίνονται χρήσιμες με την διαμεσολάβηση επιχειρήσεων επενδυτικών υπηρεσιών. Οι διαμεσολαβητικές επιχειρήσεις μπορούν να εκπέμψουν προς τους επενδυτές, με τη συμμετοχή τους στην έκδοση επενδυτικών τίτλων ή με την αξιολόγηση τους, ένα μήνυμα υπέρ της ποιότητας μιας επένδυσης. Έτσι, μπορούν από τη μία πλευρά να συμβάλλουν αποφασιστικά στην εξεύρεση επενδυτικών κεφαλαίων από τους εκδότες των τίτλων με εύλογους όρους και κόστη και από την άλλη μεριά, μπορούν να εφοδιάζουν τους επενδυτές με πληροφορίες για τους εκδότες ή για συγκεκριμένες όψεις μιας επένδυσης, ώστε οι τελευταίοι να σχηματίζουν την επενδυτική τους βούληση¹⁰. Με άλλα λόγια, λοιπόν, θεμελιώδης αποστολή των χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών στην κεφαλαιαγορά είναι ο μετασχηματισμός των πληροφοριών, που είναι διαθέσιμες στην αγορά, προκειμένου να καταστούν αυτές προσιτές και κατανοητές στους ιδιώτες επενδυτές που τις αγνοούν. Αυτό έχει ως απώτερο επακόλουθο την άμβλυνση του κινδύνου λήψης εσφαλμένων ή πλανημένων επενδυτικών αποφάσεων, άμβλυνση η οποία συμβάλλει στη βελτίωση του συνολικού μηχανισμού της αγοράς¹¹.

Η δραστηριοποίηση των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μπορεί, όμως, να εγκυμονεί κινδύνους «ανήθικης ή διακριτικής μεταχείρισης»¹², όπως είναι ο κίνδυνος απώλειας του κεφαλαίου, ο πληροφοριακός κίνδυνος, ο κίνδυνος πλημμελούς διαχείρισης του επενδυτικού χαρτοφυλακίου και πλημμελούς εκτέλεσης των εντολών του, ο κίνδυνος πλημμελούς εκπροσώπησης του επενδυτή και επιβολής δυσμενών όρων συναλλαγής. Όσο περισσότερες επιχειρήσεις συνδέονται με την έκδοση, την αξιολόγηση και την προώθηση ενός επενδυτικού προϊόντος, τόσο αυξάνεται ο κίνδυνος σύγκρουσης συμφερόντων προς βλάβη των επενδυτών¹³. Ακόμα, η σύγκρουση συμφερόντων μπορεί να οφείλεται στη σύμπτωση πολλών ετερογενών κατηγοριών επενδυτικών δραστηριοτήτων στο πρόσωπο της ίδιας επιχείρησης ή του ίδιου ομίλου επιχειρήσεων¹⁴ λχ. μία επιχείρηση επενδύσεων που ασκεί την επενδυτική υπηρεσία της αναδοχής ή τοποθέτησης χρηματοπιστωτικών μέσων στο ευρύ κοινό ή σε αριθμητικά προσδιορισμένους επενδυτές έχοντας αναλάβει εγγυητική ευθύνη για

¹⁰ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ.28.

¹¹ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 197επ.

¹² ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 15.

¹³ Ο κίνδυνος αυτός αναδεικνύεται με τον πλέον εμφανή τρόπο στο πεδίο της μεσολάβησης των πιστωτικών ιδρυμάτων στο επενδυτικό γίγνεσθαι πχ. οι συγκρούσεις συμφερόντων μπορεί να σημειωθούν λόγω αντίθετων εντολών πελατών όσο και γιατί το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί να ενεργεί όχι μόνο ως παραγγελιοδόχος για λογαριασμό των πελατών του (broker), αλλά και ως έμπορος επενδυσιακών τίτλων για δικό του λογαριασμό (jobber, dealer). Είναι πράγματι δύσκολο να αναμένει κανείς ότι μια τράπεζα θα διοχετεύσει απολύτως ακριβείς πληροφορίες στην αγορά για έναν εκδότη τίτλων με τον οποίο διατηρεί λ.χ. μακροχρόνιες συναλλακτικές σχέσεις πχ. παροχή πιστώσεων, βλ. Γ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗΣ, ΧρΙΔ2008, σελ. 865,873. Η αμεροληψία μιας τράπεζας μπορεί, επίσης, να τεθεί σε σοβαρή δοκιμασία, όταν συμμετέχει ως ανάδοχος στον κίνδυνο της αποτυχίας της εισαγωγής των τίτλων του εκδότη στην αγορά. Όταν εξάλλου μια τράπεζα παρέχει επενδυτικές συμβουλές στους πελάτες για την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους, δεν μπορεί να αποκλεισθεί ότι στις προτάσεις της θα βαρύνει το προσδοκώμενο όφελος από την είσπραξη των σχετικών προμηθειών Βλ. ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ.29 και ΜΠρΑθ 7715/2009, ΕΤρΑξΧρΔ 2009, 860, 862.

¹⁴ Έτσι, είναι βέβαιο ότι οι ενιαίοι φορείς χρηματοπιστωτικής δραστηριότητας όπως οι λεγόμενες καθολικές Τράπεζες και οι όμιλοι ετερογενών δραστηριοτήτων είναι πιο εκτεθειμένες στο φαινόμενο των συγκρούσεων συμφερόντων.

την ανάληψη των τυχόν αδιάθετων τίτλων, είναι δυνατόν να βρεθεί σε πειρασμό να κατευθύνει συμβουλευτικά τους πελάτες της προς την αγορά των συγκεκριμένων τίτλων ή να πραγματοποιήσει για λογαριασμό πελατών της, των οποίων το χαρτοφυλάκιο διαχειρίζεται, πράξεις αγοράς των ίδιων τίτλων. Γι' αυτό το λόγο κρίνεται επιβεβλημένη η θέσπιση κανόνων ηθικής συμπεριφοράς των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα απέναντι στους επενδυτές- πελάτες τους και η υπαγωγή των κανόνων αυτών κάτω από τον ρυθμιστικό και εποπτικό έλεγχο δημοσίων αρχών ή ιδιωτικών επαγγελματικών φορέων που δρουν κατά παραχώρηση δημόσιας αρχής. Πρόκειται ουσιαστικά για κανόνες ρύθμισης της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών, για κανόνες με λειτουργία αντίστοιχη προς τη λειτουργία των κανόνων που μεριμνούν για τη διασφάλιση της ποιότητας και της ακίνδυνης χρήσης των κοινών καταναλωτικών αγαθών και με περιεχόμενο αντίστοιχο με τις υποχρεώσεις πρόνοιας και προστασίας που απορρέουν από την καλή πίστη και τη σχέση εμπιστοσύνης που δημιουργείται ανάμεσα σε όποιον παρέχει προς το κοινό κατ' επάγγελμα υπηρεσίες, οι οποίες περιέχουν το στοιχείο της ξένης υπόθεσης, και στους πελάτες του¹⁵. Πέραν, όμως, των υποχρεώσεων δεοντολογίας, επιβάλλεται διεθνώς και η λήψη οργανωτικών ενδοεπιχειρησιακών μέτρων από τις ίδιες τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τα οποία έχουν στόχο να προλάβουν τις αρνητικές συνέπειες που μπορεί να έχουν οι συγκρούσεις συμφερόντων στο βαθμό που απορρέουν από την αξιοποίηση των οικείων πληροφοριών π.χ. «σινικά τείχη» ανάμεσα στα επιμέρους τμήματα της επιχείρησης για να μην γίνεται αθέμιτη διαβίβαση πληροφοριών μέσα στην ίδια την επιχείρηση.

Επιπλέον, ο κίνδυνος που διατρέχει κάθε κεφαλαιαγορά τελεί σε συνάρτηση με μία ορισμένη μορφή εμπιστοσύνης προς το «ειδικευμένο σύστημα»¹⁶ κάθε κεφαλαιαγοράς και στις παραμέτρους αυτού, όπως οι φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η συνέπεια μιας σημαντικής διατάραξης της σχέσης κινδύνου και εμπιστοσύνης στο πεδίο ιδίως των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι η πρόκληση αλυσιδωτών κλυδωνισμών σε άλλες χρηματοπιστωτικές αγορές. Όλοι οι παράγοντες των κεφαλαιαγορών και ιδιαίτερα οι ιδιώτες επενδυτές που είναι πιο ευάλωτοι και εκτεθειμένοι και οι οποίοι αποτελούν την κινητήρια δύναμη κάθε χρηματοπιστωτικής αγοράς υφίστανται τις δυσμενείς συνέπειες εξάπλωσης του «συστημικού κινδύνου»¹⁷. Μάλιστα, από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 μετά την κατάρρευση του συστήματος των σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών (Bretton Woods) και στη συνέχεια με τη σταδιακή παγκοσμιοποίηση και απελευθέρωση των κεφαλαιακών ροών, το άνοιγμα των διεθνών αγορών και την ενίσχυση του διεθνούς οικονομικού ανταγωνισμού, έρχονται να προστεθούν στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα νέοι κίνδυνοι για τους επενδυτές¹⁸ από

¹⁵ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ(2007), σελ. 200επ.

¹⁶ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ(2007), σελ. 200επ.

¹⁷ «Συστημικός κίνδυνος» είναι το φαινόμενο της μετάδοσης των διαταραχών ενός τμήματος του χρηματοπιστωτικού συστήματος σε άλλα τμήματα του. Η μεταδοτικότητα των διαταραχών οφείλεται κατ' αρχάς σε εγγενή στοιχεία της λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών αγορών, όπως η αμοιβαία διασύνδεση τους (πρβλ. λ.χ. την διατραπεζική αγορά). Η μεταδοτικότητα, εξάλλου, θάλπεται από τα φαινόμενα του χρηματοπιστωτικού πανικού και των κρίσεων εμπιστοσύνης που δημιουργούν ανησυχία για αδυναμία άντλησης κεφαλαίων, βλ. ΠΡΟΒΟΠΟΥΛΟ/ΚΑΠΟΠΟΥΛΟ (2001), σελ. 126επ.

¹⁸ Οι νέες αυτές εξελίξεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα εξέθεσαν σε νέους κινδύνους και τους ίδιους τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, όπως ιδίως τις Τράπεζες, οι οποίες άρχισαν να αποκτούν προβλήματα αφερεγγυότητας εξαιτίας της επιβάρυνσης των ισολογισμών τους από προβλέψεις και επισφάλειες δανείων. Δημιουργήθηκαν έτσι τα φαινόμενα της «χρεωγραφοποίησης» ή της «τιτλοποίησης» και της «αποδιαμεσολάβησης». Συγκεκριμένα, οι αποταμιευτές και οι επενδυτές άρχισαν να διοχετεύουν τα πλεονάζοντα κεφάλαια τους απευθείας σε επιχειρήσεις που αναζητούσαν χρηματοδότηση γεγονός που οδήγησε σε μια ευρείας κλίμακας υποκατάσταση των τραπεζικών πιστώσεων από την έκδοση χρηματοπιστωτικών μέσων διαπραγματεύσιμων σε οργανωμένες αγορές. Η μεταβολή του ρόλου των παραδοσιακών τραπεζικών ιδρυμάτων προκάλεσε ισχυρότατες τάσεις συγκέντρωσης που τις τελευταίες δεκαετίες παρατηρείται με τη

τις διαρκείς διακυμάνσεις των επιτοκίων και των συναλλαγματικών ισοτιμιών. Έτσι, προσδίδεται στο παγκοσμιοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα μια γενικευμένη αστάθεια· ο ραγδαίος πολλαπλασιασμός των επενδυτικών ευκαιριών, εκτός από τις αναμφισβήτητες θετικές του πλευρές, λειτουργεί και ως παράγοντας συντήρησης ενός «παγκόσμιου συστημικού κινδύνου»¹⁹.

Ακόμη, ο σύγχρονος παγκόσμιος χρηματοπιστωτικός ιστός, όπως διαμορφώνεται με τη διασύνδεση των παραδοσιακά αναπτυγμένων κεφαλαιαγορών με έτερες αναδυόμενες και με παγκόσμιες οργανωμένες αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως εκείνη των «παγκόσμιων ομολόγων», σε αντίθεση με τις εθνικές αγορές κεφαλαίου στερείται μιας κεντρικής ρυθμιστικής αρχής εξοπλισμένης με κανονιστικές, κυρωτικές και εν γένει εποπτικές αρμοδιότητες²⁰. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η θέση του επενδυτή να γίνεται σταδιακά εξαιρετικά επισφαλής. Η περίπλοκη, ασταθής, κινδυνώδης σύγχρονη κεφαλαιαγορά, στην οποία παρατηρείται μάλιστα μια ασύμμετρη κατανομή του πιο σημαντικού αγαθού που διακινείται σε αυτή, της πληροφορίας, εξαρτά ολόένα και περισσότερο τον επενδυτή από τους φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Περαιτέρω ούτε η δυναμική σχέση ανάμεσα στον επενδυτή και στο χρηματοπιστωτικό διαμεσολαβητή γνωρίζει σήμερα ενιαία ρύθμιση σε παγκόσμιο επίπεδο, ώστε να τιθασευθεί το φαινόμενο της γενικευμένης πληροφοριακής ασυμμετρίας που πλήττει τις αγορές²¹. Η ανάγκη, λοιπόν, του επενδυτή να προσφύγει σε αυτές τις υπηρεσίες δημιουργεί το αίτημα της προστασίας του με νομικούς κανόνες ρύθμισης της συμπεριφοράς των φορέων αυτών.

Τέλος, δεν πρέπει να παραγνωρίζονται οι περιβαλλοντικοί- οργανωτικοί και ψυχολογικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη διαμόρφωση της επενδυτικής απόφασης και της εν γένει επενδυτικής συμπεριφοράς των επενδυτών. Η πράξη έχει δείξει ότι ο κάθε επενδυτής και ιδίως ο ιδιώτης δεν αντιδρά ούτε ενεργεί ορθολογικά λαμβάνοντας υπόψη του το σύνολο των διαθέσιμων πληροφοριών, ώστε να μεγιστοποιήσει τις ωφέλειες του και να ελαχιστοποιήσει αντίστοιχα τους κινδύνους που αναλαμβάνει, αλλά αποφασίζει και ενεργεί κατά κανόνα με γνώμονα τη διάθεση ή το συναίσθημα του. Ακόμα, οι περισσότεροι από αυτούς έχουν περιορισμένη ικανότητα επεξεργασίας της πληροφόρησης που δέχονται, με αποτέλεσμα το ίδιο ακριβώς πρόβλημα να επιλύεται με διαφορετικό τρόπο από διαφορετικά υποκείμενα. Μάλιστα, η ανορθολογική συμπεριφορά πολλών επενδυτών ταυτόχρονα προκαλεί το «φαινόμενο αγοραίας μόδας» και της «φούσκας»· *το πρώτο προκαλείται από το ανακουφιστικό αίσθημα συλλογικής ασφάλειας που προκαλεί η μίμηση της επενδυτικής συμπεριφοράς πολλών άλλων επενδυτών, ενώ το δεύτερο από τη συναρπαστική υπερπροσδοκία κερδών που σχετίζεται με την απροσδόκητη άνοδο της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου, την οποία οι ιστορικές της μεταβολές δεν δικαιολογούν*²². Ένα άλλο συναίσθημα που επηρεάζει την ορθολογικότητα του επενδυτή είναι το στρες που του δημιουργείται, όταν νιώθει ότι οι εκτιμήσεις

δημιουργία «χρηματοπιστωτικών ομίλων ετερογενών δραστηριοτήτων», βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 10, 11.

¹⁹ ΠΡΟΒΟΠΟΥΛΟΣ/ΚΑΠΟΠΟΥΛΟΣ (2001), σελ. 126επ.

²⁰ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 23, 24, 25. Επίσης, ο ίδιος αναφέρει ότι έχει προταθεί η κινητοποίηση της πολιτικής βούλησης των πιο αναπτυγμένων κρατών για τη δημιουργία μιας Παγκόσμιας Χρηματοπιστωτικής Αρχής, ωστόσο στην παρούσα φάση η διεθνής παρέμβαση στο πεδίο των κεφαλαιαγορών και της ρύθμισης της συμπεριφοράς των διαμεσολαβητικών επιχειρήσεων κινείται άλλοτε στο επίπεδο της απλής συνεργασίας, διαβούλευσης και ανταλλαγής απόψεων και πληροφοριών μεταξύ κυβερνήσεων ή διεθνών οργανισμών και άλλοτε στο επίπεδο του συντονισμού και της εκπόνησης κοινών ουσιαστικών προτύπων και αρχών καθώς και κοινών διαδικασιών χωρίς κατά κανόνα νομικά δεσμευτικό χαρακτήρα.

²¹ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 21.

²² ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 283.

του για την εξέλιξη της τιμής ενός χρηματοπιστωτικού μέσου διαψεύδονται, το οποίο μπορεί περαιτέρω να τον οδηγήσει σε «επενδυτικό πανικό» και ολοκληρωτική φυγή από την κεφαλαιαγορά. Τέλος, η ποσότητα των πληροφοριών που καλείται να επεξεργαστεί ο επενδυτής σε συνδυασμό με το λίγο χρόνο που κατά κανόνα αντιμετωπίζει του δημιουργούν ψυχολογική πίεση και δεν τον αφήνουν να δρα ορθολογικά. Βέβαια, όλα αυτά τα στοιχεία μειονεξίας του επενδυτή δεν απασχολούν όλα το δίκαιο ούτε το απασχολούν πάντοτε με τον ίδιο τρόπο και την ίδια ένταση· κρίσιμο είναι να εντοπισθεί το πρότυπο του προστατευτέου επενδυτή, ώστε να ενεργοποιηθούν οι κανόνες δικαίου και συγκεκριμένα οι κανόνες δεοντολογίας των ΕΠΕΥ.

Α.2. ΟΙ ΚΙΝΔΥΝΟΙ ΕΙΔΙΚΑ ΑΠΟ ΤΗ ΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Οι τράπεζες παρεμβάλλονται μεταξύ των επιχειρήσεων που αναζητούν μακροπρόθεσμα κεφάλαια και των επενδυτών που διαθέτουν τα κεφάλαια αυτά. Στο πεδίο της πρωτογενούς αγοράς οι τράπεζες συνοδεύουν τον εκδότη και τους τίτλους του στο δρόμο προς το χρηματιστήριο μέσω της παροχής υπηρεσιών αναδόχου. Επίσης, αναλαμβάνουν να διαθέσουν οι ίδιες προς τους επενδυτές χρηματοπιστωτικά προϊόντα π.χ. ομολογίες τα οποία έχουν εκδώσει άλλες επιχειρήσεις στο πλαίσιο των λεγόμενων *retail cascades*²³. αγοράζουν επενδυτικά προϊόντα, δηλαδή, από τις εκδότριες εταιρίες και τα πωλούν στους ιδιώτες επενδυτές. Οι τράπεζες παρέχουν τόσο στην πρωτογενή όσο και στη δευτερογενή αγορά²⁴ προς τους ενδιαφερόμενους κεφαλαιούχους εξατομικευμένες υπηρεσίες. Δημιουργείται, έτσι, μία σχέση εμπιστοσύνης ανάμεσα στην τράπεζα και τον επενδυτή, ο οποίος κατά κανόνα ακολουθεί τις επενδυτικές συμβουλές της τράπεζας για το σχηματισμό της επενδυτικής του βούλησης. Η εμπιστοσύνη αυτή μπορεί να κλονισθεί όταν υφίσταται οικονομική ή προσωπική διαπλοκή σχέσεων μεταξύ τράπεζας και εκδότριας εταιρείας λ.χ. όταν η τράπεζα είναι ήδη μέτοχος του εκδότη ή αντίστροφα ο εκδότης συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας ή σε άλλα επενδυτικά της προϊόντα, όταν τραπεζικά στελέχη συμμετέχουν άμεσα ή έμμεσα ή συνδέονται με πρόσωπα από την ιδιοκτησία ή και τη διοίκηση της εκδότριας εταιρείας, όταν υπάρχουν προϋφιστάμενες συναλλακτικές σχέσεις, όπως παροχή πιστώσεων ή συμμετοχή της τράπεζας σε τυχόν σχέδιο εξυγίανσης της εκδότριας εταιρείας. Λόγω των πάρα πάνω συνθηκών είναι δυνατό η τράπεζα να μην θέλει να διαταράξει τις ομαλές της σχέσεις με την εκδότρια εταιρεία και να μην

²³Βλ. ΑΠ 9/2011 ΧρηΔικ 2011, σελ.146, «...Η ΑΕ Διαχείρισης μπορεί να διαθέτει τα μερίδια αμοιβαίου κεφαλαίου και μέσω αντιπροσώπων της, ως αντιπρόσωποι της, δε, μπορούν να ενεργούν μόνο Τράπεζες, Ασφαλιστικές και μέλη του Χρηματιστηρίου...». Στην κρινόμενη υπόθεση μια ασφαλιστική εταιρεία διέθετε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων της δικής της Εταιρίας Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων-ΑΕΔΑΚ.

²⁴ Ως «πρωτογενής κεφαλαιαγορά» θα μπορούσε να ορισθεί το σύνολο των βημάτων έως την πρώτη πώληση επενδυτικών τίτλων προς ενδιαφερόμενους επενδυτές, τους οποίους εκείνοι έχουν την ευκαιρία να αποκτήσουν για πρώτη φορά. Αυτό συμβαίνει είτε όταν οι νεοεκδιδόμενοι επενδυτικοί τίτλοι διατίθενται απευθείας από τον εκδότη για πρώτη φορά προς τους ενδιαφερόμενους είτε όταν αυτοί διατίθενται μέσω ενδιαμέσων π.χ αναδόχων τραπεζών. Η εκδότρια εταιρεία προσφέρει επενδυτικούς τίτλους π.χ μετοχές, ομολογίες στο επενδυτικό κοινό με αντάλλαγμα τη συγκέντρωση πόρων για την χρηματοδότηση των επιχειρηματικών της σχεδίων. Στην πρωτογενή κεφαλαιαγορά συγκαταλέγεται και η έκδοση και διάθεση μετοχών από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Βασικό δομικό χαρακτηριστικό της πρωτογενούς κεφαλαιαγοράς είναι ότι το επενδύμενο κεφάλαιο του επενδυτή καταλήγει στον εκδότη των διατιθέμενων τίτλων, σε αντίθεση με τη δευτερογενή αγορά π.χ. αγορά χρηματιστηρίου όπου εκεί τα επενδύμενα κεφάλαια δεν περιέρχονται στην εκδότρια εταιρεία, αλλά το τίμημα της απόκτησης των τίτλων απλώς αλλάζει χέρια μεταξύ των συναλλασσόμενων επενδυτών βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.19-24 και ΓΚΟΡΤΣΟ (2011), σελ. 12, 13.

ασκεί σωστά την πληροφοριακή ή συμβουλευτική της δραστηριότητα απέναντι στους επενδυτές παραποιώντας την πραγματική εικόνα του εκδότη²⁵.

Σοβαρός κίνδυνος για την ακριβή πληροφόρηση και την ορθή συμβουλευτική καθοδήγηση των επενδυτών μπορεί να ελλοχεύει στις περιπτώσεις της αναδοχής, όταν δηλαδή η τράπεζα αναλαμβάνει μέρος του κινδύνου της αποτυχίας μιας έκδοσης νέων τίτλων στην πρωτογενή αγορά, αφού τότε τα συμφέροντα της πλησιάζουν σε εκείνα του εκδότη σε επικίνδυνο για τον επενδυτή βαθμό. Η επιτυχής ολοκλήρωση της διάθεσης νέων τίτλων π.χ. μετοχών, ομολογιών προς το επενδυτικό κοινό και η άντληση των υψηλότερων δυνατών κεφαλαίων αποτελούν κορυφαίο στόχο όχι μόνο για τον εκδότη, αλλά και για τις ανάδοχους τράπεζες²⁶. Και τούτο γιατί οι προμήθειες της τράπεζας από την αναδοχή και τη διάθεση νέων τίτλων στην αγορά υπολογίζονται κατά κανόνα ως ποσοστό των αντλούμενων κεφαλαίων ή γιατί η τράπεζα απλά επιδιώκει τη μελλοντική συνεργασία τόσο με το συγκεκριμένο εκδότη όσο και με άλλες ενδιαφερόμενες επιχειρήσεις. Αυτός ο κίνδυνος εκδηλώνεται στο πεδίο της αξιοπιστίας των σχετικών με τους νεοεκδιδόμενους επενδυτικούς τίτλους και τον εκδότη πληροφοριών, τις οποίες διοχετεύει η τράπεζα στην αγορά.

Τα προβλήματα σύγκρουσης συμφερόντων γίνονται εντονότερα, όταν η τράπεζα παρέχει επενδυτικές συμβουλές στον επενδυτή, αφού σε αντίθεση με ό,τι συμβαίνει, καταρχήν, κατά την παροχή αποπροσωποποιημένων πληροφοριών για τον εκδότη στο ευρύ επενδυτικό κοινό²⁷, στη σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών αναπτύσσεται μια προσωπική σχέση τράπεζας και υποψηφίου επενδυτή, στα πλαίσια της οποίας ο τραπεζικός σύμβουλος μπορεί να επηρεάσει αποφασιστικά τον σχηματισμό και το περιεχόμενο της επενδυτικής βούλησης του πελάτη του²⁸. Τέλος, η δράση των πιστωτικών ιδρυμάτων μπορεί να ενέχει κινδύνους για τα συμφέροντα των επενδυτών πελατών τους, όταν η τράπεζα προσδοκά προμήθειες ή λοιπά έσοδα και αμοιβές από την πραγματοποίηση χρηματιστηριακών ή άλλων ανάλογων συναλλαγών. Η προοπτική είσπραξης τέτοιων προμηθειών μπορεί να λειτουργήσει ως παράγοντας μετατόπισης του προσανατολισμού των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Ο κίνδυνος αυτός εμφανίζεται ιδίως στη σημερινή εποχή λόγω της ευρείας διάδοσης επιθετικών δομών αμοιβής των τραπεζικών στελεχών (bonus).

Εξαιτίας όλων αυτών των κινδύνων που ελλοχεύουν για τον επενδυτή κρίσιμο είναι η τράπεζα ως πάροχος επενδυτικών υπηρεσιών να ανταποκριθεί σε ορισμένα standards συμπεριφοράς, δηλαδή κατά βάση σε υποχρεώσεις για ορθή, πλήρη και σαφή πληροφόρηση του επενδυτή, όπως επιτάσσουν

²⁵ Τα συμφέροντα της τράπεζας μπορεί να πληγούν, για παράδειγμα αν μέσω της πληροφόρησης του επενδυτή θίξει και απομειώσει την αξιοπιστία του εκδότη, γιατί έτσι θα μειωθεί και η ικανότητα του εκδότη να αποπληρώσει τυχόν ανειλημμένες πιστώσεις προς την τράπεζα ή ακόμα αν διαδώσει αρνητικές πληροφορίες για τον εκδότη ή αν προχωρήσει σε αρνητική εκτίμηση των προοπτικών ή της διοίκησης του εκδότη, εφόσον στο μετοχικό κεφάλαιο της εκδότριας εταιρίας συμμετέχει και η ίδια.

²⁶ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ.47.

²⁷ Τα βασικά νομοθετήματα για την προστασία του επενδυτή στο χώρο της κεφαλαιαγοράς κινούνται γύρω από δύο άξονες: α) στον πρώτο εντάσσονται οι θεσμοί που κατατείνουν στη διασφάλιση της επαρκούς πληροφόρησης της αγοράς ανεξάρτητα από τα ιδιαίτερα ατομικά γνωρίσματα των προσώπων που συμμετέχουν σ' αυτήν και εδώ ανήκουν οι κανόνες που επιβάλλουν και ρυθμίζουν την παροχή υπηρεσιών ενημέρωσης προς το απρόσωπο επενδυτικό κοινό γύρω από την κατάσταση του εκδότη π.χ. αρ. 3 παρ. 1 και 4 ν. 3401/2005, 42αεπ ν. 2190/1920, 4-6 ν. 3556/2007, αρ 10 παρ1 ν. 3340/2005, αρ 9επ ν 3556/2007 και β) στον δεύτερο εντάσσονται οι κανόνες που κατατείνουν στην εξατομικευμένη πληροφόρηση των επενδυτών από τους φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (κυρίως ν. 3606/2007), βλ. ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 59-69 και ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΧριΔ2001, σελ. 17, 19.

²⁸ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ.48 και ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗΣ, ΧριΔ2001, σελ. 17, 19.

τα άρθρα 25- 30 του ν. 3606/2007 για τις Εταιρείες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, εναρμονιζόμενου με την Οδηγία 2004/39/EK (MiFID). Κάθε φορέας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών περιλαμβανομένων των πιστωτικών ιδρυμάτων έχει την υποχρέωση να χρησιμοποιήσει κάθε εύλογο μέτρο για τον εντοπισμό, την αποφυγή και τη γνωστοποίηση πιθανής σύγκρουσης συμφερόντων μεταξύ αυτών, περιλαμβανομένων των διευθυντών και των υπαλλήλων τους, των συνδεδεμένων αντιπροσώπων τους και κάθε προσώπου που συνδέεται, άμεσα ή έμμεσα, με την ΑΕΠΕΥ με σχέση ελέγχου και των πελατών τους, ή (β) μεταξύ πελατών τους (αρ. 13 παρ. 1 και αρ. 12 παρ. 3 του ν. 3606/2007). Προκειμένου να εντοπίσει²⁹ τις περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων η τράπεζα υποχρεούται να ελέγξει αν συντρέχει μία από τις ακόλουθες περιστάσεις: αποκόμιση οικονομικού συμφέροντος ή αποφυγή οικονομικής ζημίας του πιστωτικού ιδρύματος σε βάρος του πελάτη, διαφοροποίηση συμφερόντων μεταξύ του πιστωτικού ιδρύματος και του πελάτη ως προς την έκβαση μιας υπηρεσίας που παρέχεται στον πελάτη ή μιας συναλλαγής που πραγματοποιείται για λογαριασμό του πελάτη, άσκηση από το πιστωτικό ίδρυμα ίδιας επιχειρηματικής δραστηριότητας με τον πελάτη, λήψη ή μελλοντική λήψη αντιπαροχής για την παρεχόμενη υπηρεσία πέραν της συνήθους προμήθειας ή αμοιβής για την παροχή της εν λόγω υπηρεσίας από πρόσωπο διαφορετικό από τον πελάτη και ύπαρξη οικονομικού ή άλλου κινήτρου του πιστωτικού ιδρύματος για την εύνοια συμφερόντων άλλου πελάτη ή άλλης ομάδας πελατών σε βάρος συμφερόντων του πελάτη. Πρόκειται για περιστάσεις, οι οποίες εφόσον συντρέξουν θα ζημιώσουν τον πελάτη του πιστωτικού ιδρύματος. Αν το πιστωτικό ίδρυμα δεν διασφαλίσει σε ικανοποιητικό βαθμό την αποφυγή διακινδύνευσης των συμφερόντων των πελατών του, πρέπει να γνωστοποιήσει τη σύγκρουση συμφερόντων στους πελάτες του πριν από την παροχή προς αυτούς επενδυτικών υπηρεσιών (αρ. 13 παρ. 2 του ν. 3606/2007).

Επιπλέον, μετά από τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, πολυάριθμοι επενδυτές υπέστησαν μεγάλες ζημίες, αφού προηγουμένως είχαν επενδύσει σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα υψηλού ρίσκου³⁰. Στις επενδύσεις αυτές προχώρησαν χωρίς συνήθως να έχουν την απαραίτητη αντίληψη για τη σύνθεση, τους κινδύνους και το μοντέλο της αποπληρωμής αυτών των επενδυτικών μέσων. Καθοριστικό ρόλο στη λήψη της απόφασης για τέτοιες ριψοκίνδυνες επενδυτικές επιλογές έπαιξαν χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι, οι οποίοι προωθούσαν τα εν λόγω προϊόντα, καθοδηγούμενοι από το κίνητρο σημαντικών προμηθειών³¹. Σε αυτήν την κατηγορία επενδύσεων ανήκουν πρωτίστως τα λεγόμενα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, προϊόντα τα οποία συμπλέκουν περισσότερες από μία τοποθετήσεις (μετοχές, ομόλογα, εμπορεύματα) σε ένα σύνθετο και διαπραγματεύσιμο χρηματοοικονομικό εργαλείο που πιστοποιεί ένα μερίδιο σε ένα καλάθι πχ. μετοχών ή εμπορευμάτων. Τα προϊόντα αυτά λειτουργούν ως παράγωγα στο μέτρο που το αποδοτέο στη λήξη τους ποσό ή το επιτόκιο τους διαφοροποιείται ανάλογα με την εξέλιξη της τιμής

²⁹ Με την εξουσιοδοτική διάταξη της παρ. 3 του άρθρου 13 εκδόθηκε η ΠΔ/ΤΕ/2597/31.10.2007 με την οποία μεταξύ άλλων συμπληρώθηκε η ΠΔ/ΤΕ/2577/9.3.2006 με το παράρτημα 6 με το οποίο εξειδικεύονται οι κανόνες που οφείλουν να εφαρμόζουν για την αντιμετώπιση σύγκρουσης συμφερόντων τα πιστωτικά ιδρύματα. Στις ΑΕΠΕΥ εφαρμόζεται αντίστοιχα η απόφαση του ΔΣ ΕΚ 2/452/1.11.2007 «Οργανωτικές απαιτήσεις για τη λειτουργία των ΑΕΠΕΥ» (αρ. 11-12 και 21-23).

³⁰ Σημαντικό δέλεαρ για πολυάριθμους επενδυτές αποτέλεσε η πρακτική των εκδοτών των δομημένων ομολόγων να προσφέρουν ενίοτε ως αντιστάθμισμα του υψηλότερου ρίσκου κάποιας μορφής προστασία του κεφαλαίου λχ. ο εκδότης υπόσχεται ότι θα καταβάλει στη λήξη κεφάλαιο ίσο με την ονομαστική αξία του ομολόγου αφαιρούμενης της προμήθειας για την απόκτηση του, ακόμα κι αν η υποκείμενη αξία διαμορφωθεί στον κρίσιμο χρόνο σύμφωνα με το αρνητικό σενάριο ή συμφωνείται ως όρος του ομολόγου ότι το κεφάλαιο θα αποδοθεί αμείωτο, μόνο αν η αρνητική εξέλιξη κρατηθεί εντός ορισμένων ορίων.

³¹ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 208επ.

μιας άλλης υποκειμένης αξίας³². Από νομική σκοπιά τα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποτελούν κατά βάση ομολογίες υπό την έννοια ότι περιέχουν την υπόσχεση του εκδότη να πληρώσει στο δανειστή ένα χρηματικό ποσό (κεφάλαιο και τόκους) ή άλλη χρηματοοικονομική παροχή στη λήξη τους³³. Τα κεφάλαια που συλλέγονται από την έκδοση και τη διάθεση των δομημένων ομολόγων παραμένουν στην περιουσία του εκδότη, υπόκεινται δε απεριόριστα στον κίνδυνο της πτώχευσης του, άρα ο επενδυτής φέρει τον κίνδυνο από την τυχόν αφερεγγυότητα ή πτώχευση του εκδότη³⁴. Στη διάθεση των δομημένων ομολόγων αναμειγνύονται κατά βάση τρία μέρη³⁵: ο εκδότης, ο κύριος διαχειριστής³⁶ και οι επενδυτικοί σύμβουλοι που αναλαμβάνουν να προωθήσουν τα δομημένα ομόλογα στους πελάτες τους μέσα από την παροχή επενδυτικών συμβουλών και άλλων υπηρεσιών στην πρωτογενή και δευτερογενή αγορά³⁷.

Ένας άλλος κίνδυνος από την επένδυση σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι ότι ο επενδυτής φέρει, επιπλέον, τον κίνδυνο της κακής εξέλιξης των υποκειμένων βασικών αξιών χωρίς να απολαμβάνει καμιά προστασία του κεφαλαίου του³⁸. Ο επενδυτής, λοιπόν, κινδυνεύει να χάσει την προμήθεια, το όφελος από μια επωφελέστερη τοποθέτηση πχ. προθεσμιακή κατάθεση και γενικότερα την αξιοποίηση του κεφαλαίου του για το διάστημα μέχρι τη λήξη του ομολόγου μετά από κάποια χρόνια³⁹. Αν πάλι θελήσει να ρευστοποιήσει τα ομόλογα του κατά το ενδιάμεσο χρόνο, κινδυνεύει να υποστεί τη ζημία από την πτώση της αξίας τους στη δευτερογενή αγορά, στην οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγματεύσεως⁴⁰. Είναι, επίσης, δυνατό σε συνθήκες έλλειψης της ζήτησης για τα ομόλογα του ο επενδυτής να μην μπορεί να βρει αγοραστή στη δευτερογενή αγορά ομολόγων. Μάλιστα, αν η αρνητική εξέλιξη των υποκειμενικών αξιών κινηθεί πέραν των ορίων της προστασίας του κεφαλαίου, τότε οι απώλειες επεκτείνονται και σε αυτό. Στα δομημένα προϊόντα χωρίς προστασία του κεφαλαίου ο κίνδυνος απωλειών είναι απεριόριστος και μπορεί να φθάσει μέχρι την πλήρη απώλεια του κεφαλαίου. Σε κάθε περίπτωση δεν πρέπει να παραβλέπεται ότι ο επενδυτής

³² Στην ΜΠρΑθ 299/2012 ΧρηΔικ 2012, 154, 158, η υποκειμένη αξία με την οποία συνδεόταν η απόδοση του ομολόγου ήταν «...ένα καλάθι μετοχών εταιριών, που σχετίζονταν με την εκμετάλλευση των υδάτινων πόρων...» («Basket of Water Stocks»). Στην ΜΠρΑθ 7715/2009, ΕΤρΑξΧρΔ 2009, 860, 862, το δομημένο ομόλογο βασιζόταν στην πορεία τεσσάρων χρηματιστηριακών δεικτών και ένα σκέλος μόχλευσης (leverage) με τραπεζικό δανεισμό στον οποίο οι καθ' όν διατηρούσαν τον απόλυτο έλεγχο διαχείρισης...». Στην ΕιρΑθ 3076/2011 ΧρηΔικ 2011, 486επ, στον δείκτη S&P 500.

³³ Η σύνδεση του προϊόντος με την υποκειμένη αξία εμπεριέχεται στον σχεδιασμό των όρων του ομολόγου. Στο ομόλογο λχ. μπορεί ο εκδότης να υπόσχεται ότι θα καταβάλει στο δανειστή το ποσό της επένδυσης προσαυξημένο κατά ορισμένο ποσοστό, αν ο δείκτης Dow Jones Eurostoxx 50 δεν πέσει καμιά στιγμή στο διάστημα από την έκδοση μέχρι μια προκαθορισμένη ημερομηνία αξιολόγησης κατά 50% ή περισσότερο από την τιμή της ημερομηνίας έκδοσης. Αν όμως ο δείκτης πέσει κατά το ποσοστό αυτό ή μεγαλύτερο με κάποια στιγμή εντός του εν λόγω διαστήματος τότε ο εκδότης υπόσχεται να καταβάλει στη λήξη του ομολόγου όχι χρήματα αλλά πιστοποιητικά Dow Jones Eurostoxx 50 με ημερομηνία λήξης το 2057! Που θα απεικονίζουν την εξέλιξη της αξίας αυτού του δείκτη, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 209.

³⁴ Καθώς μάλιστα περιέρχονται στον εκδότη ως κεφάλαια από την αγορά ομολόγων και όχι ως καταθέσεις, τα σχετικά ποσά δεν απολαμβάνουν την προστασία των συστημάτων εγγύησης καταθέσεων.

³⁵ ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 209επ.

³⁶ Εκδότης και κύριος διαχειριστής μπορεί να είναι ο ίδιος, η επενδυτική τράπεζα, ενώ όχι σπάνια την έκδοση αναλαμβάνει αλλοδαπή θυγατρική της για φορολογικούς λόγους.

³⁷ Βλ. Kondgen, Structured Products from the Prospective of Investor Protection, FS Hopt (2010), 2119, 2121.

³⁸ Βλ. ΕιρΑθ 3076/2011, ΧρηΔικ 2011, 486, 488.

³⁹ ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 209επ.

⁴⁰ Βλ. ΕιρΑθ 3076/2011 ΧρηΔικ 2011, 486, 488 όπου αναφέρεται ότι «...στην περίπτωση ρευστοποίησης των τίτλων παύει πλέον η προστασία του ποσού της επένδυσης και μετακυλιέται πλέον στον ίδιο τον επενδυτή ο κίνδυνος απώλειας μέρους του κεφαλαίου του...»

φέρει και τον κίνδυνο της πτώχευσης του εκδότη⁴¹. Κραυγαλέο πρόσφατο παράδειγμα αποτελούν οι υποθέσεις των ομολόγων της Lehman Brothers. Οικονομικές μελέτες⁴² έχουν αποδείξει ότι τα δομημένα ομόλογα λειτουργούν ανισομερώς, η πώληση τους αποβαίνει εξαιρετικά κερδοφόρα για τις τράπεζες (είτε ως εκδότες των σχετικών τίτλων είτε ως επενδυτικούς συμβούλους), ενώ για τους επενδυτές το κέρδος είναι ασήμαντο. Έτσι, επικρατεί μια θεμελιώδης σύγκρουση συμφερόντων⁴³, οι εκδότριες και οι ενδιάμεσες τράπεζες τείνουν να αξιοποιούν τα πλεονεκτήματα της πληροφοριακής ασυμμετρίας εις βάρος των ιδιωτών επενδυτών λχ. οι τράπεζες υπερτιμολογούν τα δομημένα προϊόντα. Για την αντιμετώπιση, λοιπόν, των κινδύνων από τη δράση των τραπεζών, όπως αναφέρθηκαν ανωτέρω, είναι σημαντική η επέμβαση της έννομης τάξης τόσο σε επίπεδο εποπτείας όσο και σε επίπεδο ιδιωτικού δικαίου.

2. Η ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΚΑΙ Η ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΩΣ ΠΑΡΑΛΛΗΛΟΙ ΔΙΚΑΙΟΠΟΛΙΤΙΚΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς χαρακτηρίζεται από το φαινόμενο του λειτουργικού δυϊσμού⁴⁴. οι κανόνες του υπηρετούν δύο προστατευτικούς σκοπούς, οι οποίοι είναι ισότιμοι μεταξύ τους και είναι η προστασία της λειτουργίας της αγοράς και η προστασία των επενδυτών⁴⁵. Στην κεφαλαιαγορά συμμετέχουν οι επιχειρήσεις, οι κεφαλαιουχικοί επενδυτές και οι κάθε λογής ενδιάμεσοι. Οι μεν πρώτες αναζητούν κεφάλαια για την συμφέρουσα χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους, οι δε κάτοχοι των κεφαλαίων δυνατότητες για την επικερδή επένδυση τους και οι ενδιάμεσοι φέρνουν έναντι αμοιβής την προσφορά κοντά στη ζήτηση και αντίστροφα. Οι κανόνες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς πρέπει να διασφαλίζουν ότι η αγορά ως χώρος συνεύρεσης των παραπάνω παραγόντων θα λειτουργήσει εύρυθμα, αποτελεσματικά και αποδοτικά παρά τα εν δυνάμει αντικρουόμενα συμφέροντα με στόχο το γενικό συμφέρον⁴⁶. Οι σχετικοί κανόνες της κεφαλαιαγοράς θα πρέπει πρωτίστως να διασφαλίζουν την ανεμπόδιστη πρόσβαση επιχειρήσεων και επενδυτών στην αγορά υπό συνθήκες ανταγωνισμού⁴⁷. Η διασφάλιση της ορθής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς

⁴¹ Βλ. ΜΠρΑθ 299/2012, ΧρηΔικ 2012, 154, 159.

⁴² Kondgen, Structured Products from the Perspective of Investor Protection, FS (Hopt), 2122επ, 2124.

⁴³ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 209επ.

⁴⁴ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 78επ.

⁴⁵ ΓΚΟΡΤΣΟΣ (2011), σελ. 58 ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 30επ, ο οποίος αναφέρει ότι η διπλή αυτή στοχοθεσία δεν είναι τυχαία αλλά αποτυπώνει μια νέα σύζευξη ανάμεσα στην οικονομική και νομική επιστήμη, η οποία αναπτύχθηκε, ιδίως, από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 με τη λεγόμενη «νέα θεσμική οικονομική» και τους υποκείμενους κλάδους της «οικονομικής του συναλλακτικού κόστους» και της «οικονομικής της πληροφορίας».

⁴⁶ Η ισχύουσα κοινοτική αντίληψη για την έννοια και το περιεχόμενο της προστασίας του επενδυτή ανταποκρίνεται σε μεγάλο βαθμό στην ελληνική συνταγματική πρόσληψη της έννοιας του δημοσίου συμφέροντος (αρ. 106 Σ) που λειτουργεί στη συγκεκριμένη περίπτωση ως περιορισμός της οικονομικής ελευθερίας μιας κατηγορίας υποκειμένων της κεφαλαιαγοράς όπως οι επιχειρήσεις που εκδίδουν τα χρηματοπιστωτικά μέσα και οι κάθε είδους επαγγελματίες της αγοράς. Ο περιορισμός αυτός καθίσταται αναγκαίος πρωτίστως για λόγους αντικειμενικούς, όπως η διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας ολόκληρου του θεσμικού οικοδομήματος της κεφαλαιαγοράς του οποίου ουσιώδεις τροφοδότες είναι οι επενδυτές. Αντίθετα, στην προστασία του καταναλωτή στόχος είναι η προστασία του μεμονωμένου χρήστη αγαθών και υπηρεσιών και δευτερευόντως η εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος. βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 309επ.

⁴⁷ Τη λεγόμενη «θεσμική αποτελεσματικότητα» της αγοράς υπηρετούν λχ. μέσα όπως η πρόβλεψη επαρκούς ποικιλίας επενδυτικών μέσων, η παρεμπόδιση της αξιοποίησης προνομιακών πληροφοριών από ορισμένους

αποτελεί μία υπερατομική, ανεξάρτητη από κάθε επενδυτή κανονιστική στόχευση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, η οποία σε τελική ανάλυση ενισχύει τη εμπιστοσύνη των επενδυτών σε αυτή⁴⁸. Χωρίς την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού τα κεφάλαια των επενδυτών δεν κατευθύνονται στην κεφαλαιαγορά⁴⁹. Έτσι, η προστασία της εμπιστοσύνης των επενδυτών δεν αποτελεί δώρο της έννομης τάξης προς αυτούς, αλλά αναγκαιότητα του συστήματος που δεν μπορεί να λειτουργήσει αποτελεσματικά χωρίς αυτούς⁵⁰.

Η αρχή της αποτελεσματικότητας της αγοράς είναι το θεμέλιο του πλήθους των νομοθετικών πράξεων του παράγωγου κοινοτικού δικαίου, με τις οποίες προωθείται ο στόχος της δημιουργίας μιας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς και μιας ενιαίας αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών⁵¹. Στο χώρο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, με στόχο την προαγωγή της αποτελεσματικότητας του μηχανισμού της κεφαλαιαγοράς, η κοινοτική νομοθεσία περιλαμβάνει μέτρα που αποσκοπούν: στη σταθερότητα και στην κεφαλαιακή επάρκεια των διαμεσολαβητικών επιχειρήσεων και των φορέων οργανωμένων αγορών και εναλλακτικών συστημάτων διαπραγμάτευσης⁵², στην ύπαρξη ισοτίμων όρων ανταγωνισμού ανάμεσα στις διάφορες κατηγορίες επιχειρήσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες⁵³, στη διασφάλιση της γενικής διαθεσιμότητας των πληροφοριών, δηλαδή της διαφάνειας κατά τη λειτουργία των οργανωμένων αγορών, των εναλλακτικών συστημάτων διαπραγμάτευσης και κατά την κατάρτιση και λειτουργία της συμβατικής σχέσης ανάμεσα στην επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και στον επενδυτή⁵⁴, στη διασφάλιση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στο θεσμό της κεφαλαιαγοράς μέσω της ρύθμισης των όρων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών⁵⁵ και στον έλεγχο της τήρησης και στη διαρκή εποπτεία όλων των παραπάνω στόχων από τη δημόσια αρχή⁵⁶.

μόνο παράγοντες της αγοράς κοκ. Από την άλλη η «επιχειρησιακή αποτελεσματικότητα» ή αλλιώς «λειτουργική ή συναλλαγματική αποτελεσματικότητα» συνδέεται με τη μείωση του κόστους των συναλλαγών. Επίσης, το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς πρέπει να αποβλέπει στη μείωση του κόστους άντλησης κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις και στην αύξηση των δυνατοτήτων αποδοτικής επένδυσης πχ. με την ανάθεση υποχρέωσης πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού για τους τίτλους της πρωτογενούς αγοράς στους εκδότες και τους αναδόχους. Πρέπει, τέλος να εξασφαλίζει την καλύτερη δυνατή «κατανομητική αποτελεσματικότητα», να παράγει δηλαδή μια εύλογη σχέση ανάμεσα στις τιμές των επενδυτικών τίτλων και στις θεμελιώδεις αξίες τους βάσει της πραγματικής κατάστασης και των προοπτικών του εκδότη, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 79,80 και αναλυτικά ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΔΕΕ(2008), σελ. 521, 523 και ΤΕΛΛΗ, ΕπισκΕΔ(2009), 273, 283.

⁴⁸ Βλ. ΑΠ 1093/2008 ΕΕμπΔ 2009, 375, 377, η οποία από την αρχή της μη δημιουργίας πλασματικής αγοράς συνάγει ότι η αγορά πρέπει να λειτουργεί και η τιμή κάθε κινητής αξίας πρέπει να διαμορφώνεται ανεξάρτητη και ανεπηρέαστη από αθέμιτες επιδράσεις. Και τούτο, γιατί με την ανεπηρέαστη εκδήλωση της προσφοράς και της ζήτησης «...εμπεδώνεται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και έτσι εξυπηρετείται πλήρως το συμφέρον της θεσμικής αποτελεσματικότητας της αγοράς...», βλ. επίσης ΓΚΟΡΤΣΟ, ΧρηΔικ(2008), σελ.285, 293 και ΓΚΟΡΤΣΟ(2011), σελ. 58, 59.

⁴⁹ ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗΣ, ΧρΙΔ2001, σελ. 17, 18.

⁵⁰ Βλ. ΔΕφΑθ 1151/2010, ΧρηΔικ 2010, σελ. 88, 91.

⁵¹ ΑΥΓΗΤΙΔΗΣ (2014), σελ.7επ.

⁵² Βλ. Οδηγία 2006/49/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου «για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων», η οποία μαζί με την Οδηγία 2006/48/ΕΚ «σχετικά με την ανάλυση και την άσκηση δραστηριότητας των πιστωτικών ιδρυμάτων» είχε ενσωματωθεί στην ελληνική έννομη τάξη με το νόμο 3601/2007. Αμφότερες οι Οδηγίες αυτές αντικαταστάθηκαν από την Οδηγία 2013/36/ΕΕ, η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το νόμο 4261/2014 «σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία των πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων».

⁵³ Πρβλ. αρ. 1 παρ.1-2 της Οδηγίας 2004/39.

⁵⁴ Πρβλ. αρ. 29-30 και 44-45 της Οδηγίας 2004/39.

⁵⁵ Πρβλ. αρ. 18 επ. της Οδηγίας 2004/39.

⁵⁶ Πρβλ. αρ. 36επ της Οδηγίας 2004/39.

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, όμως, δεν καλείται να προστατεύσει μόνο αντανakλαστικά τους επενδυτές μέσω της διασφάλισης της αποτελεσματικής λειτουργίας των μηχανισμών της αγοράς. Αντίθετα, στο φάσμα των προστατευτικών σκοπών του κεντρική θέση κατέχει η προστασία των ατομικών συμφερόντων των επενδυτών⁵⁷. Σε ατομικό επίπεδο τον επενδυτή φαίνεται να ενδιαφέρει αφενός η προστασία του επενδυθέντος κεφαλαίου και αφετέρου η προστασία της ελευθερίας της επενδυτικής επιλογής του. Το γεγονός ότι η έννομη τάξη προστατεύει το συμφέρον του επενδυτή από τη μη απώλεια του κεφαλαίου του από τους κινδύνους που συνδέονται π.χ. με τη διατήρηση της υπόστασης της εκδότριας των επενδυτικών τίτλων εταιρείας, δε σημαίνει ότι διασφαλίζει στον επενδυτή την κερδοφορία ή την επιτυχία των επενδύσεων του⁵⁸. Ο επενδυτής μπορεί να λάβει ακόμα και επιζήμιες επενδυτικές αποφάσεις αρκεί να είναι σε θέση να σχηματίσει ελεύθερα την επενδυτική του βούληση. Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς επεμβαίνει στις λειτουργίες της κεφαλαιαγοράς προκειμένου να εξασφαλίσει τις προϋποθέσεις για τη λήψη μιας θεμελιωμένης επενδυτικής απόφασης⁵⁹ π.χ. νομοθετικές προβλέψεις που επιβάλλουν στον εκδότη να ενημερώνει τους επενδυτές τόσο κατά την αρχική διάθεση όσο και κατά τη διαπραγμάτευση των επενδυτικών του τίτλων στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά. Η κανονιστική επιδίωξη για την προστασία του ατομικού συμφέροντος κάθε μεμονωμένου επενδυτή γίνεται ακόμη σαφέστερη στους κανόνες για την παροχή των

⁵⁷ Θα πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ της προστασίας του μεμονωμένου επενδυτή από τη μία και του επενδυτικού κοινού από την άλλη. Η τελευταία βρίσκεται στο μεταίχμιο της προστασίας του επενδυτή και της λειτουργίας της αγοράς και κατατείνει στην προστασία των υπερατομικών συμφερόντων του επενδυτικού κοινού π.χ. κανόνες της Οδηγίας 2003/6 για την απαγόρευση της εκμετάλλευσης της προνομιακής πληροφόρησης ή για τη δημοσίευση προνομιακών πληροφοριών (αρ. 10 ν 3340/2005). Ιδιαίτερη πρακτική σημασία μπορεί να αποκτήσει αυτή η διάκριση στο πεδίο της αστικής ευθύνης. Πράγματι, ο ειδικότερος προστατευτικός σκοπός κάθε κανόνα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς μπορεί να επηρεάσει τη θεμελίωση αξιώσεων αποζημίωσης των επενδυτών είτε κατ' άρθρο ΑΚ 914 είτε κατ' άρθρο ΕισΝΑΚ 105- 106 πχ. ΔΕφΑθ 1151/2010, ΧρηΔικ 2010, 88, 91. Υποστηρίζεται έτσι ότι στη θεμελίωση αστικής ευθύνης έναντι των ζημιωθέντων επενδυτών μπορεί να οδηγήσει μόνο η παράβαση κανόνων που αποβλέπουν τουλάχιστον και στην προστασία των ατομικών συμφερόντων του μεμονωμένου επενδυτή, ενώ όταν ο παραβιάζόμενος κανόνας υπηρετεί αποκλειστικά την προστασία του συνόλου των επενδυτών ή της λειτουργίας της αγοράς δεν μπορούν να γεννηθούν αξιώσεις αποζημίωσης μεμονωμένων επενδυτών, βλ. ΨΑΡΟΥΔΑΚΗ, ΕΕμπΔ 2011, 492, 502επ. Από αυτή τη σκοπιά, προβληματισμό δημιουργεί η απόφαση ΑΠ 1093/2008, ΕΕμπΔ 2009, 375, 377, η οποία υποστήριξε την κατ' ΑΚ 914 και 919 ευθύνη της εκδότριας των μετοχών εταιρείας, των μελών του ΔΣ αυτής και των μεγαλομετόχων της στην παραβίαση της αρχής της μη δημιουργίας «πλασματικής αγοράς» με την οποία «...εμπδώνεται η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και έτσι εξυπηρετείται πλήρως το συμφέρον της θεσμικής αποτελεσματικότητας της αγοράς...». Στην ΠΠρΘες 4481/2009 Αρμ 2009, 891, 895 για τη θεμελίωση της ευθύνης κατ' ΑΚ 914 απαιτείται πειστικότερα η παραβίαση κανόνα «...ταγμένου στην προστασία της περιουσίας τρίτων ...και εντασσόμενου σε πλήγμα κανόνων που αφορούν στην προστασία των συναλλαγών και της εύρυθμης λειτουργίας του χρηματιστηρίου...», βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 86.

⁵⁸ Βλ. ΠΠρΑθ 7169/2010 ΝοΒ 2011, σ. 351, ΜΠρΑθ 299/2012 ΧρηΔικ 2012, σ. 154, οι οποίες έκριναν με αφορμή αγωγές επενδυτών κατά τραπεζών λόγω εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών ότι «...στόχος των εν λόγω υποχρεώσεων που βαρύνουν τις τράπεζες και τις ΕΠΕΥ δεν είναι η επιτυχία της επενδύσεως, αλλά η εκ μέρους τους καταβολή κάθε επιμέλειας για την εκπλήρωση της υποχρέωσης ενημέρωσης, διαφώτισης, έρευνας και παροχής κατάλληλης συμβουλής...». Βλ. και Γ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ, ΧρΙΔ 2008, 865, 874 και ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 82.

⁵⁹ Βλ. ΑΠ 446/2010 ΧρηΔικ 2010, 231, 235, η οποία απέρριψε αγωγή επενδυτή ο οποίος «...υπέρξε πλήρως γνώστης της εντολής market και έμπειρος πλην ριψοκίνδυνος εις το χρηματιστήριο παιχνίδι, ο οποίος με καθαρώς ιδιικήν του απόφασιν και εν γνώσει του αναλαμβάνοντος κινδύνου και των συνεπειών της ενέργειας του διεκύβευσεν με την ελπίδα ..την απώλεια του κεφαλαίου του, πλην διεψεύσθησαν οι προσδοκίες του...». Βλ. ακόμα ΜΙΧΑΛΟΠΟΥΛΟ (2002) σ. 276 επ και ΤΟΥΝΤΟΠΟΥΛΟ, ΔΕΕ2001, 481, 484 ο οποίος ανάγεται και σε συνταγματικές αξιολογήσεις. Επίσης, βλ. ΤΕΛΛΗ, ΕπισκεΔ2009, 273, 285επ, κατά τον οποίο η ποιότητα των επιλογών του μετόχου- επενδυτή βρίσκεται σε άμεση συνάρτηση με την ποιότητα και την ποσότητα της ενημέρωσης που διαθέτει.

επενδυτικών υπηρεσιών. Είναι χαρακτηριστικό ότι από τη σκοπιά αυτή ο νομοθέτης επιβάλλει στον παρέχοντα επενδυτικές συμβουλές επαγγελματία να συστήνει στον πελάτη του τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωση του (άρθρο 25 παρ. 4 ν 3606/2007)⁶⁰. Ωστόσο, δεν πρέπει να παραγνωρίζεται ότι, ενώ σε πρώτη προσέγγιση οι υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς φαίνεται ότι κατατείνουν στην προστασία του ιδιωτικού συμφέροντος του εκάστοτε αντισυμβαλλόμενου της επιχείρησης που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, επιδιώκεται μέσω αυτών να εδραιωθεί και ένα σταθερό φάσμα εμπιστοσύνης⁶¹ στο συνολικό οικοδόμημα της κεφαλαιαγοράς με απώτερο σκοπό την άντληση μακροοικονομικών ωφελημάτων, όπως την απρόσκοπτη και χαμηλού κόστους χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, τη ρευστότητα των επενδύσεων, την αποφυγή βίαιων οικονομικών κλυδωνισμών, την ανάπτυξη της εθνικής οικονομίας, την προσέλκυση επενδυτών⁶².

Η προστασία των επενδυτών και η προστασία της λειτουργίας της αγοράς συναρθρώνονται, λοιπόν, σε ένα σύστημα συγκοινωνούντων δοχείων⁶³. Μια ορθώς λειτουργούσα κεφαλαιαγορά δημιουργεί εμπιστοσύνη και προσελκύει ακόμη περισσότερους επενδυτές, ενώ η ελλιπής προστασία των επενδυτών κοστίζει σε εμπιστοσύνη και αποβαίνει τελικά σε βάρος τόσο των επενδυτών όσο και της ίδιας της κεφαλαιαγοράς. Οι δύο στόχοι, λοιπόν, βρίσκονται σε αλληλεπίδραση και αλληλεξάρτηση⁶⁴. Έτσι, οι τυχόν βραχυπρόθεσμες απώλειες σε αποτελεσματικότητα⁶⁵ που οφείλονται στη διατήρηση αυστηρών και με σχετικά υψηλό συναλλακτικό κόστος μέτρων πληροφόρησης για τον επενδυτή βρίσκουν το αντιστάθμισμα τους στη λήψη αποδοτικότερων επενδυτικών αποφάσεων και στη διατήρηση ενός σταθερού φάσματος εμπιστοσύνης στη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, η οποία λειτουργεί αποτρεπτικά σε φαινόμενα χρηματοπιστωτικού πανικού και

⁶⁰ ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗΣ, ΧρΙΔ 2001, σ. 17, 18.

⁶¹ Βλ. απόφαση ΔΕΚ στην υπόθεση Alpine Investments C- 384/93, όπου το ΔΕΚ αναφέρει ότι «η αγορά χρηματοοικονομικών προϊόντων έχει μεγάλη σημασία στη χρηματοδότηση των οικονομικών παραγόντωνκαι η εύρυθμη λειτουργία των αγορών εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την εμπιστοσύνη την οποία εμπνέουν στους επενδυτές..... η οποία αποτελεί συνάρτηση της υπάρξεως επαγγελματικών κανόνων δεοντολογίας με σκοπό την εξασφάλιση της ικανότητας και της εντιμότητας των μεσιτών χρηματοοικονομικών προϊόντων, ιδιοτήτων από τις οποίες εξαρτώνται ιδιαιτέρως οι επενδυτές». Ωστόσο εκείνο που κατά το δικαστήριο αποτελεί επιτακτικό λόγο δημοσίου συμφέροντος, που καθιστά επιτρεπτά από τη σκοπιά του κοινοτικού δικαίου τα εθνικά μέτρα περιορισμού της ελεύθερης παροχής υπηρεσιών, δεν είναι η προστασία του επενδυτή καθεαυτή, αλλά η προστασία του ως στοιχείο για την «διατήρηση της φήμης του εθνικού χρηματοοικονομικού τομέα».

⁶² ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 217 και Προοίμιο Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

⁶³ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 87. Επίσης, βλ. ΤΕΛΛΗ, ΕπισκΕΔ2009, 273, 285επ, ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΔΕΕ 2008, σελ.521, 522επ, ΒΕΡΒΕΣΟ σε ΜΑΡΙΝΟ, Η ΑΕ (2011), σ.339 επ., ΓΙΟΒΑΝΝΟΠΟΥΛΟ (2005), σ.85επ, ΜΕΝΤΗ (2002), σ. 111.

⁶⁴ λχ. η λήψη αυξημένων μέτρων προστασίας του επενδυτή μπορεί να καλλιεργήσει το έδαφος προς υπερβολική ανάληψη κινδύνων, η οποία επάγεται την ενίσχυση και ενός συστημικού κινδύνου. Από την άλλη, όμως, η θέσπιση των κατάλληλων μέτρων ατομικής προστασίας του επενδυτή εμπεδώνει μεσοπρόθεσμα συνθήκες εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στη λειτουργία της αγοράς, η οποία με τη σειρά επενεργεί θετικά στη συνολική αποτίμηση του μηχανισμού της.

⁶⁵ Με τον όρο αποτελεσματικότητα της αγοράς νοείται η μεγιστοποίηση των προσδοκώμενων ωφελειών και η ευημερία του συνόλου των υποκειμένων και των κοινωνικών συστημάτων που θίγονται άμεσα ή έμμεσα από τη λειτουργία της, όπως οι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, οι επενδυτές, οι διαμεσολαβητικές επιχειρήσεις, το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, η εθνική οικονομία κλπ. Στην πρωτογενή αγορά αποτελεσματικότητα σημαίνει η διοχέτευση επενδυτικών κεφαλαίων στις επιχειρήσεις που τα έχουν μεγαλύτερη ανάγκη. Στη δευτερογενή κεφαλαιαγορά καταναμητική αποτελεσματικότητα σημαίνει ότι τα επενδυτικά κεφάλαια διοχετεύονται σε εκείνα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που υπόσχονται υψηλότερες αποδόσεις Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 200επ., 222.

μαζικής εφόρμησης επενδυτών προς ρευστοποίηση των επενδύσεων τους⁶⁶. Η διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών και ταυτόχρονα της ακεραιότητας, της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς είναι οι δύο δικαιολογητικές βάσεις του αιτήματος για ρυθμιστική παρέμβαση στην κεφαλαιαγορά. Ο στενός βαθμός της διασύνδεσης των δύο αυτών δικαιολογητικών βάσεων ρυθμιστικής παρέμβασης στην κεφαλαιαγορά ανάγεται στο γεγονός ότι τα μέσα υλοποίησης αμφοτέρων είναι στις περισσότερες περιπτώσεις κοινά⁶⁷. Οι βασικοί πυλώνες⁶⁸ του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, η δημοσιότητα των κρίσιμων για την αποτίμηση των επενδυτικών τίτλων πληροφοριών, η καθιέρωση κανόνων συμπεριφοράς έναντι των επενδυτών, η καθιέρωση αστικής ευθύνης για τις ζημιολόγες παραβάσεις σχετικών κανόνων και η εποπτεία της εφαρμογής των σχετικών προβλέψεων με μέσα δημοσίου δικαίου, υπηρετούν εν τέλει το σκοπό τόσο της προστασίας των επενδυτών όσο και το δημόσιο συμφέρον της εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

3. Η ΕΝΤΑΞΗ ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΥ ΣΤΟ ΔΙΚΑΙΟ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

3.1. Η νομική ρύθμιση της κεφαλαιαγοράς μέσα από τους κανόνες δομής της αγοράς και τους κανόνες συμπεριφοράς των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών

Οι κεφαλαιαγορές υπήρξαν ανέκαθεν αντικείμενο εκτεταμένης ρυθμιστικής παρέμβασης του κράτους, συνισταμένης στην κατάστρωση ενός ιδιαίτερου θεσμικού πλαισίου για τη λειτουργία τους και στην απονομή εν ευρεία έννοια ρυθμιστικών εξουσιών⁶⁹ σε ειδικές διοικητικές αρχές. Από την πρώτη μορφή νομικής ρύθμισης του θεσμού της κεφαλαιαγοράς κυριάρχησαν⁷⁰ αφενός α) οι κανόνες που αφορούσαν την ίδια τη δομή της κεφαλαιαγοράς όπως οι κανόνες κατά των περιορισμών του ανταγωνισμού και οι κανόνες που απαγορεύουν ή περιορίζουν τη σύμπτωση στον ίδιο φορέα επενδυτικών και άλλων δραστηριοτήτων της παραδοσιακής τραπεζικής, αφετέρου β) οι κανόνες που αφορούν τη συγκρότηση και τη λειτουργία των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε αυτήν όπως οι κανόνες του εταιρικού δικαίου και ιδίως του δικαίου της ανώνυμης εταιρίας, καθώς και οι κανόνες που διαμορφώνουν τη δομή και λειτουργία του θεσμού της δευτερογενούς αγοράς και του χρηματιστηριακού δικαίου. Εδώ ανήκουν και οι κανόνες προληπτικής εποπτείας των πιστωτικών ιδρυμάτων και των λοιπών διαμεσολαβητικών επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού κλάδου, οι οποίοι περιλαμβάνουν πρωτίστως μέτρα για τη διαχείριση και τον έλεγχο των κινδύνων που αναλαμβάνουν, ώστε να αποφευχθεί η μετάπτωση τους σε κατάσταση αφερεγγυότητας. Τέλος, στην ίδια κατηγορία ανήκουν και οι κρατικής ή ιδιωτικής προέλευσης κανόνες διαπραγμάτευσης και

⁶⁶ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 35.

⁶⁷ ΓΚΟΡΤΣΟΣ (2011), σελ. 58. Επίσης, βλ. διακήρυξη IOSCO (2003) και νέα IOSCO (2010), όπου αποκρυσταλλώνονται οι αντιλήψεις των περισσότερων και σημαντικότερων κρατικών ρυθμιστικών αρχών για τους στόχους και την εμβέλεια της εποπτείας επί των χρηματοπιστωτικών αγορών και της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ειδικότερα. Η γενική διακήρυξη διατυπώνει τριάντα αρχές εποπτείας οι οποίες αρθρώνονται γύρω από τρεις θεμελιώδεις στόχους την προστασία των επενδυτών, τη διασφάλιση δίκαιων, αποτελεσματικών και διαφανών συνθηκών στην αγορά και την καταπολέμηση του συστημικού κινδύνου, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 128επ.

⁶⁸ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 57.

⁶⁹ Ελέγχου εφαρμογής της νομοθεσίας, έκδοσης κανονιστικών πράξεων, εποπτείας, χορήγησης αδειών, επιβολής κυρώσεων κλπ.

⁷⁰ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 52.

διενέργειας συναλλαγών που υιοθετούνται από οργανωμένες αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων στους οποίους ανήκουν και οι κανόνες των «εναλλακτικών συστημάτων διαπραγμάτευσης».

Εντούτοις, καμία από τις παραπάνω δέσμες ρυθμίσεων δεν είναι ειδικά προσανατολισμένη στην αντιμετώπιση των ατελειών της κεφαλαιαγοράς, όπως της πληροφοριακής ασυμμετρίας και της αβεβαιότητας για την ποιότητα των παρεχόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών. Ο κύκλος των άξιων προστασίας επενδυτών υπερβαίνει το στενό πλαίσιο όσων είναι κάτοχοι μετοχών ή ομολόγων που έχουν εισαχθεί σε χρηματιστήριο αξιών, αφού αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε κάθε είδους αγορές οργανωμένες ή μη είναι σήμερα ποικίλα χρηματοπιστωτικά μέσα που δεν εκδίδονται αναγκαστικά από Α.Ε. και ως εκ τούτου, δεν καταλαμβάνονται από την ύλη του εταιρικού δικαίου. Το δίκαιο της ανώνυμης εταιρείας καταλαμβάνει πρωτίτως τη διαμόρφωση της ενδοεταιρικής ζωής και όχι την εν γένει επενδυτική δράση τους στην αγορά.

Επιπλέον, η πρόσβαση στην κεφαλαιαγορά των επιχειρήσεων που επιδιώκουν χρηματοδότηση και των επενδυτών που προσβλέπουν σε επένδυση δεν είναι πάντοτε εφικτή ούτε επιτρεπτή αυτοτελώς. Μια σειρά από κινδύνους και στρεβλώσεις που ενυπάρχουν σε όλες τις κεφαλαιαγορές, καθώς και ένα πλήθος νομικών εμποδίων πρόσβασης που θεσπίζονται από τις περισσότερες έννομες τάξεις, ιδίως στα πεδία της έκδοσης και της διαπραγμάτευσης των χρηματοπιστωτικών μέσων επιβάλλουν σε όσους επιθυμούν να διαβούν το κατώφλι της κεφαλαιαγοράς να προσφύγουν σε εξειδικευμένες υπηρεσίες επιχειρήσεων που δεν αναλαμβάνουν πλέον οι ίδιες χρηματοπιστωτικό κίνδυνο, όπως τα παραδοσιακά πιστωτικά ιδρύματα⁷¹, αλλά διαμεσολαβούν απλώς έναντι προμήθειας στη διευκόλυνση, υποστήριξη και εκπροσώπηση των επενδυτών- πελατών τους στο πεδίο της αγοράς⁷². Η παροχή πάσης φύσης επενδυτικών υπηρεσιών σε εθνικές ή διεθνείς κεφαλαιαγορές, πρωτογενείς και δευτερογενείς, αποτελεί σήμερα μία από τις σπουδαιότερες δραστηριότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων, καθώς και εξειδικευμένων διαμεσολαβητικών επιχειρήσεων, προσανατολισμένων στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Και αυτό όχι μόνο γιατί βοηθούν τον επενδυτή στη λήψη και την εκτέλεση των επενδυτικών του αποφάσεων που είναι περίπλοκες και κινδυνώδεις, αλλά ιδίως γιατί, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, συμβάλλουν στην βελτίωση της αποτελεσματικότητας του ίδιου του θεσμού της κεφαλαιαγοράς αμβλύνοντας τα δυσμενή αποτελέσματα της ασύμμετρης πληροφόρησης και της αβεβαιότητας όσων συμμετέχουν σε αυτήν και μειώνοντας το αυξημένο συναλλακτικό κόστος⁷³ που επάγεται για τους συμμετέχοντες η ιδιωτική συλλογή πληροφοριών.

Ωστόσο, ο επενδυτής εμφανίζεται ευάλωτος απέναντι σε αυτές τις επιχειρήσεις, όταν για παράδειγμα χρησιμοποιούν σε βάρος του καταχρηστικούς όρους συναλλαγών ή τίθεται ζήτημα σύγκρουσης συμφερόντων και οδηγείται σε μια επενδυτική απόφαση που δεν ανταποκρίνεται στους επενδυτικούς του στόχους. Με άλλα λόγια, η δράση των επιχειρήσεων αυτών εμφανίζει την τάση της δημιουργίας εγγενών δεσμών οικονομικής εξάρτησης των επενδυτών από αυτές και οδηγεί συχνότατα σε διακινδύνευση ή και αναίρεση της δικαιοπρακτικής αυτονομίας των τελευταίων στο

⁷¹ Καθώς και τα χρηματοδοτικά ιδρύματα πχ. εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης, εταιρίες πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων κλπ, τα ιδρύματα ηλεκτρονικού χρήματος, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι ΕΠΕΥ που ενεργούν για ίδιο λογαριασμό(dealers) κλπ, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 49.

⁷² Τέτοιου είδους επιχειρήσεις είναι οι φορείς των χρηματιστηρίων και των οργανωμένων αγορών, οι ΕΠΕΥ που ενεργούν ως παραγγελιοδόχοι των πελατών τους(brokers), οι επενδυτικές τράπεζες, οι ΟΣΕΚΑ κλπ.

⁷³ Προσφέροντας τυποποιημένες και ομοιόμορφες ως προς περιεχόμενο τους υπηρεσίες σε μεγάλο αριθμό επενδυτών και αφετέρου παρέχοντας όχι ενός αλλά πολλών ειδών εξειδικευμένες υπηρεσίες ταυτόχρονα, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 194.

πεδίο της κεφαλαιαγοράς⁷⁴. Το έντονο πληροφοριακό προβάδισμα της ΕΠΕΥ δημιουργεί και την έντονη ροπή για εκμετάλλευση του επενδυτή είτε με την συνειδητή διαβίβαση εσφαλμένων ή παραπλανητικών πληροφοριών στον επενδυτή, είτε με τη διακίνηση ανεπιβεβαίωτων πληροφοριών και ανεπαρκώς στοιχειοθετημένων συμβουλών και συστάσεων με απώτερους στόχους την αποκόμιση ίδιου οφέλους ή την εξυπηρέτηση συμφερόντων τρίτων. Γι' αυτό το λόγο είναι απολύτως αναγκαία η θέσπιση κανόνων συμπεριφοράς⁷⁵ των επιχειρήσεων αυτών απέναντι στους επενδυτές-καταναλωτές των υπηρεσιών τους, καθώς και η διαρκής εποπτεία της τήρησης τους.

3.2. Η συμβολή του αμερικανικού και ευρωπαϊκού δικαίου στην ανάπτυξη του σύγχρονου δικαίου της κεφαλαιαγοράς για την προστασία του επενδυτή έναντι των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών

Την αποφασιστική στροφή προς τη διαμόρφωση του σύγχρονου δικαίου της κεφαλαιαγοράς, το οποίο είναι προσανατολισμένο όχι στην οργάνωση, στη νομική μορφή και τη δομή της αγοράς και των υποκειμένων της, αλλά στη συμπεριφορά των τελευταίων, πραγματοποίησε πρώτο το ομοσπονδιακό δίκαιο των Η.Π.Α., όταν τέθηκαν σε ισχύ οι Securities Act του έτους 1933 και Securities Exchange Act του έτους 1934⁷⁶. Τα σημαντικά αυτά νομοθετήματα, των οποίων ο ρυθμιστικός κορμός ισχύει μέχρι και σήμερα, δεν αποβλέπουν στο νομικό τύπο των επιχειρήσεων που εκδίδουν εμπορεύσιμους τίτλους ή παρέχουν διαμεσολαβητικές υπηρεσίες στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς, αλλά αντιμετωπίζουν κατά τρόπο ενιαίο και συνολικό τη δημόσια διανομή- έκδοση, προσφορά και διάθεση προς το κοινό- και τη διαπραγμάτευση κάθε είδους χρηματοπιστωτικών μέσων σε οργανωμένες και μη αγορές. Οι διατάξεις τους διατρέχονται από την αρχή της δημοσιότητας και της υποχρεωτικής γνωστοποίησης στον επενδυτή όλων των πληροφοριών που είναι αναγκαίες για τη διαμόρφωση της επενδυτικής απόφασης. Οι υποχρεωτικοί κανόνες πληροφόρησης του επενδυτικού κοινού από τους εκδότες τίτλων σε συνδυασμό με τις διατάξεις που τιμωρούν κάθε είδους απατηλή ενέργεια στο πλαίσιο της δημόσιας διάθεσης τίτλων οδήγησε την αμερικανική ρυθμιστική αρχή των κεφαλαιαγορών (Securities and Exchange Commission- SEC) και τα αμερικανικά ομοσπονδιακά δικαστήρια⁷⁷ στη διατύπωση μιας σειράς ειδικότερων κανόνων και υποχρεώσεων συμπεριφοράς (με τη μορφή γενικών κανόνων και αρχών των ομοσπονδιακών νόμων,

⁷⁴ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 55.

⁷⁵ Την ερμηνεία και την εφαρμογή των κανόνων αυτών διεκδικούν σε ένα συνεχές διεπιστημονικό διάλογο τόσο η οικονομική και η νομική επιστήμη όσο και η επιχειρησιακή ηθική ως αυτοτελής κλάδος της διοίκησης των επιχειρήσεων, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 37επ.

⁷⁶ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 56επ.

⁷⁷ Με νομικό έρεισμα την εξουσιοδοτική διάταξη της Section 10b SEA (Securities Exchange Act), η SEC εξέδωσε το 1942 τον «κανόνα 10b-5» ο οποίος οδήγησε σε μια εξαιρετικά εκτεταμένη νομολογία του Supreme Court σχετικά με τα όρια της επιτρεπτής συμπεριφοράς των διαμεσολαβητικών επιχειρήσεων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, από την οποία φαίνεται ότι η χειραγώγηση της αγοράς αποτελεί μορφή απατηλής συμπεριφοράς που στρέφεται κατά της ολότητας των επενδυτών και όχι κατά του μεμονωμένου επενδυτή και νοθεύει τον ανταγωνισμό, ο οποίος βασίζεται στην ελεύθερη και αβίαστη αποφάσεων των επενδυτών. Με γνώμονα τη shingle theory οι υποχρεώσεις προστασίας που βαρύνουν τη διαμεσολαβητική επιχείρηση που λειτουργεί για λογαριασμό του πελάτη της ως παραγγελιοδόχος ή αντιπρόσωπος, επεκτείνονται σε κάθε είδος συναλλαγή ή συναλλακτική επαφή της επιχείρησης με τον επενδυτή, ακόμη κι αν η πρώτη ενεργεί ως αγοράστρια ή πωλήτρια οπότε κατά το κοινό δίκαιο της agency δεν έχει παρόμοιες υποχρεώσεις απέναντι στον πελάτη, επειδή θεωρείται ότι η διαμεσολαβητική επιχείρηση έχει αναλάβει σιωπηρά την υποχρέωση εξαιτίας της ιδιαίτερης θέσης που έχει στους κόλπους της κεφαλαιαγοράς να μεταχειρίζεται τον επενδυτή με εντιμότητα και επαγγελματισμό. Η παραβίαση αυτής της υποχρέωσης συνιστά παραβίαση του «κανόνα 10b-5» και γεννά αξίωση αποζημίωσης του επενδυτή υπό τον όρο ότι υφίσταται αιτιώδης σύνδεσμος ανάμεσα στην παραβίαση και στη ζημία του, βλ. σχετικά ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 57, 58.

όπως η απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς και εξαπάτησης του επενδυτικού κοινού, καθώς και αρχών του common law, όπως η υποχρέωση διαφύλαξης των συμφερόντων του κυρίου της υπόθεσης στο πλαίσιο της έννομης σχέσης του agency), οι οποίες απευθύνονται σε όλα τα υποκείμενα που δρουν στην κεφαλαιαγορά, όπως εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και πρόσωπα που εμφανίζονται ως εκπρόσωποι, διευθυντές, βασικοί μέτοχοι, δικηγόροι, λογιστές, στελέχη ή εργαζόμενοι τους⁷⁸.

Το σύγχρονο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς βασίζεται σε νομοθετικές πρωτοβουλίες των ευρωπαϊκών οργάνων, αφού η ανάπτυξη της ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς αντιμετωπίζεται ως ένα σημαντικό μέρος της ολοκλήρωσης της εσωτερικής αγοράς⁷⁹. Πάγια επιδίωξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξάλλου ήταν και εξακολουθεί να είναι η εγκαθίδρυση μιας ενιαίας ανοικτής ευρωπαϊκής αγοράς χρήματος και κεφαλαίου, η οποία θα λειτουργεί σύμφωνα με τις αρχές του υγιούς και ανόθευτου ελεύθερου ανταγωνισμού. Έτσι, ξεκίνησαν ήδη από τα μέσα της δεκαετίας του 1970 προνομοθετικές ζυμώσεις για την παραγωγή των κανόνων παράγωγου κοινοτικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Οι κανόνες αυτοί άρχισαν να θεσπίζονται με τη μορφή κοινοτικών Οδηγιών και Κανονισμών από τις αρχές της δεκαετίας του 1980⁸⁰. Στο μεταξύ έχουν εκδοθεί περισσότερες από τριάντα ευρωπαϊκές νομοθετικές πράξεις για την ενοποίηση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Κατά την πάροδο του χρόνου οι σχετικές Οδηγίες έχουν αποκτήσει τέτοιο βαθμό συγκεκριμενοποίησης που επιτρέπεται η αυτούσια σχεδόν ενσωμάτωση τους στα εθνικά δίκαια των κρατών μελών.

Ευρωπαϊκό θεμελιώδη νόμο του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και κύρια πηγή των κανόνων δικαίου που εφαρμόζονται κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών αποτελεί η Οδηγία 2004/39 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων». Η Οδηγία 2004/39/EK εκδόθηκε με τη διαδικασία που

⁷⁸ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 56επ. Άλλες υποχρεώσεις των brokers/dealers προβλέπονται στους ειδικούς κανόνες της Εθνικής Ένωσης Χρηματιστών (NASD), αλλά και στο κοινό δίκαιο σύμφωνα με το οποίο οι υποχρεώσεις βασίζονται στη σχέση εμπιστοσύνης που αναπτύσσεται ανάμεσα στα μέρη, η δε παραβίαση τους μπορεί να θεωρηθεί ως παραβίαση και του ομοσπονδιακού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, εφόσον έγινε συνειδητά.

⁷⁹ ΤΕΛΛΗΣ, ΕπισκΕΔ 2009, σ. 273, 185, ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σ.70.

⁸⁰ Βλ. λ.χ. Η Οδηγία 2003/71 «σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της Οδηγίας 2001/34/EK» η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το ν. 3401/2005 και η νέα Οδηγία 2010/73 «για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/73 και 2004/109», η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με το Ν.4099/2012 και την οποία συμπληρώνουν οι Κανονισμοί 486/2012 και 862/2012 που τροποποιούν τον κανονισμό 809/2004 όσον αφορά τη μορφή και το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου, του βασικού ενημερωτικού δελτίου, του προληπτικού σημειώματος και των τελικών όρων και όσον αφορά τις απαιτήσεις γνωστοποίησης. Επίσης, η Οδηγία 2004/109 «για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και την τροποποίηση της Οδηγίας 2001/34/EK», η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο 3556/2007 (η Οδηγία 2014/65/ΕΕ για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων καταργεί την εν λόγω Οδηγία με ισχύ από 3.1.2017), η Οδηγία 2003/6 «για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς», η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο 3340/2005- η Οδηγία αυτή αντικαταστάθηκε από τον Κανονισμό αριθ. 596/2014 «για την κατάχρηση της αγοράς και την κατάργηση της Οδηγίας 2003/6 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των Οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/EK, 2003/125/EK και 1004/72/EK» (MAR), ενώ εκδόθηκε και η Οδηγία 2014/57/ΕΕ «περί ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση της αγοράς» (MAD II), έτσι ώστε να ληφθεί υπόψη και το σκάνδαλο χειραγώγησης των διατραπεζικών επιτοκίων δανεισμού EURIBOR και LIBOR από ορισμένες Τράπεζες. Τόσο ο νέος Κανονισμός όσο και η νέα Οδηγία δεν έχουν τεθεί σε ισχύ ακόμα. Τέλος, η Οδηγία 2004/25 για τις δημόσιες προτάσεις εξαγοράς η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το ν.3461/2006.

είναι γνωστή στο ευρωπαϊκό δίκαιο ως «διαδικασία Lamfalussy» και ανήκει στα μέτρα που εισάγουν «αρχές- πλαίσια»⁸¹. Εξουσιοδοτική βάση για την έκδοση της Οδηγίας είναι το άρθρο 47 ΣΕΚ, το οποίο μεριμνά για το συντονισμό των κανόνων των κρατών μελών που αφορούν «την ανάληψη και άσκηση μη μισθωτικών δραστηριοτήτων», ως έκφραση της ελευθερίας εγκατάστασης και στην προκειμένη περίπτωση της διασφάλισης μιας αποτελεσματικά λειτουργούσας εσωτερικής αγοράς επενδυτικών και χρηματοπιστωτικών εν γένει υπηρεσιών⁸². Στόχος είναι, όπως προκύπτει από τη 2^η αιτιολογική σκέψη του προοιμίου της Οδηγίας να εξασφαλιστεί «ο απαιτούμενος βαθμός εναρμόνισης που θα προσφέρει στους επενδυτές υψηλό επίπεδο προστασίας» με βάση την αρχή της αναλογικότητας⁸³. Ο Ευρωπαίος νομοθέτης διστάζει να επέμβει στα εσωτερικά ιδιωτικά δίκαια,

⁸¹ Τα εκτελεστικά μέτρα για την εφαρμογή των αρχών της Οδηγίας 2004/39 περιλαμβάνονται σε δύο ευρωπαϊκές πράξεις νομοθετικού περιεχομένου την Οδηγία 2006/73/ΕΚ και τον Κανονισμό 1287/2006. Και τα δύο αυτά νομοθετήματα ρυθμίζουν κατά βάση τεχνικά ζητήματα λόγω του επαρκώς λεπτομερούς χαρακτήρα της MiFID.

⁸² Αντίθετα εξουσιοδοτική βάση της Οδηγίας δεν αποτελεί το άρθρο 153ΣΕΚ που αναφέρεται στην προστασία του καταναλωτή, καθώς υπάρχει θεσμική ανεπάρκεια της εν λόγω διάταξης να συλλάβει αποτελεσματικά το δυναμικό χαρακτήρα που προσλαμβάνει η ανάγκη προστασίας του επενδυτή στο περιβάλλον των σύγχρονων κεφαλαιαγορών. Η κοινότητα διεκδικεί την αποτελεσματικότητα στην αρμοδιότητα της κανονιστικής δράσης στο πεδίο της προστασίας του επενδυτή. Η διεκδίκηση αυτή δεν αποσκοπεί τόσο στο να καταστήσει τον επενδυτή ως αυτοτελές υποκείμενο έννομης προστασίας από τους κινδύνους της κεφαλαιαγοράς, αλλά να ενσταλάξει στην ενιαία αγορά επενδυτικών υπηρεσιών που λαμβάνει βαθμιαία υπόσταση εκείνη τη δόση μέτρων προστασίας του επενδυτή την οποία τα κοινοτικά όργανα θεωρούν αναγκαία για την αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 150επ.

⁸³ Η απόφαση του ΔΕΕ Peter Paul κλπ κατά Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας σχετικά με τις εγγυήσεις καταθέσεων έχει ιδιαίτερη σημασία και για το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, διότι οι βασικοί άξονες προβληματισμού που τίθενται στο τελευταίο είναι εξαιρετικά συγγενείς με εκείνους που τίθενται στο κοινοτικό τραπεζικό δίκαιο. Το ΔΕΚ έκρινε, λοιπόν, ότι δεν αντίκειται στο κοινοτικό δίκαιο εσωτερική ρύθμιση που περιορίζει το εύρος και την εμβέλεια της εποπτικής δράσης που κατευθύνεται στην προστασία των καταθετών μόνο στο μέτρο που αυτή επιβάλλεται από το δημόσιο συμφέρον, αφού η επιχειρούμενη στον τομέα αυτό εναρμόνιση των εθνικών νομοθεσιών εξαντλείται σε ό, τι είναι ουσιώδες, απαραίτητο και επαρκές για τη διασφάλιση της αμοιβαίας αναγνώρισης των αδειών λειτουργίας και των συστημάτων προληπτικού ελέγχου». Ενόψει της παλαιότερης οδηγίας 93/22/ΕΟΚ δεν θα μπορούσαν να τεθούν εμπόδια για την εισαγωγή αυστηρότερων κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας είτε από την άποψη του περιεχομένου τους είτε από την άποψη της ισχύος τους και στις οριζόντιες σχέσεις επενδυτών και ΕΠΕΥ. Στα πλαίσια του καθεστώτος της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ και της εκτελεστικής αυτής Οδηγίας 2006/73/ΕΚ προβλέπεται ρητά ότι τα κράτη μέλη και οι αρμόδιες αρχές δεν πρέπει να θεσπίζουν συμπληρωματικούς δεσμευτικούς κανόνες κατά τη μεταφορά και εφαρμογή κανόνων της οδηγίας, εκτός από τις περιπτώσεις που υπάρχει ειδική πρόβλεψη σε αυτήν..... σε εξαιρετικές περιπτώσεις τα κράτη μέλη πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να επιβάλλουν στις επιχειρήσεις επενδύσεων επιπλέον εκείνων που προβλέπουν οι κανόνες εφαρμογής. Εντούτοις, η παρέμβαση αυτή πρέπει να αφορά μόνο περιπτώσεις στις οποίες η κοινοτική νομοθεσία δεν έχει αντιμετωπίσει επαρκώς δεδομένους κινδύνους για την προστασία του επενδυτή ή την ακεραιότητα της αγοράς περιλαμβανομένων των κινδύνων που σχετίζονται με τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και πρέπει να είναι απόλυτα σύμφωνη με την αρχή της αναλογικότητας, δηλαδή της καταλληλότητας του εθνικού μέτρου ως προς την επιδίωξη του αντίστοιχου δημοσίου συμφέροντος που επιβάλλει την προστασία του καταναλωτή επενδυτικών υπηρεσιών και της μη δεσμευτικότητας των επιχειρήσεων επενδύσεων πέρα από το αναγκαίο μέτρο, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 357επ και αιτιολογικές σκέψεις 5 έως 8 του προοιμίου της Οδηγίας 2006/73/ΕΚ. Σε μία από τις υποθέσεις της Lehman Brothers κρίθηκε έτσι ότι η τράπεζα υποχρεούται βάσει των άρθρων 288 και 281 ΑΚ να διαφωτίζει και προφορικά τον πελάτη της, ο οποίος ήταν απόφοιτος δημοτικού σχολείου, για το περιεχόμενο και τους κινδύνους της συναλλακτικής σχέσης που δημιουργείται με την αγορά των προτεινόμενων επενδυτικών προϊόντων. Το δικαστήριο δεν έκρινε επαρκή την πληροφόρηση του επενδυτή μόνο βάσει ενός τυποποιημένου εντύπου. Και τούτο μολονότι το άρθρο 25 παρ. 3 εδ. Β' του ν. 3606/2007 προβλέπει, όπως και η Οδηγία ότι οι κρίσιμες πληροφορίες μπορούν να παρέχονται και σε τυποποιημένη μορφή. Η εν λόγω δικαστική απόφαση, λοιπόν, θέτει με την κρίση της το ζήτημα της ισχύος ενός αυστηρότερου από το πρότυπο της Οδηγίας εθνικού κανόνα ιδιωτικού δικαίου. Η τράπεζα θα μπορούσε να προβάλει την άμυνα ότι δεν ευθύνεται σε αποζημίωση καθώς η συμπεριφορά της υπήρξε σύννομη αφού

προκειμένου να μην διαταράξει την εσωτερική συνοχή τους ενόψει των δομικών ιδιαιτεροτήτων τους⁸⁴. Σκοπός των κοινοτικών κανόνων δεοντολογικής συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ δεν είναι η θέσπιση κανόνων ιδιωτικού δικαίου, αλλά η προαγωγή του αντικειμενικώς προσδιοριζόμενου δημοσίου συμφέροντος εύρυθμης και αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, στο οποίο συγκλίνουν τα ιδιωτικά συμφέροντα της ολότητας των επενδυτών. Ισχυρή ένδειξη προς την κατεύθυνση αυτή αποτελεί η ίδια η εξουσιοδοτική βάση που είναι οι διατάξεις για το δικαίωμα εγκατάστασης και όχι η διάταξη του άρθρου 153 ΣΕΚ που αφορά την προστασία των καταναλωτών⁸⁵.

Την ως άνω Οδηγία, ευρύτερα γνωστή ως Οδηγία MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), ενσωμάτωσε στο ελληνικό δίκαιο ο νόμος 3606/2007 για τις «αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων». Το άρθρο 25 του ν.3606/2007 (αντίστοιχο άρθρο 19 της Οδηγίας 2004/39) εξειδικεύει τις υποχρεώσεις των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών και των πιστωτικών ιδρυμάτων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες (αρ. 3 παρ.2 του ν. 3606/2007) έναντι των επενδυτών- πελατών τους. Πρόκειται για κύριες ή παρεπόμενες υποχρεώσεις ορθής, πλήρους και σαφούς πληροφόρησης και επιμέρους εξειδικεύσεις τους⁸⁶, όπως η υποχρέωση παροχής προς τους πελάτες τους ακριβών, σαφών και μη παραπλανητικών πληροφοριών (παρ.2) ή κατάλληλης πληροφόρησης σε κατανοητή μορφή, ώστε αυτοί να είναι σε θέση να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής υπηρεσίας κλπ (παρ. 3), η υποχρέωση σύστασης κατάλληλων για τον επενδυτή χρηματοπιστωτικών μέσων (παρ. 4), οι υποχρεώσεις αναζήτησης των πληροφοριών για τις γνώσεις και την εμπειρία του πελάτη και προειδοποίησης αυτού για την ακαταλληλότητα ενός επενδυτικού μέσου για αυτόν (παρ.5). Όλες αυτές οι υποχρεώσεις- όπως και οι οργανωτικές υποχρεώσεις⁸⁷ -επιβάλλουν στις ΑΕΠΕΥ και στις Τράπεζες να λύνουν τις προκύπτουσες συγκρούσεις συμφερόντων, τοποθετώντας στο επίκεντρο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και συμβουλών το συμφέρον του πελάτη τους.

Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το 2007 ανέδειξε αδυναμίες και κενά στο ρυθμιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς κυρίως σε ό,τι αφορά στην άσκηση εποπτείας και

ανταποκρίνεται στο επιβαλλόμενο από το νόμο 3606/2007 αφηρημένο πρότυπο συμπεριφοράς. Η άμυνα αυτή όμως δεν θα μπορούσε να αποτρέψει την ευδοκίμηση της αγωγής αποζημίωσης του ζημιωθέντος επενδυτή. Και τούτο, γιατί μέτρο της νομικά κρίσιμης συμπεριφοράς της τράπεζας δεν αποτελούν μόνο οι επιταγές επαγγελματικής συμπεριφοράς του ν. 3606/2007. Μπορεί όταν μια επιχείρηση συμμορφώνεται με τα πρότυπα αυτά να μην μπορεί να ελεγχθεί από τον εποπτικό μηχανισμό για μη σύννομη δραστηριότητα, όμως από εκεί και πέρα δεν μπορεί να παραβλέψει την ιδιαίτερη δυναμική και τις ανάγκες κάθε αναπτυσσόμενου δεσμού με τον επενδυτή, ο οποίος μπορεί να αξιώνει περαιτέρω προστασία αν παραβιασθεί η αρχή της καλής πίστης (288ΑΚ). βλ. ΠΠρΘεσ 19932/2009, ΕφΑΔ 2009, 803επ, ΛΙΑΠΠΗ (2010), σ.235επ.

⁸⁴ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ 174.

⁸⁵ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 154επ, 158, 159.

⁸⁶ Βλ. σχετικά ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ (2003), σελ. 110επ., ΛΙΑΠΠΗ (2010), σελ. 238επ. Αν και η θεμελίωση των υποχρεώσεων αυτών μπορεί να αναζητηθεί ήδη στην αρχή της καλής πίστης κατ' άρθρο 288 ΑΚ, χαρακτηριστικές είναι οι προβλέψεις των ΑΕΠΕΥ του άρθρου 25 του Νόμου 3606/2007, βλ. ΠΑΠΑΝΤΩΝΗ (2000), αρ. 39επ, ΛΙΑΠΠΗ (2010), σελ. 238επ., ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 382επ.

⁸⁷ Στα οργανωτικά μέτρα για την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ Τραπεζών και επενδυτών λ.χ. ανήκουν οι εσωτερικές διαδικασίες προς αποτροπή των πράξεων εκμετάλλευσης της προνομιακής πληροφόρησης. Οι γενικές οργανωτικές υποχρεώσεις επιδρούν αντανakλαστικά και στην ποιότητα των παρεχόμενων προς τους επενδυτές πελάτες της Τράπεζας επενδυτικών συμβουλών. Έτσι λ.χ. με τη δημιουργία σινικών τειχών ανάμεσα στις οργανωτικές ενότητες μιας τράπεζας επιδιώκεται ο έλεγχος της ανταλλαγής των πληροφοριών μεταξύ των συνεργατών της, η δραστηριότητα των οποίων μπορούσε να γεννήσει συγκρούσεις συμφερόντων σε βάρος των πελατών της, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2010), σελ. 238επ.

συντονισμού των εθνικών εποπτικών αρχών, τη ρύθμιση νέων πιο επικίνδυνων επενδυτικών προϊόντων, στην προστασία των επενδυτών από νέες μορφές συναλλαγών και νέα επενδυτικά προϊόντα και στη συνεπή εφαρμογή της ενωσιακής νομοθεσίας μεταξύ των κρατών μελών. Στο πλαίσιο αυτό ανατέθηκε, το Νοέμβριο του 2008, σε ομάδα υψηλού επιπέδου υπό την προεδρία του J. De Larosiere να προβεί σε διατύπωση συστάσεων, με σκοπό την αντιμετώπιση των αιτιών και συνεπειών της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008-2009 και την πρόληψη μιας νέας τέτοιας αναστάτωσης. Το νέο θεσμικό πλαίσιο έπρεπε να συμβάλει στην αύξηση της διαφάνειας, την καλύτερη προστασία των επενδυτών, την ενίσχυση της εμπιστοσύνης, τον περιορισμό των αρρύθμιστων περιοχών, τη διασφάλιση της παροχής στις εποπτικές αρχές κατάλληλων εξουσιών για την εκπλήρωση των στόχων τους. Με βάση τις συστάσεις της έκθεσης de Larosiere (25.2.2009), μεταξύ άλλων εκδόθηκε ο Κανονισμός 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου με τον οποίο συστάθηκε η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority- ESMA), η οποία αντικατέστησε την CESR, αποκτώντας διευρυμένες γνωμοδοτικές και κανονιστικές αρμοδιότητες. Στο πλαίσιο αυτών των εξελίξεων, σημαντικότερες ήταν οι μεταβολές οι οποίες επήλθαν στην ενωσιακή νομοθεσία το 2014 στον τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών και την κατάχρηση της αγοράς, με την αντικατάσταση των Οδηγιών 2004/39/EK και 2003/6/EK. Έτσι, εκδόθηκαν δύο νέες Οδηγίες και δύο Κανονισμοί, των οποίων η εφαρμογή τοποθετείται μετά το 2016⁸⁸. Η Οδηγία 2004/39/EK αντικαθίσταται από την Οδηγία 2014/65/EE «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της Οδηγίας 2002/92/EK και της Οδηγίας 2011/61/EE» (MiFID II)⁸⁹ και τον Κανονισμό (ΕΕ) 600/2014 «για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του Κανονισμού 648/2012» (MiFIR). Ενώ η Οδηγία 2003/6/EK αντικαθίσταται από τον Κανονισμό (ΕΕ) 596/2014 «για την κατάχρηση της αγοράς και την κατάργηση της Οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των Οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/EK, 2003/125/EK, 2004/72/EK», ενώ εκδόθηκε και η Οδηγία 2014/57/EE «περί των ποινικών κυρώσεων για την κατάχρηση αγοράς».

⁸⁸ Η έναρξη εφαρμογής της Οδηγίας MiFID II και του Κανονισμού MiFIR έχει καθοριστεί για τον Ιανουάριο του 2017.

⁸⁹ Η Οδηγία, ενώ κατατείνει στη βελτίωση της προστασίας των επενδυτών διευρύνοντας την προστασία της MiFID I λ.χ. με την αλλαγή κάποιων ορισμών π.χ. της έννοιας των μη σύνθετων προϊόντων, των επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων, δε φαίνεται να εισάγει κάποια ριζική δομική αλλαγή, βλ. το από 20.10.2011 Client Publication της Shearman & Sterling LLP, a Changing Landscape: The MiFID II Legislative Proposal (http://www.shearman.com/~media/Files/NewsInsights/Publications/2011/10/A-Changing-Landscape-The-MiFID-II-Legislative-Pr___/Files/View-full-memo-A-Changing-Landscape-The-MiFID-II_/FileAttachment/FIA102011AChangingLandscapeTheMiFIDIILegislative_.pdf)

ΕΝΟΤΗΤΑ II: ΤΟ ΣΥΣΤΗΜΑ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΑΠΕΝΑΝΤΙ ΣΤΟΥΣ ΦΟΡΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ- ΟΙ «ΚΑΝΟΝΕΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΗΣ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ»

1. Οι συναλλασσόμενοι στις χρηματοπιστωτικές αγορές (ο επενδυτής και οι φορείς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών)- Οι επενδυτικές υπηρεσίες και τα επενδυτικά προϊόντα

α. Η έννοια του «επενδυτή»- Ο επενδυτής ως καταναλωτής- Διακρίσεις του επενδυτή σύμφωνα με το νόμο 3606/2007

Με τον όρο «επένδυση» νοείται η τοποθέτηση οικονομικών πλεονασμάτων φυσικών ή νομικών προσώπων σε κινητές αξίες και γενικά χρηματοοικονομικά προϊόντα (αντικείμενο= «επενδυσιακό εμπόρευμα»)⁹⁰. Η επένδυση, όμως, δεν εξαντλείται μόνο στην «τοποθέτηση», αλλά περιεχόμενο της έννοιας και μάλιστα ζωτικό είναι η συνεχής παρακολούθηση αυτής από τον επενδυτή και η ικανότητα του να διακρίνει συστηματικά τις αξίες εκείνες που διαφαίνεται να έχουν προοπτική ανόδου⁹¹. Διότι σκοπός της επενδυτικής δραστηριότητας είναι όχι απλά η τοποθέτηση, η αποταμίευση οικονομικού πλεονάσματος, αλλά και η δημιουργία μακροπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα αποδοτικής περιουσίας⁹². Η συναλλαγή που συνάπτεται στις χρηματοπιστωτικές αγορές έχει ιδιαίτερη φύση και αυτό οφείλεται σε πολλούς λόγους, ένας από τους οποίους είναι ότι μεταξύ των προσώπων, τα συμφέροντα των οποίων υπηρετεί η συναλλαγή, δεν υπάρχει ποτέ προσωπική επαφή. Η χρηματοπιστωτική συναλλαγή διεκπεραιώνεται από διαμεσολαβητικά πρόσωπα που ορίζει η νομοθεσία και τα οποία λειτουργούν ως άμεσοι αντιπρόσωποι των ενδιαφερομένων. Έτσι, έχουμε τα πρόσωπα- φυσικά ή νομικά- που διαθέτουν πλεονασματικό κεφάλαιο και επιθυμούν να το αξιοποιήσουν σε επενδυτικές δραστηριότητες στο Χρηματιστήριο⁹³ και τα πρόσωπα- μόνο νομικά- τα οποία υλοποιούν τις παραπάνω δραστηριότητες, δηλαδή τους επενδυτές και τους φορείς επενδυτικών δραστηριοτήτων αντίστοιχα.

Οι «επενδυτές» είναι οι αγοραστές των επενδυτικών προϊόντων. Δραστηριοποιούνται κυρίως στο χώρο της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς και η συμπεριφορά τους έχει επενδυτικό στόχο. Ο επενδυτής απέναντι στις επιχειρήσεις που του παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες εμφανίζει στοιχεία ουσιαδούς μειονεξίας σε πλήθος πεδίων: πληροφόρησης, γνώσεων, εμπειρίας, αντίληψης του

⁹⁰ ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 15.

⁹¹ ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟΣ (1985), παρ.22, σελ.180επ.

⁹² Συνήθως, μάλιστα, λέγεται ότι επένδυση είναι η μεταμόρφωση ρευστού χρήματος σε επιλεγμένη αξία, η οποία εν δυνάμει εμπεριέχει διαμορφωμένη υπέρ του επενδυτή μία απαίτηση ή άλλως η ανταλλαγή σημερινού χρήματος με μελλοντικό. Βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 15, ΑΥΓΗΤΙΔΗΣ (2014), σελ. 1-7.

⁹³ Στην ελληνική έννομη τάξη το χρηματιστήριο κατείχε μέχρι σήμερα κυρίαρχη θέση στις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές, όμως, ο στόχος της διεύρυνσης των πανευρωπαϊκών χρηματοπιστωτικών αγορών επέφερε τη συρρίκνωση του «τοπικού» ρόλου του χρηματιστηρίου και την επινόηση και άλλων καινοτόμων εναλλακτικών οδών (οργανωμένων συστημάτων) προς τις οποίες θα μπορεί να διοχετεύεται η κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Βέβαια, σύμφωνα με το άρθρο 84 του Ν.3606/2007 διατηρούνται έστω και τροποποιημένες οι διατάξεις του Ν. 3371/2005 και στην πράξη ο κύριος όγκος των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών συνάπτεται και διεκπεραιώνεται στην Αγορά Αξιών και στην Αγορά Παραγώγων με διαχειρίστρια την «Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ». Με την εισαγωγή του ν.3606/2007 δεν επηρεάστηκαν λειτουργικά ούτε η «Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ» ούτε και οι δύο Αγορές. Στην Αγορά Αξιών προστέθηκε με απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 2/435/12.7.2007 μια νέα διαπραγματεύσιμη κινητή αξία, τα «Διαπραγματεύσιμα Αμοιβαία Κεφάλαια» και εισήχθη νέα ειδική κατηγορία διαπραγμάτευσης εκείνη των «Διαπραγματεύσιμων Αμοιβαίων Κεφαλαίων» (ETFs), βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 8επ.

σκοπού και των ευκαιριών, διαθέσιμου χρόνου προς απόκτηση και επεξεργασία των αναγκαίων πληροφοριών κλπ. Επίσης, ποικίλα ψυχολογικά, συναισθηματικά και γνωστικά εμπόδια πλήττουν το μηχανισμό διαμόρφωσης επενδυτικής του απόφασης και συσκοτίζουν την κρίση του. Οι ελλειμματικές αυτές καταστάσεις περιορίζουν συστηματικά τη δικαιοπρακτική αυτονομία του επενδυτή επιβάλλοντας του κατ' ουσία επιλογές και αποφάσεις, τις οποίες ο ίδιος δεν θα υιοθετούσε, εφόσον είχε επίγνωση όλων των κρίσιμων περιστάσεων και πληροφοριών. Όλα αυτά αποκαλύπτουν τη μεγάλη συνάφεια που παρουσιάζει το αφηρημένο πρότυπο του επενδυτή με το αφηρημένο πρότυπο του καταναλωτή. Τόσο ο πρώτος όσο και ο δεύτερος εμφανίζουν μια έκδηλη μειονεξία απέναντι στις επιχειρήσεις, που προσφέρουν στην αγορά προϊόντα ή/και υπηρεσίες και η δικαιοπρακτική τους αυτοδιάθεση βάλλεται συστηματικά από πλήθος καταστάσεων, οι οποίες αποτελούν παράγοντες σημαντικής διακινδύνευσης των περιουσιακών τους συμφερόντων, αλλά και αφορμή για διάψευση της εμπιστοσύνης τους στην ακεραιότητα του αγοραίου μηχανισμού.

Παρά τις επιμέρους ορολογικές και εννοιολογικές διαφορές που μπορεί να υπάρξουν⁹⁴ η έννοια του επενδυτή υπό την εκδοχή του αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών αποτελεί ειδικότερη εμφάνιση του καταναλωτή σύμφωνα Ν. 2251/1994⁹⁵ (άρθρο 1 παρ. 4 του ίδιου νόμου). Το αν θα τύχει, όμως, ο επενδυτής της προστασίας του Ν. 2251/1994 ως τελικός αποδέκτης επενδυτικής υπηρεσίας εξαρτάται από την εκάστοτε περίπτωση⁹⁶ και τελικά θα κριθεί από το δικαστή ex post επί της συγκεκριμένης περίπτωσης. Όμως, ο επενδυτής παρίσταται ευάλωτος στο πλαίσιο του μηχανισμού της κεφαλαιαγοράς όχι μόνο, όταν συνάπτει συμβάσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, στις οποίες υπάρχουν καταχρηστικοί ΓΟΣ ή όταν είναι αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών από απόσταση, δηλαδή όταν κινείται στο πεδίο που οριοθετείται από τα άρθρα 2επ του Νόμου 2251/1994, αλλά και σε πλήθος άλλων απειλητικών καταστάσεων που μόνο στο ειδικό περιβάλλον της κεφαλαιαγοράς αναπτύσσονται πχ. ο επενδυτής μειονεκτεί ουσιωδώς απέναντι στην εκδότρια επιχείρηση, της οποίας χρηματοπιστωτικά μέσα θέλει να αποκτήσει, καθώς και απέναντι στην ΕΠΕΥ που τον συμβουλεύει κλπ⁹⁷. Στο σημείο, λοιπόν, αυτό το δίκαιο του καταναλωτή είναι ανεπαρκές για την προστασία του επενδυτή και χρειάζεται ρύθμιση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Όπως, επισημαίνεται⁹⁸ τα νομοθετικά μέτρα που λαμβάνονται στο πεδίο προστασίας του καταναλωτή έχουν προεχόντως κοινωνικοπολιτικό προσανατολισμό και αποσκοπούν στην ατομική προστασία όσων συναντούν δυσκολίες να ασκήσουν το δικαίωμα του δικαιοπρακτικού αυτοπροσδιορισμού μέσα στο πλαίσιο του μηχανισμού της αγοράς, ενώ τα μέτρα που λαμβάνονται για την αντιμετώπιση της πληροφοριακής ασυμμετρίας στις κεφαλαιαγορές- ακόμα κι αν φαινομενικά έχουν αποδέκτη τον επενδυτή- έχουν προεχόντως οικονομικοπολιτικό προσανατολισμό,

⁹⁴ Εφόσον πρόκειται, δηλαδή, για ζήτημα που καταλαμβάνεται από το πεδίο εφαρμογής του πχ. καταχρηστικοί ΓΟΣ, βλ. ΑΥΓΗΤΙΔΗ, Η ευθύνη του αναδόχου, 314, ο οποίος επισημαίνει το παράδοξο ότι «η επένδυση προϋποθέτει θυσία της τρέχουσας κατανάλωσης», πράγμα που επάγεται πως επενδυτής και καταναλωτής είναι ασύμβατες έννοιες.

⁹⁵ Βλ. ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ (2001), 17 επ, 18, ΑΥΓΗΤΙΔΗ, Η ευθύνη του αναδόχου, 314επ, ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ (2003), σελ. 239επ.

⁹⁶ Ως κριτήρια για την απόδοση της ιδιότητας του καταναλωτή στον επενδυτή έχουν προταθεί η επαγγελματική ιδιότητα του επενδυτή, ο σκοπός της επενδυτικής του δραστηριότητας κερδοσκοπικός ή άλλος, η επενδυτική του εμπειρία και η γνώση της αγοράς, ο βαθμός πρωτοβουλίας και αυτενέργειας του, το είδος και το ύψος των διενεργούμενων συναλλαγών και των αναλαμβανόμενων κινδύνων, η ένταση της συναλλακτικής του δραστηριότητας κλπ, βλ. ΑΥΓΗΤΙΔΗ, Η ευθύνη του αναδόχου, 331επ, ΠολΠρΑ08032/2001, ΔΕΕ 2000, 1144, ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 256επ.

⁹⁷ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 254επ.

⁹⁸ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 220επ.

αποσκοπούν στο να εξομαλύνουν συνολικά τη διασπορά της πληροφόρησης στην αγορά, γεγονός που αντανάκλαστικά έχει ευνοϊκές συνέπειες και στην εξατομικευμένη θέση του επενδυτή.

Η Οδηγία 2004/39/EK πραγματοποιεί περισσότερες διακρίσεις ως προς την επενδυτική ιδιότητα. Οι επενδυτές διακρίνονται στους απλούς ή ιδιώτες επενδυτές και στους θεσμικούς επενδυτές. Η διάκριση απευθύνεται κατ' αρχάς στις ίδιες τις επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, οι οποίες υποχρεούνται να αξιολογούν τους πελάτες τους και να τους ταξινομούν σε κατηγορίες πριν την εκπλήρωση της επενδυτικής υπηρεσίας, έτσι ώστε να τους παρέχουν προστασία μέσω των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς που θεσπίζονται στην ως άνω Οδηγία και το νόμο 3606/2007 ανάλογα με την ικανότητα καθενός προς λήψη επενδυτικών αποφάσεων και προς εκτίμηση του κινδύνου. Και οι δύο ομάδες επενδυτών αποσκοπούν στην επίτευξη του καλύτερου δυνατού οικονομικού αποτελέσματος, αλλά η διαφορά τους βρίσκεται στον τρόπο με τον οποίο η κάθε κατηγορία επιδιώκει να πραγματοποιήσει το σκοπό της. Ο Ν. 3606/2007 εισήγαγε και μια ακόμη διάκριση σε «ιδιώτη πελάτη» και σε «επαγγελματία πελάτη», η οποία επηρεάζει τη συμπεριφορά των ΑΕΠΕΥ απέναντι τους, κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών.

Οι «ιδιώτες επενδυτές» ενεργούν ως ιδιώτες τοποθετώντας μεμονωμένα ο καθένας τα δικά του πλεονασματικά κεφάλαια σύμφωνα με τη δική του άποψη, γνώση και κρίση, σε επενδυτικό εμπόρευμα, που, επίσης, καθένας μόνος του επιλέγει. Η επενδυτική, δηλαδή, συμπεριφορά τους δεν υπάγεται σε συγκεκριμένους λειτουργικούς κανόνες⁹⁹. Οι «θεσμικοί επενδυτές» εκπροσωπούν και διαχειρίζονται οικονομικά πλεονάσματα που δεν τους ανήκουν, αλλά έχουν πηγή προέλευσης τα επιμέρους αποταμιευτικά κεφάλαια τρίτων προσώπων. Τα κεφάλαια αυτά συνενώνονται και συγκροτούν ένα δυναμικό σύνολο κεφαλαίου, το οποίο ως σύνολο πλέον προορίζεται για επένδυση. Οι πρόσοδοι από τις επενδυτικές αυτές τοποθετήσεις χρησιμοποιούνται και πάλι για νέες επενδυτικές τοποθετήσεις. Ωστόσο, είναι ενδεχόμενο ο θεσμικός επενδυτής να τοποθετεί σε επενδυτικά προϊόντα κεφάλαιο πλεονασματικό που ανήκει και σε ένα μόνο ιδιώτη επενδυτή. Η ιδιαιτερότητα αυτής της ομάδας επενδυτών έναντι των ιδιωτών έγκειται στο ότι λειτουργούν βάσει ενός θεσμοθετημένου εκ των προτέρων πλαισίου που οριοθετεί σε γενικές γραμμές τη συγκρότηση, τη δράση και τις ενέργειες τους. Επίσης, η επενδυτική δραστηριότητα που ασκούν δε γίνεται ευκαιριακά και ερασιτεχνικά, αλλά σε επαγγελματική βάση και είναι απόρροια γνώσεων και ικανοτήτων με τις οποίες μπορούν να αξιολογούν τα εκάστοτε δεδομένα της χρηματιστηριακής αγοράς. Οι θεσμικοί επενδυτές είναι νομικά πρόσωπα με τον τύπο της ανώνυμης εταιρίας. Η άσκηση της επενδυτικής τους δραστηριότητας δεν συνιστά και τον εταιρικό τους σκοπό. Λόγω, όμως, της υψηλής κατά κανόνα κεφαλαιακής τους συγκρότησης και επειδή διαθέτουν επαρκή τεχνική και διοικητική στελέχωση, παρέχουν εχέγγυα ορθής διαχείρισης αλλότριας περιουσίας και γι' αυτό το λόγο, τους επιτρέπει ο νόμος που διέπει καθένα από αυτά, να ασκούν και επενδυτικές δραστηριότητες σε αλλότρια οικονομικά πλεονάσματα. Ως θεσμικοί επενδυτές θεωρούνται κυρίως τα Πιστωτικά Ιδρύματα, οι ΕΠΕΥ, οι ασφαλιστικές εταιρίες, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (Ο.Σ.Ε.Κ.Α) και οι Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (Α.Ε.Ε.Χ.).

Η διάκριση σε «ιδιώτες πελάτες» και «επαγγελματίες πελάτες» εισάγεται με το άρθρο 2 περ. 7 και 8 του Ν. 3606/2007. Ως πελάτης ορίζεται φυσικό ή νομικό πρόσωπο, στο οποίο παρέχονται κύριες ή παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες. Στο άρθρο 6 του Ν. 3606/2007 εξειδικεύεται η έννοια

⁹⁹ ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 15επ.

του «επαγγελματία πελάτη» και απαριθμούνται¹⁰⁰ συγκεκριμένες κατηγορίες νομικών προσώπων που θεωρούνται ως επαγγελματίες πελάτες ανεξάρτητα από τις επενδυτικές δραστηριότητες που ασκούν και από τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία αφορά η δραστηριότητα αυτή. Ο «ιδιώτης πελάτης» προσδιορίζεται στο άρθρο 2 παρ. 8 του Ν. 3606/2007 αφαιρετικά, ορίζεται, δηλαδή, ως «κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας». «Επαγγελματίας πελάτης» πάλι είναι κατά το άρθρο 6 παρ. 7 του Ν. 3606/2007 «ο πελάτης που διαθέτει την πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να παίρνει δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά δεόντως τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται». Η διάκριση αυτή έχει σημασία για την οριοθέτηση του επιπέδου προστασίας, που οφείλεται κατά το νόμο στους επενδυτές. Είναι αυτονόητο ότι εκείνος που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες οφείλει υψηλότερου επιπέδου προστασία, όταν ο «πελάτης» είναι μη επαγγελματίας επενδυτής. Όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά στο σημείο 31 του αιτιολογικού της Οδηγίας 2004/39/EK «τα μέτρα προστασίας των επενδυτών πρέπει να είναι προσαρμοσμένα στις ιδιαιτερότητες καθεμίας από τις διάφορες κατηγορίες επενδυτών», αφού ορισμένοι από αυτούς είναι σαφώς πιο έμπειροι από τους άλλους και συνακόλουθα εκτίθενται κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε χαμηλότερο ή υψηλότερο κίνδυνο. Ο νόμος παρέχει πάντως τη δυνατότητα στους επαγγελματίες επενδυτές να ζητήσουν να αντιμετωπισθούν ως ιδιώτες¹⁰¹ και το αντίστροφο¹⁰². Ιδιώτες, δηλαδή, ακόμα κι αν δεν εμπίπτουν στις κατηγορίες προσώπων που θεωρούνται εκ του νόμου επαγγελματίες μπορούν να ζητήσουν να αντιμετωπιστούν ως τέτοιοι είτε για όλες είτε για ορισμένες επενδυτικές υπηρεσίες παραιτούμενοι από την προστασία των κανόνων δεοντολογίας.

Ειδικό καθεστώς επιφυλάσσει ο νόμος για τους πελάτες επενδυτές που χαρακτηρίζονται ως «επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι». Αυτοί απαριθμούνται περιοριστικά¹⁰³ στο άρθρο 30 παρ. 2 του Ν. 3606/2007 και οι διαφοροποιήσεις τους σε σχέση με τους επαγγελματίες επενδυτές συνίστανται στα

¹⁰⁰ Πρόκειται ειδικότερα για: α) επιχειρήσεις οι οποίες υποχρεωτικά είτε αδειοδοτούνται είτε υπόκεινται σε εποπτικούς κανόνες για να ασκήσουν τις χαρακτηριστικές δραστηριότητες τους στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται εφόσον πληρούν τις προαναφερθείσες προϋποθέσεις περιοριστικά τα πιστωτικά ιδρύματα, οι ΕΠΕΥ, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων και οι εταιρίες διαχείρισης τους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισης τους, οι διαπραγματευτές σε χρηματιστήρια εμπορευμάτων και συναφών παραγώγων, οι ανώνυμες εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και άλλοι θεσμικοί επενδυτές, β) μεγάλες επιχειρήσεις που πληρούν σε ατομική βάση τουλάχιστον δύο από τα ακόλουθα κριτήρια σύνολο ισολογισμού 20 εκατ. Ευρώ, καθαρό κύκλο εργασιών 40 εκατ. Ευρώ, ίδια κεφάλαια 2 εκατ. Ευρώ, γ) εθνικές και περιφερειακές κυβερνήσεις, δημόσιοι φορείς που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, κεντρικές τράπεζες, διεθνείς και υπερεθνικοί οργανισμοί όπως η Παγκόσμια Τράπεζα, το ΔΝΤ, η ΕΚΤ και η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και δ) άλλους θεσμικούς επενδυτές των οποίων κύρια δραστηριότητα είναι η επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, συμπεριλαμβανομένων οντοτήτων που έχουν ως αποκλειστικό σκοπό την τιτλοποίηση στοιχείων ενεργητικού ή άλλες χρηματοδοτικές συναλλαγές.

¹⁰¹ Ακόμα το ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα μπορεί σύμφωνα με το άρθρο 5 παρ.3 της απόφασης 1/452/1.11.2007 να λάβει την απόφαση να αντιμετωπίσει έναν επαγγελματία πελάτη ως ιδιώτη.

¹⁰² Βλ. αρ. 7 παρ. 1 και 2, αφού θα πρέπει να γίνει πρώτα αξιολόγηση της ικανότητας, της πείρας και των γνώσεων του επενδυτή. Λόγω των αυξημένων κινδύνων που συνεπάγεται μια τέτοια επιλογή τίθενται συγκεκριμένα ποιοτικά και ποσοτικά κριτήρια (αρ. 7 παρ2-3) με τα οποία θα γίνει αξιολόγηση από τον φορέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών όπως η εμπειρία στις συναλλαγές του επενδυτή, η οικονομική του κατάσταση και η επάρκεια των γνώσεων του για τις κατά περίπτωση παρεχόμενες υπηρεσίες και ορίζεται συγκεκριμένη διαδικασία (αρ. 7 παρ4) ώστε να διασφαλισθεί ότι ο επενδυτής έχει επίγνωση των συνεπειών της απώλειας της προστασίας που του επιφυλάσσει ο νόμος ως ιδιώτη επενδυτή.

¹⁰³ Είναι : α) τα πρόσωπα που θεωρούνται εκ του νόμου επαγγελματίες επενδυτές βλ. υποσημείωση 55 περιπτώσεις α-γ, β) οι εθνικές κυβερνήσεις και οι αντίστοιχες υπηρεσίες τους συμπεριλαμβανομένων των δημοσίων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος, γ) οι κεντρικές τράπεζες, δ) οι υπερεθνικοί οργανισμοί, ε) τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι εταιρίες διαχείρισης τους και στ) οι επιχειρήσεις που εξαιρούνται από την εφαρμογή του ν. 3606/2007 σύμφωνα με τις περιπτώσεις ια' και ιβ' της παρ.4 του άρθρου 3.

εξής¹⁰⁴: α) οι ρυθμίσεις που διέπουν την κατηγορία αυτή επενδυτών δεν αφορούν όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες, όπως συμβαίνει με τους επαγγελματίες επενδυτές, αλλά αφορούν μόνο την εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, τη λήψη και διαβίβαση εντολών και οποιαδήποτε παρεπόμενη υπηρεσία άμεσα σχετιζόμενη με αυτές τις συναλλαγές, β) προβλέπεται απλούστερη διαδικασία για την ένταξη ενός επενδυτή στην εν λόγω κατηγορία, π.χ. το πιστωτικό ίδρυμα πριν τη διενέργεια συναλλαγών σχετικών με τις ως άνω επενδυτικές υπηρεσίες λαμβάνει από τον επιλέξιμο αντισυμβαλλόμενο ρητή επιβεβαίωση ότι δέχεται να υπαχθεί στην εν λόγω κατηγορία και γ) για την κατηγορία αυτή επενδυτών ο νομοθέτης επιφυλάσσει το χαμηλότερο βαθμό προστασίας. Ωστόσο, μπορούν να ζητήσουν να αντιμετωπισθούν είτε γενικά είτε για συγκεκριμένες συναλλαγές ως κοινοί αποδέκτες επενδυτικών υπηρεσιών και έτσι οι σχέσεις τους με τις επιχειρήσεις επενδύσεων να υπόκεινται στους κανόνες δεοντολογίας.

β. Οι φορείς παροχής κατ' επάγγελμα επενδυτικών υπηρεσιών

Σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39/EK, αποκλειστική αρμοδιότητα για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων σε όλα τα κράτη- μέλη έχει μόνο η ΕΠΕΥ, δηλαδή η Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών¹⁰⁵. Ως *ΕΠΕΥ* νοείται κάθε νομικό και φυσικό πρόσωπο που έχει λάβει άδεια από την εποπτική αρχή του κράτους καταγωγής του, για να παρέχει σε τρίτους κατ' επάγγελμα μία ή περισσότερες επενδυτικές υπηρεσίες (άρθρο 2 παρ.1 Ν. 3606/2007). Ελληνική ΕΠΕΥ είναι η Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών που ιδρύθηκε στην Ελλάδα και έλαβε άδεια παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (άρθρο 2 παρ. 2 σε συνδυασμό με το άρθρο 9 παρ. 2 του Ν. 3606/2007)¹⁰⁶. Η οποιαδήποτε κοινοτική ΕΠΕΥ ανεξάρτητα από το νομικό της τύπο έχει τη δυνατότητα να κάνει χρήση του κοινοτικού διαβατηρίου¹⁰⁷ και να παρέχει χωρίς άλλη άδεια συναφείς υπηρεσίες σε οποιοδήποτε κράτος- μέλος. Στο άρθρο 8 παρ. 1 του Ν. 3606/2007 ορίζονται τα πρόσωπα στα οποία επιτρέπεται στη χώρα μας να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες. Με εξαίρεση τις ΕΠΕΥ που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας και εποπτεύονται από την αρμόδια αρχή άλλου κράτους- μέλους, η με οποιονδήποτε τρόπο κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα, επιτρέπεται μόνο στις ΑΕΠΕΥ και στα Πιστωτικά Ιδρύματα¹⁰⁸. Καθώς, επίσης, και

¹⁰⁴ σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ. 313.

¹⁰⁵ Για την κατηγοριοποίηση των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών βλέπε αναλυτικά και ΓΚΟΡΤΣΟ, Εισαγωγή στο διεθνές χρηματοπιστωτικό δίκαιο, σελ. 15επ.

¹⁰⁶ Διπλή άδεια ίδρυσης αφού απαιτείται τόσο η κατά το νόμο άδεια ίδρυσης της ΑΕ όσο και η χορήγηση άδειας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το ίδιο ισχύει και για την ΑΕΕΔ (αρ. 36 παρ. 6 του Ν. 3606/2007).

¹⁰⁷ Σύμφωνα με το άρθρο 45 παρ. 6 για τις οργανωμένες αγορές και των άρθρων 31, 32 για τις ΕΠΕΥ ως ευρωπαϊκό διαβατήριο εκλαμβάνεται η άδεια λειτουργίας οργανωμένης αγοράς και ΕΠΕΥ την οποία παρέχει εποπτική αρχή κράτους- μέλους, με την οποία παρέχεται στην οργανωμένη αγορά ή στην ΕΠΕΥ η δυνατότητα χωρίς άλλη αδειοδότηση ή άλλη προϋπόθεση να δημιουργεί κατάλληλα συστήματα τα οποία θα διευκολύνουν την πρόσβαση και τη διενέργεια συναλλαγών σε αυτήν. Πάντως, τόσο η οργανωμένη αγορά όσο και η ΕΠΕΥ εποπτεύονται σε κάθε περίπτωση από την εποπτική αρχή του κράτους καταγωγής τους. Μόνη προϋπόθεση για τη χρήση του Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου είναι η ενημέρωση της εποπτικής αρχής του κράτους καταγωγής, βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 11.

¹⁰⁸ Στην Ελλάδα υιοθετήθηκε ήδη από το 1996 το πρότυπο της τραπεζικής πολλαπλών συναλλαγών (universal banking model). Στο πλαίσιο αυτό τα Πιστωτικά Ιδρύματα που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα πέραν των αμιγώς τραπεζικών μπορούν να παρέχουν και τις επενδυτικές υπηρεσίες που απαριθμούνται στο άρθρο 4 του νόμου 3606/2007, χωρίς να απαιτείται η ίδρυση θυγατρικής επιχείρησης επενδύσεων υπό την προϋπόθεση ότι έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σύμφωνα με το Ν. 4261/2014 (κατήργησε το Ν. 3601/2007 ενσωματώνοντας την Οδηγία 2013/36/ΕΕ) και παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες δεν χρειάζονται ειδική άδεια βάσει του Ν. 3606/2007 για να ασκούν τις δραστηριότητες αυτές. Παρά το δεν αναφέρονται ρητά στο θέμα ακόμα- το άρθρο 5 παρ. 10 περ. Δ' Ν.3601/2007 αναφέρει μόνο ότι εάν το πιστωτικό ίδρυμα προτίθεται να παρέχει και

στις Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης (ΑΕΕΔ), οι οποίες επιτρέπεται να παρέχουν αποκλειστικά τις επενδυτικές υπηρεσίες της λήψης και διαβίβασης εντολών επί κινητών αξιών και μεριδίων που εκδίδονται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων και της παροχής επενδυτικών συμβουλών που αφορούν κινητές αξίες και μερίδια που εκδίδονται από οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων¹⁰⁹, λαμβανομένων υπόψη των σχετικών διακρίσεων που προβλέπει η νομοθεσία στα άρθρα 36επ. του Ν. 3606/2007 και της άδειας λειτουργίας τους (άρθρα 36-40 του Ν. 3606/2007). Επίσης, επιτρέπεται και στις Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίου Κεφαλαίου (ΑΕΔΑΚ) σύμφωνα με όσα ορίζονται σχετικά στην παρ. 2 του άρθρου 4 του νόμου 3283/2004 και στα άρθρα 10, 12 και 25 Ν. 3606/2007, αποκλειστικός σκοπός των οποίων είναι η διαχείριση αμοιβαίων κεφαλαίων και κατά παρέκκλιση, αν προβλέπεται στην άδεια¹¹⁰ λειτουργίας τους, η παροχή ατομικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου, επενδυτικών συμβουλών και της παρεπόμενης υπηρεσίας φύλαξης και διαχείρισης μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων.

Το αποκλειστικό προνόμιο των ΑΕΠΕΥ και των Πιστωτικών Ιδρυμάτων να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στη χώρα μας με αποκλεισμό κάθε άλλου προσώπου τονίζεται και στο άρθρο 8 παρ. 2 του Ν. 3606/2007, όπου προβλέπεται επιβολή κυρώσεων σε όποιο άλλο πρόσωπο παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκεί επενδυτικές δραστηριότητες παραβιάζοντας τις σχετικές νομοθετικές ρυθμίσεις¹¹¹. Συμπερασματικά, λοιπόν, ο πάροχος επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων που εδρεύει στην Ελλάδα και αδειοδοτείται από την ελληνική εποπτική αρχή είναι είτε ανώνυμη εταιρεία που στην επωνυμία της θα προσδιορίζεται ως «Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών» και στο διακριτικό της τίτλο ως «ΑΕΠΕΥ»¹¹² είτε Πιστωτικό Ίδρυμα. Κατ' εξαίρεση και μόνο για τις ανάγκες διεκπεραίωσης των δικών της επενδυτικών αναγκών που τις επιβάλλει η νομοθεσία που την διέπει ασκεί επενδυτικές δραστηριότητες η «ΑΕΔΑΚ»¹¹³ και η «ΑΕΕΔ»¹¹⁴.

επενδυτικές υπηρεσίες, πρέπει να καλύπτει και τις προβλεπόμενες από την ισχύουσα νομοθεσία για το σκοπό αυτό υποχρεώσεις- οδηγείται κανείς στο συμπέρασμα ότι στην άδεια λειτουργίας του πιστωτικού ιδρύματος που χορηγεί η Τράπεζα της Ελλάδος, θα πρέπει να αναφέρονται και οι επενδυτικές υπηρεσίες που επιτρέπεται να παρέχει και οι οποίες εξυπακούεται ότι θα ήταν περιεχόμενο της αίτησης για τη χορήγηση της άδειας λειτουργίας του. Στα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν και επενδυτικές υπηρεσίες εφαρμόζονται συγκεκριμένες διατάξεις του Ν. 3606/2007, οι οποίες αναφέρονται στο άρθρο 3 παρ. 2 του ίδιου νόμου. Βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ. 299, ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 24.

¹⁰⁹ Επίσης, κατά το άρθρο 36 παρ. 3 οι εντολές που λαμβάνει κατά την παροχή της λήψης και διαβίβασης εντολών επιτρέπεται να διαβιβάζονται μόνο σε ΕΠΕΥ και Πιστωτικά Ιδρύματα που έχουν την έδρα τους σε κράτος- μέλος ή σε υποκαταστήματα των παραπάνω που η έδρα τους βρίσκεται σε τρίτη χώρα, αλλά λειτουργούν σε κράτος – μέλος και σε ΟΣΕΚΑ που έχουν άδεια λειτουργίας από κράτος- μέλος. Το άρθρο 36 παρ. 2 απαγορεύει στις ΑΕΕΔ να κατέχουν κεφάλαια και άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα πελατών τους. Ο νομοθέτης, συνεπώς, θέλει να διαχωρίσει τις ΑΕΕΔ από τις ΕΠΕΥ.

¹¹⁰ Χρειάζεται ειδική άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Η ειδική αυτή άδεια απαγορεύεται να χορηγηθεί εφόσον δεν έχει χορηγηθεί στην ΑΕΔΑΚ άδεια για τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου που είναι και το κύριο έργο της (άρθρα 4- 47 Ν.3283/2004).

¹¹¹ Βλ. ΔεφΑΘ 1151/2010, ΧρηΔικ 1/2010, 88.

¹¹² Διέπεται από τις διατάξεις των άρθρων 9επ. Ν. 3606/2007, εύκολα κανείς αντιλαμβάνεται ότι πρόκειται για την ΑΧΕ ή την ΕΠΕΥ του άρθρου 27 παρ. 2 του ν. 2396/1996 του προηγούμενου νομοθετικού καθεστώτος. Το μετοχικό κεφάλαιο της ΑΕΠΕΥ πρέπει να καταβάλλεται ολοσχερώς σε μετρητά (10 παρ. 5) και να ανέρχεται τουλάχιστον στο ποσό του 1 εκατ. Ευρώ (αρ.10 παρ.1 Ν. 3606/2007). Υπάρχουν, όμως, διάφορες κλιμακώσεις ποσού οι οποίες είναι καθοριστικές για τις επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες που μπορεί να παρέχει μια ΑΕΠΕΥ και έτσι «δημιουργούνται» τρεις ειδικότερες κατηγορίες ΑΕΠΕΥ (αρ. 10 παρ. 1 και 2 Ν. 3606/2007).

¹¹³ Βλ. Ν. 4099/2012, ο οποίος αντικατέστησε τις διατάξεις 1-47 του νόμου 3283/2004 σε συνδυασμό με το άρθρο 3 παρ.3 του Ν. 3606/2007.

¹¹⁴ Βλ. άρθρα 36-40 Ν. 3606/2007.

Βασική εκ του νόμου προϋπόθεση για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από ΑΕΠΕΥ είναι η συμμετοχή της σε εγκεκριμένο σύστημα αποζημίωσης¹¹⁵ των επενδυτών, το οποίο πρέπει να γνωστοποιήσει στους επενδυτές (άρθρο 21 Ν.3606/2007). Κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της κάθε ΑΕΠΕΥ, οφείλει να συμμορφώνεται με τις συγκεκριμένες οργανωτικές απαιτήσεις που ορίζονται στο άρθρο 12 Ν.3606/2007 και εξειδικεύονται στην υπ' αριθμ. 2/452/1.11.2007 Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Σε γενικές γραμμές, αποβλέπουν στη διαμόρφωση και διατήρηση συγκεκριμένων διαχειριστικών σχεδίων και διαδικασιών, η εφαρμογή των οποίων θα εξασφαλίζει την προστασία των συμφερόντων των πελατών τους και την εφαρμογή των διατάξεων του νόμου, στη δημιουργία και χρησιμοποίηση των πλέον κατάλληλων συστημάτων μέσω των οποίων θα είναι εφικτή η συνεχής και κανονική εκτέλεση των επενδυτικών της δραστηριοτήτων, στη διατήρηση υγιών διοικητικών και λογιστικών διαδικασιών και στη δημιουργία μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου¹¹⁶.

γ. Η σύμβαση «χρηματιστηριακής παραγγελίας»

Μεταξύ του επενδυτή και του παρόχου επενδυτικών υπηρεσιών συνάπτεται σύμβαση, περιεχόμενο της οποίας είναι η παροχή της απαιτούμενης επενδυτικής υπηρεσίας. Η σύμβαση αυτή είναι σύμβαση παραγγελίας για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ή όπως επικράτησε να αποκαλείται «χρηματιστηριακή παραγγελία»¹¹⁷ και συνιστά ειδική μορφή της παραγγελίας του άρθρου 90επ.ΕΝ.¹¹⁸ Η σύμβαση αυτή είναι προαπαιτούμενο για την παροχή της κύριας επενδυτικής υπηρεσίας της εκτέλεσης εντολών για την κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών. Είναι αμφοτεροβαρής σύμβαση και είναι αντικειμενικά και πρωτότυπα εμπορική πράξη. Πρόκειται για σύμβαση που δεν υπάγεται στο σύνολο της στο ρυθμιστικό καθεστώς της κεφαλαιαγοράς, αφού έχουμε μια σύμβαση που συνάπτεται μεταξύ του Μέλους και του επενδυτή, ο οποίος προσφεύγει στις υπηρεσίες του και μία άλλη σύμβαση εκτελεστική αυτής που καταρτίζεται στην οργανωμένη αγορά ή στην ΕΝ.Α. από παραγγελιοδόχο- Μέλος της συγκεκριμένης αγοράς με ένα άλλο Μέλος της ίδιας αγοράς. Έχουμε, λοιπόν, δύο συμβάσεις κάθε μία από τις οποίες διέπεται από διαφορετικό νομοθετικό καθεστώς. Τα στοιχεία που συγκροτούν τη σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας είναι ότι ο ένας από τους συμβαλλομένους αναλαμβάνει απέναντι στον αντισυμβαλλόμενο του έναντι αμοιβής την υποχρέωση να συμβληθεί με τρίτο πρόσωπο, στο όνομα του, αλλά για λογαριασμό του αντισυμβαλλομένου.

¹¹⁵ Είναι το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο, το οποίο αναδιαρθρώθηκε με το νόμο 2533/1997 (είχε ήδη συσταθεί με το ΝΔ 3078/1954) που ενσωμάτωσε την Οδηγία 97/9/ΕΚ. Αποτελεί πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου με έδρα την Αθήνα και τελεί υπό την εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Σκοπός του είναι η καταβολή αποζημίωσης σε εντολές και αντισυμβαλλόμενα μέλη σε περίπτωση που υπάρχει διαπιστωμένη οριστική και μη αναστρέψιμη αδυναμία μιας ΑΕΠΕΥ να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Το Συνεγγυητικό κεφάλαιο δεν ευθύνεται για τυχόν άλλες αξιώσεις κατά της ΕΠΕΥ, όπως οι απαιτήσεις αποζημίωσης από αδικοπραξία (ΑΚ 914) ή από αδικαιολόγητο πλουτισμό (ΑΚ 904) ή από σύμβαση ανώμαλης παρακαταθήκης (ΑΚ 830). Για τα Πιστωτικά Ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες αντίστοιχο σύστημα αποζημίωσης επενδυτών είναι το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ) που ιδρύθηκε με το νόμο 3746/2009 ενσωματώνοντας τις Οδηγίες 2005/14/ΕΚ και 2005/68/ΕΚ. Το ταμείο αυτό είναι νπιδ με έδρα την Αθήνα και εποπτεύεται από τον Υπουργό Οικονομίας και Οικονομικών

¹¹⁶ Βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 22.

¹¹⁷ Βλ. ΑΠ 676/2010, ΧρηΔικ 3/2010, 365επ, ΕφΑΘ465/2011, ΔΕΕ 6/2011, 699επ.

¹¹⁸ Ενώ με το άρθρο 85 περ. α και δ Ν.3606/2007 καταργήθηκαν τα άρθρα 15 Ν.3632/1928 και 20 Ν.1806/1988, τα οποία κάνουν λόγο για «χρηματιστηριακές συναλλαγές», παρέμεινε ο χαρακτηρισμός «χρηματιστηριακή παραγγελία» που έχει την έννοια της σύμβασης για παροχή οποιασδήποτε επενδυτικής υπηρεσίας.

Δημιουργείται, δηλαδή, μια τριμερής σχέση¹¹⁹ μεταξύ παραγγελέα, παραγγελιοδόχου και ενός τρίτου προσώπου. Όπου παραγγελιοδόχος είναι πάντοτε ΕΠΕΥ- Μέλος της χρηματοπιστωτικής αγοράς στην οποία θα γίνει η συναλλαγή, παραγγελέας είναι ο επενδυτής και ο τρίτος με τον οποίο θα συναφθεί η εκτελεστική δικαιοπραξία είναι άλλη ΕΠΕΥ- Μέλος της ίδιας αγοράς. Η δεύτερη σύμβαση που είναι εκτελεστική της πρώτης και συνιστά περιεχόμενο της, διέπεται από τις ειδικές διατάξεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και των κανόνων λειτουργίας της χρηματοπιστωτικής αγοράς στην οποία συνάπτεται, ενώ η πρώτη είναι στην ουσία αρρυθμιστή σύμβαση¹²⁰. Χωρίς, βέβαια αυτό να σημαίνει ότι δεν διέπεται από κανόνες δικαίου, αφού εφαρμόζονται οι διατάξεις για τη μίσθωση έργου και συμπληρωματικά οι διατάξεις περί εντολής¹²¹ και εφόσον, οι αγορασθέντες ή προς πώληση τίτλοι βρίσκονται στα χέρια του πιστωτικού ιδρύματος, εφαρμόζονται και οι διατάξεις για τη σύμβαση παρακαταθήκης.

Ο επενδυτής που έχει συνάψει σύμβαση παραγγελίας με μια ΕΠΕΥ κάθε φορά που επιθυμεί να του παρασχεθεί μια επενδυτική υπηρεσία, απευθύνεται σε αυτήν και δίνει τη σχετική εντολή. Ειδικά για την επενδυτική υπηρεσία της εκτέλεσης εντολών αγοράς ή πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων ο επενδυτής- πελάτης παραγγέλλει την αγορά ή πώληση τους ΕΠΕΥ. Εκείνη ως Μέλος οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ λειτουργώντας ως παραγγελιοδόχος καταρτίζει τη σύμβαση αγοράς ή πώλησης συμβαλλόμενη με άλλο Μέλος της ίδιας αγοράς που έχει λάβει αντίθετη εντολή από πελάτη του. Κατά την κατάρτιση, λοιπόν, της εκτελεστικής σύμβασης ο παραγγελιοδόχος- Μέλος λειτουργεί ως έμμεσος αντιπρόσωπος του παραγγελέα- επενδυτή. Ενώ, όμως, τα αποτελέσματα της σύμβασης αυτής θα έπρεπε να επέρχονται στα αντισυμβαλλόμενα Μέλη των χρηματοπιστωτικών αγορών, τα αποτελέσματα της αγοραπωλησίας χρηματοπιστωτικών μέσων επί τη βάση χρηματιστηριακής παραγγελίας επέρχονται άμεσα στο πρόσωπο του παραγγελέα, πράγμα που οδηγεί στην θεώρηση ότι το Μέλος- παραγγελιοδόχος λειτουργεί ως άμεσος αντιπρόσωπος του παραγγελέα, κατ' απόκλιση της αρχής του εμφανούς της άμεσης αντιπροσωπείας¹²².

Η σύμβαση της «χρηματιστηριακής παραγγελίας» ακολουθεί τη γενική αρχή της άτυπης κατάρτισης των συμβάσεων. Όμως η ιδιαιτερότητα του περιεχομένου της, η εκτέλεση της στον ευαίσθητο χώρο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και η ανάγκη της εφαρμογής κατά την εκτέλεση των διατάξεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, απαιτεί λεπτομερή ρύθμιση¹²³ (άρθρο 25 Ν. 3606/2007). Μάλιστα οι κανόνες συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ αναφέρονται ρητά¹²⁴ σε σύναψη έγγραφης σύμβασης μεταξύ ΕΠΕΥ και πελάτη που προσφεύγει σε αυτή για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Στη σύμβαση αυτή πρέπει να καθορίζονται τα ουσιώδη δικαιώματα και οι υποχρεώσεις της ΕΠΕΥ και του πελάτη. Η μη τήρηση, ωστόσο, του έγγραφου τύπου δεν συνεπάγεται την ακυρότητα της σύμβασης της χρηματιστηριακής παραγγελίας¹²⁵. Η εκτελεστική σύμβαση καταρτίζεται σύμφωνα με τις οδηγίες του παραγγελέα, λαμβανομένων υπόψη και των όσων υποδεικνύουν στην ΕΠΕΥ- Μέλος οι κανόνες συμπεριφοράς, η καλή πίστη και οι συνήθειες του

¹¹⁹ ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 59.

¹²⁰ Αφού το άρθρο 90 ΕΝ δεν ρυθμίζει αυτή καθ' εαυτή τη σύμβαση αλλά προσδιορίζει την έννοια του παραγγελιοδόχου, βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 60.

¹²¹ Βλ. Α. ΓΕΩΡΓΑΚΟΠΟΥΛΟ (1984), σελ. 51 επ., Δ. ΑΥΓΗΤΙΔΗ, «Η εμπορική ιδιότητα του παραγγελέα χρηματιστηριακής συναλλαγής», ΕΕμπΔ ΜΘ', σελ. 247, ΠΠΑ 9123/00, ΔΕΕ 2001, 884.

¹²² Βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 62, 63 και αναλυτικά Δ. ΑΥΓΗΤΙΔΗ, ΕΕμπΔ ΜΘ', σελ. 253 επ.

¹²³ ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 60, 61.

¹²⁴ Βλ. άρθρο 16 Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007.

¹²⁵ ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 61.

χρηματοπιστωτικού χώρου. Σ' ό, τι αφορά την ευθύνη του Μέλους της οργανωμένης αγοράς ή του ΠΜΔ που συνήψε αγορά ή πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων, σε εκτέλεση της σύμβασης παραγγελίας του πελάτη του ο Ν.3606/2007 προβλέπει στο άρθρο 48Α ειδική ευθύνη. Έτσι, το Μέλος ευθύνεται τόσο έναντι του πελάτη του για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του αντισυμβαλλόμενου μέλους όσο και έναντι του αντισυμβαλλόμενου Μέλους για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του πελάτη του¹²⁶.

δ. Οι επενδυτικές υπηρεσίες¹²⁷ και τα επενδυτικά προϊόντα

Στο άρθρο 4 του Ν. 3606/2007¹²⁸ απαριθμούνται οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες, οι οποίες διακρίνονται σε κύριες και παρεπόμενες. Οι επενδυτικές υπηρεσίες έχουν ως αντικείμενο την παροχή της δυνατότητας στο επενδυτικό κοινό να τοποθετεί τα κεφάλαια του όχι σε χρήματα, αλλά σε επενδυτικούς τίτλους, χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως οι μετοχές και οι ομολογίες. Οι τοποθετήσεις αυτές παρουσιάζουν ευκαιρίες μεγάλων αποδόσεων, χωρίς όμως να υπάρχει εγγύηση ούτε ως προς τα επενδύόμενα κεφάλαια ούτε ως προς τις αποδόσεις, όπως συμβαίνει με τις καταθέσεις¹²⁹. Σημαντικό είναι ότι τα αντλούμενα κεφάλαια από τις τοποθετήσεις σε επενδυτικά αξιόγραφα αποτελούν τη σύγχρονη μορφή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων (securitization). Τις επενδυτικές υπηρεσίες, που είναι κατά βάση διαμεσολαβητικές, επιτρέπεται να παρέχουν κατ' επάγγελμα μόνο οι κατηγορίες ανωνύμων εταιριών που ορίζονται ειδικά στο νόμο σύμφωνα με τις διακρίσεις που αναφέρθηκαν ανωτέρω.

Κύριες επενδυτικές υπηρεσίες είναι: α) η λήψη και διαβίβαση εντολών για λογαριασμό πελατών προς κατάρτιση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα β) η εκτέλεση εντολών για λογαριασμό πελατών, η οποία συνίσταται στην κατάρτιση συμβάσεων αγοράς ή πώλησης ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων γ) η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό, η οποία συνίσταται στη διαπραγμάτευση από ΕΠΕΥ με κεφάλαια της ενός ή περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων προς κατάρτιση συναλλαγών επ' αυτών¹³⁰ δ) η διαχείριση κατά τη

¹²⁶ Αντίθετη συμφωνία είναι άκυρη. Ακυρότητα ή ελάττωμα της σύμβασης παραγγελίας μεταξύ Μέλους και επενδυτή δεν θίγει τη κύρος των συμβάσεων που συνάπτονται στην οργανωμένη αγορά ή στο ΠΜΔ (σε εκτέλεση αυτής), ούτε και επηρεάζει την εκπλήρωση των υποχρεώσεων των αντισυμβαλλόμενων μερών.

¹²⁷ Κύριες πηγές των κανόνων δικαίου που εφαρμόζονται κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών συναντώνται : α) στο νόμο 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις» με τον οποίο ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο η Οδηγία 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και καταργήθηκαν πολλές διάσπαρτες και αποσπασματικές διατάξεις του μέχρι τότε ισχύοντος ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς. β) σε αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς οι οποίες εκδόθηκαν κατ' εξουσιοδότηση του εν λόγω νόμου και κατ' ενσωμάτωση της εκτελεστικής Οδηγίας 2006/73/EK της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με την Οδηγία 2004/39 και ιδίως στην Απόφαση 1/452/1.11.2007 «Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ», γ) στην ΠΔ/ΤΕ 2597/31.10.2007 με την οποία μεταξύ άλλων συμπληρώθηκε η ΠΔ/ΤΕ 2577/9.3.2006 με το Παράρτημα 6 «Θέματα σύγκρουσης συμφερόντων και κανόνες «προσωπικών συναλλαγών» στο πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών για τους σκοπούς εφαρμογής των άρθρων 12 και 13 του ν. 3606/2007» επίσης κατ' ενσωμάτωση της Οδηγίας 2006/73/EK της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και δ) σε διατάξεις του ΑΚ ανάλογα με τη νομική φύση της κάθε επιμέρους επενδυτικής υπηρεσίας και για την περίπτωση που ανακύπτουν ζητήματα τα οποία δεν αποτελούν αντικείμενο ρύθμισης των ως άνω διατάξεων.

¹²⁸ Με το νέο νομοθετικό καθεστώς μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/EK οι επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες διευρύνονται (σύμφωνα με το άρθρο 85 του Ν. 3606/2007 καταργούνται τα άρθρα 1-31 του νόμου 2396/1996).

¹²⁹ Βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ. 299επ.

¹³⁰ Στόχος των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σε αυτή την περίπτωση είναι η επίτευξη κέρδους μέσω της διαφοράς των τιμών αγοράς και πώλησης των χρηματοπιστωτικών μέσων ή ακόμα η επίτευξη παροχής ρευστότητας στην αγορά Βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ. 330.

διακριτική ευχέρεια της ΕΠΕΥ χαρτοφυλακίων¹³¹ πελατών στο πλαίσιο εντολής τους, τα οποία περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα¹³² ε) η παροχή προσωπικών επενδυτικών συμβουλών σε πελάτη είτε μετά από αίτηση του είτε με πρωτοβουλία της ΕΠΕΥ σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές του σε χρηματοπιστωτικά μέσα¹³³ στ) η αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων¹³⁴ ή η τοποθέτηση τους με δέσμευση ανάληψης ζ) η τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης η) η λειτουργία πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)¹³⁵.

¹³¹ Η διαχείριση χαρτοφυλακίου αποτελεί σύνθετη επενδυτική υπηρεσία η οποία καλύπτει τόσο το στάδιο διαμόρφωσης όσο και το στάδιο εκτέλεσης στην αγορά μιας επενδυτικής απόφασης. Η επιχείρηση επενδύσεων λειτουργεί ως άμεσος αντιπρόσωπος του πελάτη της λαμβάνοντας από αυτόν την πληρεξουσιότητα για την πραγματοποίηση πράξεων διάθεσης στο όνομα και για λογαριασμό του. Αν πάντως η διαχειρίστρια χαρτοφυλακίου έχει και την ιδιότητα του μέλους οργανωμένης αγοράς τότε κατά κανόνα θα καταρτίζει συναλλαγές στο όνομα της ενεργώντας ως παραγγελιοδόχος του πελάτη της, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 111επ.

¹³² Αντικείμενο χαρτοφυλακίου μπορεί να είναι τίτλοι και χρηματοπιστωτικά μέσα εν γένει, εξαιρούνται τα μέσα πληρωμής, βλ. ΑΠ 993/2010, ΕΕμπΔ2011, 153.

¹³³ Στο προηγούμενο νομικό καθεστώς 2396/1996 η επενδυτική συμβουλή αποτελούσε παρεπόμενη υπηρεσία. Πρόκειται, συνεπώς για παροχή εξατομικευμένης σύστασης προς έναν υφιστάμενο ή δυνητικό επενδυτή, η δε σύσταση αυτή θα πρέπει να παρουσιάζεται ως κατάλληλη για το πρόσωπο αυτό ή να λαμβάνει υπόψη της την κατάσταση του προσώπου αυτού και να αφορά την αγορά, πώληση, εγγραφή, ανταλλαγή, εξαγορά, διακράτηση ή αναδοχή ορισμένου χρηματοπιστωτικού μέσου ή την άσκηση ή μη άσκηση οποιουδήποτε δικαιώματος παρέχει ορισμένο χρηματοπιστωτικό μέσο για την αγορά, πώληση, εγγραφή, ανταλλαγή ή εξαγορά χρηματοπιστωτικού μέσου. Είναι σύμβαση υπηρεσίας ή/και έργου και είναι σχέση άκρας εμπιστοσύνης. Η υπηρεσία παροχής επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίων μοιάζουν, γιατί και οι δυο αποσκοπούν στην παροχή βοήθειας στον πελάτη σε ό,τι αφορά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου με επαγγελματικό τρόπο και σύμφωνα με το επενδυτικό προφίλ και την οικονομική κατάσταση του επενδυτή- αφού έχει προηγηθεί έλεγχος καταλληλότητας. Ωστόσο, η κύρια διαφορά τους αντιμετωπίζεται στο ότι, ενώ στην περίπτωση της επενδυτικής συμβουλής η τελική επενδυτική απόφαση ανήκει στον επενδυτή, στη διαχείριση χαρτοφυλακίου ο διαχειριστής είναι εκείνος που λαμβάνει και εκτελεί τις επενδυτικές αποφάσεις στο πλαίσιο της εντολής του πελάτη του. Περαιτέρω η επενδυτική συμβουλή αφορά συνήθως τη λήψη συγκεκριμένων επιμέρους επενδυτικών αποφάσεων, ενώ η διαχείριση χαρτοφυλακίου έχει πιο γενικό χαρακτήρα, καθώς αφορά συνολικά το χαρτοφυλάκιο του επενδυτή, βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ.334, 335.

¹³⁴ Η επενδυτική αυτή υπηρεσία επιτρέπεται σε ΑΕΠΕΥ που έχει ιδιαίτερα υψηλό μετοχικό κεφάλαιο. Επίσης, επιτρέπεται χωρίς καμία άλλη προϋπόθεση και στα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια να λειτουργούν ως ΕΠΕΥ λόγω της υψηλής τους κεφαλαιακής συγκρότησης. Η σύμβαση της αναδοχής συνάπτεται έναντι αμοιβής του εκδότη των κινητών αξιών με ΕΠΕΥ ή πιστωτικό ίδρυμα που θα διαμεσολαβήσει στη διάθεση τους στο κοινό με δημόσια προσφορά ή στην εισαγωγή τους σε χρηματοπιστωτική αγορά προς διαπραγμάτευση χωρίς δημόσια προσφορά. Παροχή επενδυτικής υπηρεσίας και κατ' επέκταση νομικός δεσμός ανάμεσα στον ανάδοχο των χρηματοπιστωτικών μέσων επιχείρηση και στο μεμονωμένο επενδυτή υφίσταται μόνο κατά την υποβολή από τον τελευταίο δήλωσης εγγραφής ή ανάληψης των υπό έκδοση τίτλων, οπότε μπορεί να γίνει λόγος είτε για την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας που συνίσταται στη λήψη και διαβίβαση εντολών είτε για εκείνη της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό. Η επιλογή της ΕΠΕΥ ή του πιστωτικού ιδρύματος γίνεται από τον εκδότη των κινητών αξιών. Περιεχόμενο της σύμβασης αναδοχής είναι η ανάθεση στο νομικό πρόσωπο που επιλέχθηκε του συνολικού έργου της εποπτείας, διεκπεραίωσης και ολοκλήρωσης της διαδικασίας της δημόσιας προσφοράς ή εισαγωγής προς διαπραγμάτευση, κατά τις διατάξεις της Νομοθεσίας και του Κανονισμού της Χρηματοπιστωτικής αγοράς στην οποία πρόκειται να εισαχθούν. Ιδιαίτερα σημαντική είναι η υποχρεωτική σύμπραξη του αναδόχου στην κατάρτιση του ενημερωτικού δελτίου με στόχο τη διασφάλιση της πληρότητας και της ακρίβειας των πληροφοριών που παρέχονται σε αυτό. Η σύμπραξη αυτή συνεπάγεται την εις ολόκληρον με την εκδότηρα επιχείρηση ευθύνη του αναδόχου για ανακρίβειες του ενημερωτικού δελτίου (αρ. 25 παρ. 1 και 6 του ν. 3401/2005) και φέρει το βάρος απόδειξης της ελλείψεως πταίσματος, βλ. και ΠΠΑ 10379/97, ΕΕμπΔ 1998, 296. Βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 74επ., σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ.338επ.

¹³⁵ Σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39 για την εκμετάλλευση και τη λειτουργία ΠΜΔ, όπως για όλες τις επενδυτικές υπηρεσίες χρειάζεται η επιχείρηση επενδύσεων να λάβει άδεια λειτουργίας από την αρμόδια εποπτική αρχή του κράτους καταγωγής. Περαιτέρω, όμως, παρέχεται η δυνατότητα και στο φορέα της

Από τις παραπάνω υπηρεσίες και δραστηριότητες μόνο οι κύριες υπηρεσίες της εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό πελατών και της διαπραγμάτευσης για ίδιο λογαριασμό της ΕΠΕΥ, είναι εκείνες που διεξάγονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές.

Οι *παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες* είναι: α) η φύλαξη και διοικητική διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών (παροχή υπηρεσιών θεματοφύλακα, η διαχείριση χρηματικών διαθεσίμων, η διαχείριση παρεχόμενων ασφαλειών) β) η παροχή από ΕΠΕΥ πίστωσης ή δανείου σε επενδυτή, προκειμένου ο τελευταίος να διενεργήσει συναλλαγή σε χρηματοπιστωτικά μέσα στην οποία μεσολαβεί η πιστοδότρια ή δανείστρια ΕΠΕΥ γ) η παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις αναφορικά με θέματα που είναι σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου τους και τη στρατηγική τους, αλλά και παροχή συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με εξαγορές και συγχωνεύσεις επιχειρήσεων δ) η παροχή υπηρεσιών ξένου συναλλάγματος, εφόσον συνδέεται με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ε) η έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση¹³⁶ ή άλλες μορφές γενικών συστάσεων που να σχετίζονται με συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα στ) η παροχή υπηρεσιών που σχετίζονται με την αναδοχή ζ) η παροχή επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σχετικά με τα υποκείμενα μέσα των παραγώγων (αρ. 5 περ. ε' έως και ι'). Προϋπόθεση για την παροχή παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών από τις ΑΕΠΕΥ είναι να έχουν αδειοδοτηθεί για την παροχή μίας τουλάχιστον κύριας επενδυτικής υπηρεσίας¹³⁷.

Οι επενδυτικές δραστηριότητες¹³⁸ έχουν ως αντικείμενο ειδικά αγαθά, τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Ως *χρηματοπιστωτικά μέσα* νοούνται σύμφωνα με το άρθρο 5 του Ν.3606/2007: α) οι κινητές αξίες β) τα μέσα της χρηματαγοράς γ) τα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και δ) μία σειρά παράγωγων προϊόντων. Τα αγαθά αυτά είναι γνωστά ως επενδυσιακά ή επενδυτικά προϊόντα, επειδή ακριβώς είναι αντικείμενα επενδύσεων. Ως *κινητές αξίες* ορίζονται «οι κατηγορίες κινητών αξιών που είναι δεκτικές διαπραγμάτευσης στην κεφαλαιαγορά εξαιρουμένων των μέσων πληρωμής» (αρ. 2 περ 13 του Ν.3606/2007), όπως ενδεικτικά παρατίθενται «οι μετοχές και άλλοι τίτλοι ισοδύναμοι με μετοχές εταιριών, προσωπικών εταιριών και άλλων οντοτήτων, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης¹³⁹ αυτών, ομόλογα και μετοχοποιήσιμους τίτλους¹⁴⁰ ή άλλες μορφές

ρυθμιζόμενης αγοράς το δικαίωμα να εκμεταλλεύεται ΠΜΔ χωρίς ειδική άδεια, δηλαδή με μόνη προϋπόθεση την προηγούμενη κατοχή της γενικής άδειας προς λειτουργία ρυθμιζόμενης αγοράς και αυτό γιατί η εκμετάλλευση ΠΜΔ θεωρείται το έλασσον σε σχέση με την εκμετάλλευση ρυθμιζόμενης αγοράς, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 85επ.

¹³⁶ Η έννοια της «ανάλυσης» εξειδικεύεται στην παρ. 1 του άρθρου 2 της Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς υπ' αριθμ. 4/347/12.7.2005 ως «η σύσταση ή πρόταση επενδυτικής στρατηγικής ή άλλη μελέτη ή πληροφορία με την οποία συστήνεται ή υποδεικνύεται άμεσα ή έμμεσα μια επενδυτική στρατηγική σχετικά με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ή με εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων περιλαμβανομένης κάθε γνώμης σχετικά με την παρούσα ή μελλοντική αξία ή τιμή αυτών των μέσων η οποία προορίζεται για δημοσιοποίηση είτε μέσω των διαύλων επικοινωνίας είτε απευθείας προς το κοινό».

¹³⁷ Η διάταξη αυτή αρ. 9 παρ 1 του Ν. 3606/2007 δεν εφαρμόζεται στα Πιστωτικά Ιδρύματα, αφού η δυνατότητα παροχής ορισμένων επενδυτικών υπηρεσιών προβλέπεται ήδη στην παρ. 1 του άρθρου 11 ν. 3601/2007 στην οποία δεν γίνεται τέτοια διάκριση, βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ. 301.

¹³⁸ Με την οδηγία 2004/39/ΕΚ διαφοροποιείται ο όρος υπηρεσία που παρέχεται σε τρίτα πρόσωπα από τον όρο δραστηριότητα που αφορά είτε πράξεις της ΕΠΕΥ για ίδιο λογαριασμό είτε δραστηριότητες όπως η λειτουργία πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης, διαχειριστής του οποίου είναι η ΕΠΕΥ.

¹³⁹ Είναι τίτλοι παραστατικοί κινητών αξιών αλλοδαπών εκδοτών οι οποίοι παρέχουν στον κάτοχο τους τα δικαιώματα που προβλέπει η σύμβαση που καταρτίζεται μεταξύ του εκδότη των παρισταμένων κινητών αξιών και του εκδότη των πιστοποιητικών κατάθεσης σύμφωνα με τα οριζόμενα στον Κανονισμό του Συστήματος Άυλων Τίτλων (ΣΑΤ). Τα πιστοποιητικά κατάθεσης εκδίδονται από τον διαχειριστή του ΣΑΤ, από τον

τιτλοποιημένου χρέους, καθώς και πιστοποιητικά κατάθεσης αυτών, καθώς και κάθε άλλη κινητή αξία που παρέχει δικαίωμα αγοράς ή πώλησης παρόμοιων μεταβιβάσιμων κινητών αξιών». Οι μετοχές είναι «επενδυσιακά αξιόγραφα»¹⁴¹. Τα μέσα χρηματαγοράς είναι «κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στη χρηματαγορά, όπως τα έντοκα γραμμάτια, τα αποδεικτικά κατάθεσης και τα εμπορικά γραμμάτια»¹⁴².

Επίσης, αντικείμενο παροχής των επενδυτικών υπηρεσιών του Ν. 3606/2007 αποτελούν και τα μερίδια των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) των άρθρων 1-106 του Ν. 4099/2012¹⁴³. Οι ΟΣΕΚΑ έχουν τα εξής τρία βασικά γνωρίσματα: α) έχουν αποκλειστικό σκοπό να επενδύουν συλλογικά κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το κοινό σε κινητές αξίες ή /και σε άλλα οριζόμενα στο νόμο ρευστά χρηματοοικονομικά στοιχεία, τα μερίδια τους μετά από αίτηση των δικαιούχων, β) εξαγοράζονται ή εξοφλούνται, άμεσα ή έμμεσα, με στοιχεία του ενεργητικού των οργανισμών αυτών και γ) η λειτουργία τους βασίζεται στην αρχή της κατανομής των κινδύνων. Οι ΟΣΕΚΑ που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του Ν.4099/2012 μπορούν να λαμβάνουν τη συμβατική μορφή του αμοιβαίου κεφαλαίου ή τη μορφή καταπιστεύματος (unit trust) ή καταστατική μορφή (εταιρία επενδύσεων). Το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι «ομάδα περιουσίας, που αποτελείται από κινητές αξίες, μέσα χρηματαγοράς και μετρητά και της οποίας τα επιμέρους μερίδια ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερους του ενός μεριδιούχους», οι οποίοι αποκτούν επί της κοινής περιουσίας εμπράγματο μερίδιο (κοινωνία)¹⁴⁴. Δε διαθέτει νομική προσωπικότητα και οι μεριδιούχοι

διαχειριστή άλλου μητρώου άυλων ή ακινητοποιημένων τίτλων ή από πιστωτικό ίδρυμα που παρέχει στην Ελλάδα την υπηρεσία της φύλαξης των χρηματοπιστωτικών μέσων (αρ. 4 παρ. 1-3 ν. 3756/2009).

¹⁴⁰ Είναι αξιόγραφα τα οποία παρέχουν στους δικαιούχους το δικαίωμα ανταλλαγής τους με μετοχές Δημοσίων Επιχειρήσεων ή Οργανισμών Δ.Ε.Κ.Ο. ή εταιριών των οποίων κύριος μέτοχος είναι το Ελληνικό Δημόσιο ή η Δημόσια Επιχείρηση Κινητών Αξιών. Σε περίπτωση μη ανταλλαγής τους εξοφλούνται κατά την ημερομηνία λήξης τους, ενώ μέχρι την ανταλλαγή ή εξόφληση τους αποφέρουν τόκο. Αρμόδιο για την έκδοση των εν λόγω τίτλων είναι το Υπουργείο Οικονομικών (αρ. 10 του Ν. 2642/1998).

¹⁴¹ Εννοιολογικό στοιχείο της έννοιας του αξιογράφου είναι το έγγραφο, το οποίο υποστηρίζει το αξιογραφικό δικαίωμα σε όλες τις εκφάνσεις του και μέσω του οποίου «κινείται» το δικαίωμα στις συναλλαγές. Όμως, στις χρηματοπιστωτικές αγορές οι συναλλαγές διεξάγονται μέσω ενός απόλυτα αυτοματοποιημένου ηλεκτρονικού συστήματος στο οποίο η διαπραγμάτευση της ύλης είναι τεχνικά αδύνατη. Έτσι, η κινητή αξία που εισάγεται προς διαπραγμάτευση σε χρηματοπιστωτική αγορά αποβάλλει την έγχαρτη υλική μορφή της, «αποϋλοποιείται». Το δικαίωμα μεταφέρεται και ασκείται μέσω ηλεκτρονικών τεχνικών. Εάν για λόγους που προβλέπονται στη σχετική νομοθεσία παύσει η χρηματιστηριακή διαπραγμάτευση κάποιας κινητής αξίας επέρχεται κατά το άρθρο 40 του Ν.2396/1996 άρση της ενσωμάτωσης η ηλεκτρονική υποστήριξη του δικαιώματος παύει να υπάρχει και η κινητή αξία επανέρχεται στην έγχαρτη μορφή της. Η αλλαγή της αξιογραφικής μορφής αφορά συγκεκριμένες αξίες μετοχές, ομολογίες Α.Ε., έντοκα γραμμάτια του ελληνικού Δημοσίου και ομόλογα του Δημοσίου ή ν.π. Δημοσίου Δικαίου και μερίδια διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων και δεν επέρχεται βέβαια με τη βούληση του εκδότη τους, αλλά επιβάλλεται με ειδικούς νόμους. Έτσι, ενώ στον ιδιωτικό τομέα η αποϋλοποίηση των μετοχών και των ομολογιών των εταιριών που εισάγονται σε χρηματοπιστωτική αγορά προβλέφθηκε για πρώτη φορά και συντελέστηκε με το Ν. 2396/1996, ο Δημόσιος τομέας είχε προηγηθεί στην εισαγωγή των πρωτοποριακών για την εποχή τους νέων αυτών αξιογραφικών μορφών, με το Ν. 2198/1994. Βλ. ΚΟΡΔΗ- ΑΝΤΩΝΟΠΟΥΛΟΥ (2010), σελ. 31επ.

¹⁴² Στον ορισμό δεν περιλαμβάνονται τα μέσα πληρωμής. Η κύρια διαφορά μεταξύ των κινητών αξιών και των μέσων χρηματαγοράς έγκειται στη διάρκεια τους. Τα μέσα χρηματαγοράς είναι βραχυχρόνιοι τίτλοι, ενώ οι κινητές αξίες είναι μακροχρόνιοι τίτλοι που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις αγορές κεφαλαίου.

¹⁴³ Με τις διατάξεις των άρθρων αυτών μεταφέρθηκε στην ελληνική νομοθεσία η Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 13^{ης} Ιουλίου 2009 «για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών, διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους ΟΣΕΚΑ», όπως τροποποιήθηκε με τις Οδηγίες 2010/78/ΕΚ, 2011/61/ΕΚ, 2013/14/ΕΕ, αναμορφώνοντας το νομοθετικό πλαίσιο για τις ΑΕΔΑΚ και τους ΟΣΕΚΑ, το οποίο μέχρι πρότινος προβλεπόταν στις διατάξεις του Ν. 3283/2004.

¹⁴⁴ Το αμοιβαίο κεφάλαιο διαιρείται σε ίσης αξίας μερίδια ή κλάσματα μεριδίου. Σε κάθε μεριδιούχο ανήκουν τα μερίδια που αναλογούν στην αξία των περιουσιακών στοιχείων που έχει επενδύσει στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως, ως προς τις έννομες σχέσεις από τη διαχείριση του και τα δικαιώματα τους επί του ενεργητικού του, από ανώνυμη εταιρεία αποκλειστικού σκοπού, την ΑΕΔΑΚ^{145 146}.

Όσον αφορά την έννοια του παραγώγου, κοινό γνώρισμα όλων των παραγώγων είναι ότι η οποιαδήποτε αξία τους δε διαμορφώνεται αυτοτελώς, αλλά είναι συνισταμένη κάποιας άλλης αξίας (υποκείμενη αξία) που θα έχει σε μελλοντικό χρόνο ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα. Κατά συνέπεια, τα παράγωγα δεν είναι αυτοτελή προϊόντα, αλλά διμερείς συμβάσεις συναλλαγών που τελούν υπό προθεσμία. Τα μέρη δεσμεύονται από τους όρους που εκάστοτε προβλέπονται στη σύμβαση τους, να προβούν σε ορισμένη συναλλαγή σε συγκεκριμένο χρόνο και προκαθορισμένη τιμή που ορίζεται στη σύμβαση. Η συναλλαγή που συμφωνείται αναφέρεται σε μια κύρια παροχή-την υποκειμενική αξία- στην εκπλήρωση της οποίας αποβλέπουν τα μέρη με τη σύμβαση παραγώγου. Ως υποκείμενες αξίες νοούνται οι κινητές αξίες, νομίσματα, επιτόκια, αποδόσεις, χρηματοπιστωτικοί δείκτες, εμπορεύματα και άλλες αξίες. Ανάλογα με τη μορφή της ειδικότερης συμφωνίας που περιέχεται στη σύμβαση, οι συμβάσεις παραγώγων διακρίνονται¹⁴⁷ κατά κύριο λόγο σε προθεσμιακές συμβάσεις (futures ή forwards)¹⁴⁸, συμβάσεις προαίρεσης (options)¹⁴⁹ και συμβάσεις

Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό τίτλο στον οποίο πρέπει μεταξύ άλλων να αναφέρεται ο αριθμός των μεριδίων που αναλογούν στο συγκεκριμένο μεριδιούχο. Ο τίτλος αυτός εκτός των κατά το νόμο εξαιρέσεων είναι αμεταβίβαστος και κατά συνέπεια δεν μπορεί να είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι επενδύσεις του αμοιβαίου κεφαλαίου γίνονται αποκλειστικά από την ΑΕΔΑΚ. Επομένως, η αξία του μεριδίου δεν είναι σταθερή, αλλά μεταβάλλεται καθημερινά ακολουθώντας τις τιμές στις οποίες διαμορφώνονται κατά το κλείσιμο των χρηματοπιστωτικών αγορών τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, χωρίς ωστόσο το αμοιβαίο κεφάλαιο να είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η αδυναμία εκποίησης του μεριδίου από τον μεριδιούχο εξουδετερώνεται από τη δυνατότητα που του παρέχει ο νόμος να ζητήσει από την ΑΕΔΑΚ εξαγορά του μεριδίου του. Βέβαια, με το νόμο 3556/2007 που τροποποίησε το νόμο 3283/2004 προστέθηκε το άρθρο 24^α με το οποίο επετράπη υπό προϋποθέσεις η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων. Πάντως, το γεγονός ότι το άρθρο 5 του νόμου 3606/2007 τα περιέλαβε στην παράθεση των χρηματοπιστωτικών μέσων σημαίνει ότι αναγνωρίζει ευθέως τη δυνατότητα τους να εισάγονται και να γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ.

¹⁴⁵ Βλ. αρ. 36 του Ν. 4099/2012. Τόσο το Αμοιβαίο Κεφάλαιο όσο και η ίδια η ΑΕΔΑΚ συνιστώνται κατόπιν άδειας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και διέπονται από τις διατάξεις του νόμου 4099/2012.

¹⁴⁶ Τα μερίδια των Αμοιβαίων Κεφαλαίων μπορούν να διατίθενται στο επενδυτικό κοινό και από πιστωτικά ιδρύματα, τα οποία ενεργούν ως αντιπρόσωποι των ΑΕΔΑΚ. Περαιτέρω, τα πιστωτικά ιδρύματα μπορούν να λειτουργούν έναντι αμοιβής και ως θεματοφύλακες αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς επίσης και να ιδρύουν ΑΕΔΑΚ ως θυγατρικές τους. Βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σ. 303επ.

¹⁴⁷ Βλ. άρθρο 5 δ- ιν. 3606/2007.

¹⁴⁸ Στις «προθεσμιακές συμβάσεις» οι αντισυμβαλλόμενοι δεσμεύονται κατά την προκαθορισμένη ημερομηνία λήξης της σύμβασης και έναντι προκαθορισμένου τιμήματος, το ένα μέρος (πωλητής) να πουλήσει και να παραδώσει την υποκείμενη αξία και το άλλο μέρος (αγοραστής) να την αποδεχθεί και να καταβάλει το καθορισμένο τίμημα.

¹⁴⁹ Οι «συμβάσεις προαίρεσης» παρέχουν στον αγοραστή σε προκαθορισμένη στη σύμβαση ημερομηνία και έναντι προκαθορισμένου τιμήματος (premium), το δικαίωμα αγοράς (call option) ή πώλησης (put option) της υποκείμενης αξίας. Έστω ότι παραχωρείται, λοιπόν, στο πλαίσιο σύμβασης προαίρεσης στον αντισυμβαλλόμενο δικαίωμα αγοράς μετοχών από άλλον σε ορισμένη ημερομηνία με προκαθορισμένη τιμή. Αν η τιμή των μετοχών είναι υψηλότερη τη συγκεκριμένη ημερομηνία ασκείται το δικαίωμα προαίρεσως και ο αντισυμβαλλόμενος καρπούται τη διαφορά. Αν η τιμή είναι μικρότερη, το δικαίωμα δεν ασκείται, ο δε αντισυμβαλλόμενος το μόνο που χάνει είναι το ποσό που έχει καταβάλει για το δικαίωμα αγοράς το οποίο αποκερδαίνει ο άλλος. Σε αντίθετη περίπτωση ο κάτοχος μετοχών εξασφαλίζεται έναντι του κινδύνου πτώσης της τιμής τους με την απόκτηση τους δικαιώματος πώλησης τους σε προκαθορισμένη τιμή. Αν η τιμή των μετοχών πέσει, μπορεί να πωλήσει τις μετοχές του, ασκώντας το δικαίωμα του.

ανταλλαγής (swaps)¹⁵⁰. Επιπλέον, διακρίνονται σε επιμέρους κατηγορίες ανάλογα με το υποκείμενο μέσο ή την αξία που έχουν¹⁵¹. Οι συμβάσεις των παραγώγων καταρτίζονται τόσο εντός της οργανωμένης αγοράς- στην Ελλάδα, μέσω του Χρηματιστηρίου Παραγώγων Αθηνών (ΧΠΙΑ), όσο και εκτός οργανωμένων αγορών (εξωχρηματιστηριακά, Over-The-Counter, OTC)¹⁵². Μέσω των συμβάσεων παραγώγων¹⁵³ καθίσταται δυνατή αφενός μεν η αντιστάθμιση κινδύνων¹⁵⁴ λόγω της διακύμανσης και της μεταβλητότητας των τιμών διαφόρων αξιών και αγαθών, τα οποία είναι επιρρεπή σε μεταβολές, όπως οι τιμές των μετοχών, των εμπορευμάτων, των επιτοκίων και του συναλλάγματος (hedging) και αφετέρου η εκμετάλλευση κερδοσκοπικών ευκαιριών λόγω ακριβώς της διακύμανσης των εν λόγω μεγεθών¹⁵⁵.

Τόσο η έκδοση όσο και η διαπραγμάτευση των χρηματοπιστωτικών μέσων λαμβάνουν χώρα μέσω των χρηματοπιστωτικών αγορών. Αυτές διακρίνονται: α) ανάλογα με τη λειτουργία που επιτελούν, σε πρωτογενείς, στις οποίες λαμβάνει χώρα η έκδοση για πρώτη φορά και η διάθεση των χρηματοπιστωτικών μέσων, είτε με δημόσια προσφορά είτε με ιδιωτική βούληση και σε δευτερογενείς, στις οποίες λαμβάνει χώρα η διαπραγμάτευση των εκδοθέντων στην πρωτογενή αγορά χρηματοπιστωτικών μέσων, β) ανάλογα με την κατηγορία των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε αυτές, σε χρηματαγορές, αγορές κεφαλαίου, αγορές παραγώγων χρηματοπιστωτικών μέσων και γ) ανάλογα με τον τρόπο οργάνωσής τους, σε οργανωμένες αγορές¹⁵⁶, εναλλακτικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης στους οποίους εντάσσονται

¹⁵⁰ Στις «συμβάσεις ανταλλαγής» ο ένας συμβαλλόμενος δεσμεύεται έναντι του άλλου σε προκαθορισμένη περιοδική βάση και έναντι προκαθορισμένου τιμήματος για την ανταλλαγή δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων σε υποκείμενη αξία πχ. συμβάσεις ανταλλαγής επιτοκίων, βλ. ΔΕΛΛΗ, ΔΕΕ 2002, σελ. 1082.

¹⁵¹ Πχ. συμβάσεις παραγώγων επί κινητών αξιών, νομισμάτων, επιτοκίων, χρηματιστηριακών δεικτών, εμπορευμάτων ή άλλων χρηματοπιστωτικών μεγεθών που είναι δεκτικά εκκαθάρισης με φυσική παράδοση ή με ρευστά διαθέσιμα.

¹⁵² Η εγκυρότητα του εκκαθαριστικού συμψηφισμού απαιτήσεων από συναλλαγές σε εξωχρηματιστηριακά αναγνωρίστηκε στο ελληνικό δίκαιο με τα άρθρα 16 ν. 3156/2003, 24, 27 ν. 3584/2006, 7 ν. 3301/2004 και 36 παρ. 3 ν. 3588/2007.

¹⁵³ Ομοιότητες προς τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα εμφανίζουν οι συμφωνίες για δανεισμό και πώληση τίτλων με σύμφωνο επαναγοράς. Με τη συμφωνία για δανεισμό τίτλων ο ένας εκ των συμβαλλομένων- ο οποίος μπορεί να είναι πιστωτικό ίδρυμα- μεταβιβάζει στον άλλον έναντι ανταλλάγματος τίτλους (ιδίως μετοχές εισηγμένες σε οργανωμένη αγορά) με την υποχρέωση να επιστρέψει άλλους, ίδιου είδους και αριθμού, σε ορισμένη προθεσμία («ανοικτή πώληση», short selling) Βλ. Αποφάσεις ΔΣ ΕΚ 1/509/15.5.2009 και 2/216/17.5.2001. Ο δανεισμός τίτλων αμβλύνει τον κίνδυνο επί χρηματιστηριακής αγοράς ή πώλησης τίτλων. Ένας από τους λόγους δανεισμού τίτλων είναι ότι εκείνος ο οποίος έχει αναλάβει να πουλήσει τίτλους σε ορισμένη προθεσμία και διαβλέπει πτώση της αξίας τους, μπορεί να τους πουλήσει από τη στιγμή της σύναψης της σύμβασης και να δανειστεί έναντι ανταλλάγματος αντίστοιχους τίτλους από άλλον τους οποίους μεταβιβάζει στον αντισυμβαλλόμενο του από την κύρια σύμβαση, στη συνέχεια δε αγοράζει φθηνότερα άλλους τίτλους λόγω της πτώσης της τιμής, τους οποίους επιστρέφει στο δανειστή. Παρεμφερείς σκοπούς εκπληρώνουν και οι συμβάσεις πώλησης τίτλων με σύμφωνο επαναγοράς (repurchase agreement, repos) και οι συμβάσεις αγορών τίτλων με σύμφωνο επαναπώλησης (reverse repos), στις οποίες οι συμβαλλόμενοι συμφωνούν πώληση τίτλων με τη συμφωνία επαναγοράς ίδιου είδους και αριθμού τίτλων σε ορισμένη προθεσμία.

¹⁵⁴ Λόγω του υψηλού κινδύνου που ενέχουν εκ της φύσεως τους, οι συμβάσεις παραγώγων συνοδεύονται συνήθως από υποχρεώσεις παροχής περιθωρίου ασφάλισης με σκοπό τη διασφάλιση της ομαλής εκπλήρωσης τους πχ. κεφαλαιακές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν τα πιστωτικά ιδρύματα για την κάλυψη τους έναντι του κινδύνου θέσης από ανοικτές θέσεις σε παράγωγα μέσα, βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σ. 304επ.

¹⁵⁵ Βλ. ΓΚΟΡΤΣΟ (2011), σελ. 14.

¹⁵⁶ Ως «οργανωμένη αγορά» ορίζεται ένα πολυμερές σύστημα που τελεί υπό τη διεύθυνση ή τη διαχείριση διαχειρίστη αγοράς, επιτρέπει ή διευκολύνει την προσέγγιση πλειόνων συμφερόντων τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων εντός του συστήματος (2 περ. 10 ν. 3606/2007) και έχει λάβει άδεια

οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ)¹⁵⁷ και η συστηματική εσωτερικοποίηση και σε μη οργανωμένες ή εξωχρηματιστηριακές¹⁵⁸.

2. Οι υποχρεώσεις των ΑΕΠΕΥ και των Τραπεζών απέναντι στους επενδυτές και ειδικότερα οι υποχρεώσεις «επαγγελματικής συμπεριφοράς ή δεοντολογίας» των εν λόγω φορέων (άρθρα 25-30 του νόμου 3606/2007)

Κατά το ελληνικό δίκαιο, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, η παροχή και η άσκηση των καλυπτόμενων από το Ν. 3606/2007 επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών και δραστηριοτήτων προϋποθέτει τη χορήγηση στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών άδειας λειτουργίας από

λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Στην Ελλάδα, η εταιρία «Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ» είναι ο διαχειριστής των Οργανωμένων Αγορών Αξιών και Παραγώγων, οι οποίες λειτουργούν βάσει του Κανονισμού του ΧΑ και έχουν αδειοδοτηθεί σύμφωνα με το άρθρο 5 του νόμου 3371/2005 και η Τράπεζα της Ελλάδος είναι ο διαχειριστής αγοράς της Ηλεκτρονικής Δευτερογενούς Αγοράς Τίτλων του άρθρου 26 του ν. 2515/1997 η οποία έχει αδειοδοτηθεί σύμφωνα με την Απόφαση του ΔΣ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/507/28.4.2009. Ο διαχειριστής αγοράς ενεργεί όπως αναφέρει το άρθρο 42παρ.1 του Ν.3606/2007 στο όνομα και για λογαριασμό της οργανωμένης αγοράς που διαχειρίζεται και είναι υπεύθυνος για τη συμμόρφωση αυτής με τις υποχρεώσεις που της επιβάλλει η νομοθεσία. Η «Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ» διαχειρίζεται και Πολυμερή Μηχανισμό Διαπραγμάτευσης, την ΕΝ.Α. (Εναλλακτική Αγορά).

¹⁵⁷ Ο ΠΜΔ είναι πολυμερές σύστημα, το οποίο τελεί υπό τη διαχείριση ΕΠΕΥ, πιστωτικού ιδρύματος ή διαχειριστή αγοράς και εντός του οποίου συναντώνται πλείονα συμφέροντα τρίτων για την αγορά και την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων εντός του συστήματος και σύμφωνα με κανόνες που δεν παρέχουν διακριτική ευχέρεια κατά τρόπο καταλήγοντα στη σύναψη σύμβασης. Αν και ο ορισμός του ΠΜΔ μοιάζει με της οργανωμένης αγοράς, αφού και τα δύο αποτελούν πολυμερή συστήματα διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων, η λειτουργία ΠΜΔ αποτελεί επενδυτική δραστηριότητα και έτσι, διέπεται από τις διατάξεις και τους όρους άσκησης δραστηριότητας των ΑΕΠΕΥ ή των πιστωτικών ιδρυμάτων. Στη νέα Οδηγία 2014/65/ΕΕ, η οποία θα αρχίσει να εφαρμόζεται από τις 3 Ιανουαρίου του 2017, οι έννοιες της ρυθμιζόμενης αγοράς και του πολυμερούς συστήματος ή μηχανισμού διαπραγμάτευσης έχουν το ίδιο περιεχόμενο. Αμφότερες οι έννοιες αποδίδουν πολυμερή συστήματα, τα οποία εντάσσονται στο ευρύτερο γένος του «τόπου διαπραγμάτευσης», ο οποίος ορίζεται για πρώτη φορά στη νέα Οδηγία ως κάθε ρυθμιζόμενη αγορά, ΠΜΔ ή ΜΟΔ. «Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης ή ΜΟΔ» είναι πολυμερές σύστημα, άλλο από τη ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ, στο οποίο πλείονα συμφέροντα τρίτων για αγορά και πώληση ομολόγων, δομημένων χρηματοοικονομικών προϊόντων, δικαιωμάτων εκπομπής και παράγωγων μέσων δύνανται να αλληλεπιδρούν στο εσωτερικό του κατά τρόπο που καταλήγει στη σύναψη σύμβασης. Έτσι, συμπεραίνεται ότι ο διαχειριστής του ΜΟΔ, ο οποίος μπορεί να είναι ΕΠΕΥ ή διαχειριστής αγοράς, έχει ένα βαθμό διακριτικής ευχέρειας ως προς τον τρόπο με τον οποίο θα εκτελεστεί η συναλλαγή, ενώ αντίθετα οι οργανωμένες αγορές και τα ΠΜΔ χαρακτηρίζονται από την εκτέλεση των συναλλαγών βάσει προκαθορισμένων κανόνων. Στόχος της νέας Οδηγίας είναι η διασφάλιση της διεξαγωγής όλων των οργανωμένων διαπραγματεύσεων σε ρυθμιζόμενους τόπους διαπραγμάτευσης, με ίδιες απαιτήσεις διαφάνειας πριν και μετά τη διαπραγμάτευση και όμοιες απαιτήσεις ως προς τις οργανωτικές πτυχές και την εποπτεία της αγοράς. Με τον τρόπο αυτό διασφαλίζονται ισότιμοι όροι ανταγωνισμού όπου υπάρχουν λειτουργικά όμοιες δραστηριότητες.

¹⁵⁸ Ο συστηματικός εσωτερικοποιητής ορίζεται για τους σκοπούς του Ν.3606/2007 ΕΠΕΥ ή πιστωτικό ίδρυμα που συναλλάσσεται κατά τρόπο οργανωμένο συχνά και συστηματικά και για ίδιο λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ. Οι μη ρυθμιζόμενη αυτή αγορά δεν υπόκειται στις προϋποθέσεις και τις υποχρεώσεις που ισχύουν για τις οργανωμένες αγορές ή τους ΠΜΔ, η μόνη υποχρέωση που έχουν τα πιστωτικά ιδρύματα που καταρτίζουν για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό πελατών τους εκτός οργανωμένης αγοράς ή ΠΜΔ συναλλαγές σε μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά είναι να δημοσιοποιούν, για λόγους διαφάνειας, κατ' ελάχιστον τον όγκο και την τιμή των συναλλαγών τους, καθώς και το χρονικό σημείο κατάρτισης τους κατά το δυνατόν πλησιέστερα στο χρόνο κατάρτισης κάθε συναλλαγής, υπό εύλογους εμπορικούς όρους και με τρόπο εύκολα προσιτό στους λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά (αρ.54 ν.3606/2007).

την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς¹⁵⁹. Για τους σκοπούς χορήγησης της άδειας αυτής και διατήρησής της καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας της ΕΠΕΥ, ο Ν. 3606/2007 θεσπίζει όρους αδειοδότησης, καθώς και συγκεκριμένες οργανωτικές απαιτήσεις, οι οποίες θα πρέπει να πληρούνται καθ' όλη τη διάρκεια λειτουργίας της ΕΠΕΥ, προκειμένου να λάβει τα προνόμια του «ευρωπαϊκού διαβατηρίου». Οι απαιτήσεις αυτές εξειδικεύονται στις διατάξεις της εκτελεστικής Οδηγίας 2006/73/EK, η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη με την υπ' αριθμ. 2/452/1.11.2007 Απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Στις γενικές προϋποθέσεις αδειοδότησης των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που έχουν την καταστατική τους έδρα και την κεντρική τους διοίκηση στην Ελλάδα, περιλαμβάνονται προϋποθέσεις σχετικά με τον εταιρικό τύπο (αρ. 9 παρ.2 Ν.3606/2007), το ύψος του μετοχικού κεφαλαίου και το είδος των μετοχών (αρ.10 Ν.3606/2007), την ταυτότητα των μετόχων (αρ.16 Ν.3606/2007) και τα προσόντα των διευθυντικών στελεχών (αρ. 17 Ν.3606/2007) και των υπαλλήλων τους (αρ.14 Ν.3606/2007).

Με τον όρο «κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς ή δεοντολογίας» αποδίδεται στην πράξη ένα ποικιλόμορφο σύνολο κανόνων, οι οποίοι θεσπίζουν υποχρεώσεις συμπεριφοράς για τις επιχειρήσεις επενδυτικών υπηρεσιών¹⁶⁰- ΕΠΕΥ και πιστωτικά ιδρύματα¹⁶¹- κατά την άσκηση της δραστηριότητας τους στην κεφαλαιαγορά, κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Οι κανόνες αυτοί άλλοτε προσλαμβάνουν τη μορφή κανόνων που προέρχονται από τη νομοθετική εξουσία (εθνικό κοινοβούλιο, εθνική διοίκηση, κοινοτικά όργανα) και άλλοτε τη μορφή κανόνων ήπιου δικαίου, τους οποίους θέτουν ενώσεις επαγγελματιών του κλάδου, αλλά και άλλοι εθνικοί ή υπερεθνικοί φορείς που δραστηριοποιούνται μεταξύ των άλλων και στη διατύπωση μη δεσμευτικών¹⁶² προτύπων επαγγελματικής συμπεριφοράς. Ενδιάμεση κατηγορία κανόνων αποτελούν

¹⁵⁹ Τα πιστωτικά ιδρύματα αδειοδοτούνται από την Τράπεζα της Ελλάδος, σύμφωνα με το Ν. 4261/2014, η οποία εποπτεύει και την τήρηση των διατάξεων σχετικά με τις οργανωτικές απαιτήσεις του άρθρου 12 Ν. 3606/2007 (αρθ.59 παρ.1Ν.3606/2007).

¹⁶⁰ Η κάθε έννομη τάξη προσδιορίζει κυριαρχικά τον κύκλο των προσώπων που φέρουν τέτοιες υποχρεώσεις, άλλοτε με προσφυγή σ' ένα κριτήριο τυπικό- οργανικό και άλλοτε με τη χρήση ενός κριτηρίου λειτουργικού. Τυπικό- οργανικό κριτήριο είναι εκείνο που συνδέει τη θέσπιση σχετικών υποχρεώσεων με την ύπαρξη ενός συγκεκριμένου επαγγελματικού status, δηλαδή, με την υποχρεωτική υπαγωγή του προσώπου που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες σε ένα συγκεκριμένο νομικό πλαίσιο κανόνων που διέπουν τη λειτουργία του και την επαγγελματική του δραστηριότητα, πχ. οι brokers/dealers σύμφωνα με το section 15 SEA οι οποίοι πρέπει να εγγραφούν στο μητρώο της αρμόδιας εποπτικής αρχής για να παράσχουν επενδυτικές υπηρεσίες και η εγγραφή τους αυτή συνιστά παραγωγικό αίτιο μιας σειράς επαγγελματικών υποχρεώσεων στο πρόσωπο τους. Βέβαια, η επιλογή ενός τυπικού κριτηρίου δεν είναι ποτέ επαρκής μόνη της χωρίς την ταυτόχρονη επιστράτευση κι ενός λειτουργικού κριτηρίου πρόσφορου να διαγράψει όρια και περιορισμούς αναφορικά με το αντικείμενο και το περιεχόμενο της δραστηριότητας. Οι κανόνες της Οδηγίας 2004/39 αποβλέπουν ευθέως στο αντικείμενο των δραστηριοτήτων των «επιχειρήσεων επενδύσεων» χωρίς αναφορά στη νομική μορφή των φορέων αυτών. Η επικράτηση του λειτουργικού κριτηρίου εναρμονίζεται απόλυτα με την κοινοτική αρχή της επικουρικότητας (αρ. 5 εδαφ. β'ΣΕΚ) καθώς επιτρέπει την εισαγωγή ενός ενιαίου και ομοιόμορφου καθεστώτος παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στην κοινοτική επικράτεια χωρίς να θίγει τις οργανωτικές ή άλλες ιδιαιτερότητες που η νομοθεσία του κράτους μέλους προβλέπει για τους αντίστοιχους φορείς, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 78επ.

¹⁶¹ Εξαιρούνται από τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς, γιατί δεν εμπίπτουν στην έννοια της επενδυτικής υπηρεσίας οι κάθε είδους υπηρεσίες που παρέχουν προς τα μέλη και τους κατόχους μεριδίων τους οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, διότι οι ΟΣΕΚΑ διέπονται από ειδικότερο καθεστώς, το οποίο συνιστά αυτοτελές τμήμα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς.

¹⁶² Πχ. οι μη δεσμευτικοί κανόνες συμπεριφοράς της ESMA, ο Κώδικας Δεοντολογίας της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, ο Κώδικας Δεοντολογίας του ΣΜΕΧΑ. Η νομική δεσμευτικότητα των δύο τελευταίων εξαρτάται από το αν το περιεχόμενο τους καθίσταται μέρος της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ύστερα από ατομική διαπραγμάτευση ή ύστερα από εφαρμογή του άρθρου 2 ν.2251/1994, βλ. ΛΙΒΑΔΑ, Κώδικες Δεοντολογίας, σελ. 72 επ., 107επ., 234επ., 280επ., 342επ. Οι υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς του

οι κανόνες και τα πρότυπα που θεσπίζονται- κατά κανόνα χωρίς δεσμευτική ισχύ διεθνούς δικαίου- με την πρωτοβουλία διεθνών οργανισμών, όπως ο IOSCO¹⁶³. Στην περίπτωση αυτή προέχει η κοινή πολιτική στόχευση περισσότερων εθνικών κρατών προς ανάπτυξη διεθνούς συντονισμού στη χάραξη πολιτικής και στην ανάπτυξη διεθνούς εποπτικού ελέγχου στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς. Το σύνολο, λοιπόν, των αρχών και των κανόνων αυτών, αποσκοπεί πρωτίστως στην προστασία του επενδυτή και δεσμεύει όλες τις επιχειρήσεις που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες¹⁶⁴.

Υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς που συναντώνται στη διεθνή επαγγελματική, εποπτική και νομοθετική πρακτική είναι ενδεικτικά οι εξής¹⁶⁵: ο προσδιορισμός του επιπέδου επιμέλειας και επαγγελματικής εντιμότητας που αναμένεται από αυτές κατά την παροχή των υπηρεσιών τους εν γένει και ειδικότερα κατά την εκτέλεση των εντολών των πελατών τους, ο καθορισμός των προϋποθέσεων υπό τις οποίες παρέχονται στο κοινό επενδυτικές υπηρεσίες ιδίως από την άποψη του τύπου και των όρων δέσμευσης της ΕΠΕΥ, η υποχρεωτική συλλογή από τον πελάτη- επενδυτή των πληροφοριών εκείνων που είναι απαραίτητες για την οριοθέτηση του είδους των υπηρεσιών που είναι κατάλληλες για αυτόν και των κινδύνων που είναι αυτός σε θέση να αναλάβει, οι πληροφορίες, γνωστοποιήσεις και προειδοποιήσεις που πρέπει να απευθύνεται προς τον πελάτη- επενδυτή, ώστε να διαμορφώσει μια ισορροπημένη επενδυτική απόφαση και να έχει συνείδηση των κινδύνων που αναλαμβάνει, οι μηχανισμοί προστασίας των περιουσιακών στοιχείων πελατών των ΕΠΕΥ (κεφαλαίων και τίτλων) από κάθε αθέμιτη ή χωρίς εξουσιοδότηση χρήση και από την τυχόν σύγχυση τους με περιουσιακά στοιχεία της ίδιας της ΕΠΕΥ, σε περίπτωση αφερεγγυότητας της τελευταίας, η συμμόρφωση προς κάθε νομοθετική ή κανονιστική διάταξη που αφορά τη δραστηριότητα των ΕΠΕΥ και η εφαρμογή εσωτερικών κανόνων ελέγχου της εν λόγω συμμόρφωσης, η λήψη οργανωτικών μέτρων για την αποτελεσματική διευθέτηση της καθημερινής δραστηριότητας της επιχείρησης, όπως η καταγραφή των καθημερινών συναλλαγών της και η

Κανονισμού ΧΑ δεν έχουν χαρακτήρα κανόνα δικαίου, αλλά συμβατικών υποχρεώσεων του εκάστοτε μέλους απέναντι στο ίδιο το νομικό πρόσωπο που αποτελεί το φορέα των αγορών του ΧΑ καθώς απορρέουν από τη μεταξύ τους σύμβαση που καταρτίζεται με την αποδοχή της αίτησης απόκτησης της ιδιότητας του μέλους. Ο θιγόμενος επενδυτής δεν έχει καταρχάς το δικαίωμα να απαιτήσει από το μέλος του ΧΑ το οποίο ενεργεί ως παραγγελιοδόχος του την τήρηση των οικείων υποχρεώσεων, αλλά μπορεί να καταγγείλει την τυχόν παράβαση στις αρμόδιες αρχές του ΧΑ προς λήψη των απαιτούμενων μέτρων

¹⁶³ Η απόφαση του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς με τίτλο «στόχοι και αρχές για την χρηματοπιστωτική εποπτεία» καθιερώνει μια σειρά από πρότυπα συμπεριφοράς, τα οποία αφορούν την ακεραιότητα και επιμέλεια, τους όρους συμβατικής δέσμευσης, την πληροφόρηση σχετικά με τους πελάτες και προς τους πελάτες, τα περιουσιακά στοιχεία των πελατών, την πρακτική στην αγορά, τους επιχειρησιακούς ελέγχους, τις συγκρούσεις συμφερόντων και τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό.

¹⁶⁴ Όπως προκύπτει από την Οδηγία 2004/39, αλλά και από τις διατάξεις του νόμου 3152/2003 σχετικά με την ίδρυση και εποπτεία οργανωμένων αγορών, οι επιχειρήσεις και οι φορείς διαχείρισης που λαμβάνουν άδεια λειτουργίας ως ρυθμιζόμενες αγορές δεν υποβάλλονται στην τήρηση κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς συναλλακτικού χαρακτήρα παρά μόνο σε υποχρεώσεις οργανωτικές και λειτουργικές καθώς και σε απαιτήσεις διαφάνειας και ακεραιότητας, αφού η ρυθμιζόμενη αγορά δεν έχει πελάτες αλλά μέλη ή συμμετέχοντες με επαγγελματική ιδιότητα οι οποίοι για να αποκτήσουν πρόσβαση σε αυτή πρέπει να πληρούν υψηλές προδιαγραφές ήθους, ικανότητας και επαγγελματικής επάρκειας. Οι διαχειριστές ρυθμιζόμενης αγοράς αλλά και οι ίδιες οι ρυθμιζόμενες αγορές δεν υποβάλλονται στην τήρηση συναλλακτικών υποχρεώσεων επαγγελματικής συμπεριφοράς απέναντι στους επενδυτές των οποίων οι εντολές διοχετεύονται σε ΠΜΔ που πληροί την έννοια της Οδηγίας 2004/39 και αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης ή εκμετάλλευσης αυτών. Όταν ΕΠΕΥ ή Πιστωτικό Ίδρυμα έχει λάβει μεταξύ άλλων άδεια για εκμετάλλευση ΠΜΔ, οι συμμετέχοντες σε αυτόν καθώς και οι ίδιες οι ΕΠΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα δεν δεσμεύονται στις μεταξύ τους συναλλαγές από τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς, ωστόσο δεσμεύονται σε σχέση με τους πελάτες για λογαριασμό των οποίων εκτελούν εντολές κάνοντας χρήση του ΠΜΔ, βλ. άρθρα 4 περ 13, 14 παρ. 3 της οδηγίας 2004/39/ΕΚ..

¹⁶⁵ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 65.

γνωστοποίηση τους στην εκάστοτε εποπτική αρχή, η εφαρμογή συγκεκριμένων διαδικασιών διοικητικής και λογιστικής φύσης κλπ, η αποτροπή συγκρούσεων συμφερόντων ανάμεσα στους πελάτες της ΕΠΕΥ και ανάμεσα στην ίδια και τους πελάτες της και εφόσον αυτό δεν είναι εφικτό η διασφάλιση δίκαιης μεταχείρισης των πελατών, η εγκατάσταση εσωτερικών μηχανισμών ελέγχου της ροής πληροφοριών από τμήμα σε τμήμα, η γνωστοποίηση των συγκρούσεων και ο σεβασμός των γενικών και ειδικών κανόνων που διέπουν τη διαφήμιση των υπηρεσιών των ΕΠΕΥ, την εμπορία τους και τις μεθόδους παρέλκυσης της πελατείας τους.

Ο κατάλογος αυτός είναι απολύτως αναγνωρισμένος στις περισσότερες αναπτυγμένες κεφαλαιαγορές και γίνεται σε γενικές γραμμές σεβαστός με σταθερότητα και προσδοκία επανάληψης από όλους τους παράγοντες αυτών, άλλοτε ως θετική νομική υποχρέωση και άλλοτε ως μη δεσμευτικό νομικά, αλλά πάντως αναμενόμενο στους οικείους συναλλακτικούς κύκλους, πρότυπο επαγγελματικής συμπεριφοράς¹⁶⁶. Ορισμένοι από τους κανόνες που αναφέρθηκαν πιο πάνω αποσκοπούν προεχόντως στην εγκαθίδρυση πάγιων οργανωτικών και διοικητικών δομών, οι οποίες αποσκοπούν στη διασφάλιση, σε μόνιμη βάση, των συμφερόντων της αφηρημένης ολότητας των πελατών της ΕΠΕΥ, ανεξάρτητα από τις κατ' ιδίαν έννομες σχέσεις που δημιουργούνται με τον καθένα επενδυτή¹⁶⁷. Τέτοιες δομές είναι λ.χ. οι υπηρεσίες εσωτερικού ελέγχου της δραστηριότητας της επιχείρησης και των στελεχών της και η εφαρμογή «σινικών τειχών» για την αποφυγή της διακίνησης πληροφοριών ανάμεσα στα επιμέρους τμήματα της επιχείρησης¹⁶⁸. Οι εν λόγω υποχρεώσεις δεν επιδρούν κατά τρόπο άμεσο στη δικαιοπρακτική δράση της επιχείρησης, που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, δηλαδή, στη διαμόρφωση των προσυμβατικών ή συμβατικών σχέσεων της με ατομικά προσδιορισμένους πελάτες ή υποψήφιους πελάτες της, αλλά αποτελούν ενδοεπιχειρησιακού χαρακτήρα επιταγές ή απαγορεύσεις που απευθύνονται στη διοίκηση και στο προσωπικό της επιχείρησης.

Οι οργανωτικές απαιτήσεις των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών προβλέπονται στο άρθρο 12 του Ν. 3606/2007¹⁶⁹. Στο εν λόγω άρθρο προβλέπεται η θέσπιση μόνιμης,

¹⁶⁶ π.χ. Κώδικας Τραπεζικής Δεοντολογίας, κώδικας από τον IOSCO ή τις επιτροπές CESR και ESC, Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 74, ΛΙΒΑΔΑ, Κώδικες Δεοντολογίας, 43επ., ΓΙΟΒΑΝΝΟΠΟΥΛΟ, στον τόμο Ευρωπαϊκό Εμπορικό Δίκαιο- Νεότερες εξελίξεις, σελ.83.

¹⁶⁷ Υποχρεώσεις αυτού του τύπου εισάγονται στις διατάξεις του άρθρου 13 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

¹⁶⁸ Βλ. επίσης, κανόνες των άρθρων 6-8 Ν. 3016/2002 για την εταιρική διακυβέρνηση.

¹⁶⁹ Κανόνες συμπεριφοράς αυτού του τύπου γνωρίζει και άλλους το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, όπως εκείνοι που απαγορεύουν το φαινόμενο της κατάχρησης της αγοράς, δηλαδή τις πράξεις των προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς. Και στην περίπτωση των τελευταίων αυτών κανόνων υποκείμενο προστασίας δεν είναι ατομικά προσδιορισμένοι επενδυτές ούτε πολύ περισσότερο οι πελάτες ή οι υποψήφιοι πελάτες των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, αφού οι αντίστοιχες υποχρεώσεις απευθύνονται σε πολύ ευρύτερο κύκλο προσώπων, όπως οι εκδότες χρηματοπιστωτικών μέσων, τα πρόσωπα που συμμετέχουν στο κεφάλαιο ή τη διοίκηση των τελευταίων ή ασκούν εποπτεία επ' αυτών, τα πρόσωπα που έχουν πρόσβαση σε προνομιακές πληροφορίες λόγω του επαγγέλματος τους κλπ (αρ.3 και 7παρ.2 του Ν. 3340/2005). Στο βαθμό, λοιπόν, που καλύπτει και τη δραστηριότητα των ΕΠΕΥ, η απαγόρευση κατάχρησης της αγοράς προσεγγίζει, από τη σκοπιά της διαμόρφωσης του περιεχομένου της, τις οργανωτικές-ενδοεπιχειρησιακές υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ. Εξακολουθεί παρ' όλα αυτά να υφίσταται ανάμεσα τους μια σημαντική διαφορά όσον αφορά στα προστατευόμενα από αυτές συμφέροντα. Ενώ, σύμφωνα με την κρατούσα άποψη στη σύγχρονη επιστήμη του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, κοινός τόπος των δύο κατηγοριών υποχρεώσεων είναι το αδιάσπαστο ζεύγμα στόχων που συνίσταται στη διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και στην προστασία της εμπιστοσύνης του επενδυτή, στις μεν οργανωτικές υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ έμφαση δίνεται στην προστασία της εμπιστοσύνης των πελατών τους στις δε απαγορεύσεις κατάχρησης της αγοράς το προβάδισμα έχει η διασφάλιση της ακεραιότητας της ίδιας της

αποτελεσματικής και ανεξάρτητης υπηρεσίας κανονιστικής συμμόρφωσης με κύριες αρμοδιότητες την παρακολούθηση των διαδικασιών και μέτρων που έχει θεσπίσει η ΕΠΕΥ με σκοπό την τήρηση του υφιστάμενου κανονιστικού πλαισίου και η παροχή συμβουλών στα πρόσωπα που εμπλέκονται με την παροχή υπηρεσιών και την εν γένει λειτουργία της ΕΠΕΥ προκειμένου να τηρούνται οι υποχρεώσεις που υπέχει η ΕΠΕΥ σύμφωνα με το Ν. 3606/2007. Για το σκοπό εντοπισμού των κινδύνων που συνδέονται με τις δραστηριότητες, τις διαδικασίες και τα συστήματα της ΕΠΕΥ, η τελευταία υποχρεούται να θεσπίζει τις κατάλληλες διαδικασίες και να καταρτίζει πολιτική διαχείρισης κινδύνων, καθώς και να διατηρεί ανεξάρτητη υπηρεσία διαχείρισης κινδύνων με κύριες αρμοδιότητες την εφαρμογή της πολιτικής διαχείρισης κινδύνων και την υποβολή εκθέσεων και προτάσεων προς τα ανώτερα διευθυντικά στελέχη. Για τα τελευταία, αλλά και για το διοικητικό συμβούλιο της ΕΠΕΥ προβλέπεται η υποχρέωση να ελέγχουν σε τακτά διαστήματα τις πολιτικές και τις διαδικασίες της ΕΠΕΥ, καθώς και τη συμμόρφωση της στο Ν. 3606/2007. Επίσης, η υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου αξιολογεί την καταλληλότητα και την αποτελεσματικότητα των συστημάτων και των μηχανισμών ελέγχου της ΕΠΕΥ. Ακόμα, προβλέπεται η τήρηση ειδικών αρχείων και λογαριασμών προκειμένου να διαφυλάσσονται τα χρηματοπιστωτικά μέσα και κεφάλαια των πελατών της. Τέλος, στις οργανωτικές απαιτήσεις των ΕΠΕΥ εντάσσεται και η υποχρέωση τους να λαμβάνουν κατά την παροχή οποιωνδήποτε επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών, κάθε εύλογο μέτρο για τον εντοπισμό των συγκρούσεων συμφερόντων που μπορεί να ανακύψουν α) μεταξύ αυτών, περιλαμβανομένων των διευθυντών και υπαλλήλων τους, των συνδεδεμένων αντιπροσώπων τους και κάθε προσώπου που συνδέεται, άμεσα ή έμμεσα, με την ΕΠΕΥ με σχέση ελέγχου και πελατών τους, ή β) μεταξύ πελατών τους¹⁷⁰.

Η παρούσα εργασία επικεντρώνεται πάντως σε κανόνες, οι οποίοι καθιερώνουν απαγορεύσεις και επιβάλλουν συγκεκριμένα πρότυπα συμπεριφοράς, τα οποία αποσκοπούν στο να διαμορφώσουν και να κατευθύνουν την ίδια τη δικαιοπρακτική δράση της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών καταλαμβάνοντας το περιεχόμενο των οικείων συμβάσεων που συνάπτει με τους πελάτες της και προσδιορίζοντας την έκταση και το είδος των υποχρεώσεων απέναντί τους. Πρόκειται για τους λεγόμενους «συναλλακτικούς κανόνες συμπεριφοράς»¹⁷¹, οι οποίοι λειτουργούν αναγκαιώς στο πλαίσιο ενός ενοχικού δεσμού (προσυμβατικού, συμβατικού ή άλλου) ή με αφορμή έναν παρόμοιο δεσμό και επιβάλλουν συγκεκριμένα πρότυπα εκπλήρωσης των συμβατικών ή προσυμβατικών υποχρεώσεων της επιχείρησης όπως η επιμέλεια, ο επαγγελματισμός και η πρόταξη και διαφύλαξη των συμφερόντων των πελατών της επιχείρησης σε όλες τις επιχειρήσεις με αντικείμενο την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών¹⁷². Πράξεις που αντίκεινται στην νομική υποχρέωση επιμέλειας και προστατευτικής για τον πελάτη εκπλήρωσης συμβατικών υποχρεώσεων της ΕΠΕΥ είναι λ.χ. επί συμβάσεως διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η πραγματοποίηση αδικαιολόγητα

αγοράς και της διαδικασίας σχηματισμού των τιμών (έκφραση της αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς). Η προστασία του επενδυτή γίνεται σήμερα αντιληπτή υπό δύο πρίσματα: ως αυτοτελής προστασία των οικονομικών συμφερόντων ατομικά προσδιορισμένων προσώπων και ως αντανakλαστική ενέργεια των κανόνων και των μέτρων που μεριμνούν για τη διασφάλιση της ακεραιότητας και αποτελεσματικότητας της αγοράς. Υπό την τελευταία της εκδοχή η προστασία του επενδυτή αντιμετωπίζεται ως μέσο για τη διαρκή διασφάλιση συνθηκών εμπιστοσύνης του κοινού στο ότι η αγορά λειτουργεί κατά τρόπο διαφανή και δίκαιο και ότι παρέχονται σε όλους ισότιμες ευκαιρίες συμμετοχής σε αυτήν.

¹⁷⁰ Βλ. άρθρο 13 παρ.1 του Ν. 3606/2007.

¹⁷¹ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 66επ.

¹⁷² Ανεξάρτητα αν αυτοί ανήκουν τυπολογικά στη γενικότερη κατηγορία των συμβάσεων επιμέλειας ξένων υποθέσεων όπως λ.χ. Η χρηματιστηριακή παραγγελία και η διαχείριση χαρτοφυλακίου ή στην κατηγορία των συμβάσεων που αποσκοπούν στην εκποίηση πράγματος ή δικαιώματος όπως η διαπραγμάτευση και η αγοραπωλησία τίτλων για λογαριασμό της ίδιας της ΕΠΕΥ, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 66επ.

μεγάλου αριθμού συναλλαγών με σκοπό να προσπορισθεί η ΕΠΕΥ σε βάρος του πελάτη της υψηλά κέρδη από αντίστοιχες προμήθειες («churning»), η διενέργεια συναλλαγών για λογαριασμό της ίδιας της ΕΠΕΥ πριν από την εκτέλεση ομοίου περιεχομένου εντολών πελατών της («frontrunning»)¹⁷³.

Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, οι όροι ανάληψης και άσκησης επενδυτικής δραστηριότητας στο έδαφος της Ευρωπαϊκής Ένωσης εξετάζονται από το κράτος- μέλος καταγωγής της επιχείρησης επενδύσεων, το οποίο και χορηγεί τη σχετική άδεια λειτουργίας, η οποία αποτελεί για την επιχείρηση αφενός το διαβατήριο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε κάθε κράτος- μέλος, αφετέρου τον «ομφάλιο λώρο» σύνδεσης της με την έννομη τάξη που μερίμνησε για την έκδοση της. Η τελευταία είναι που δικαιούται και υποχρεούται να ελέγχει ανά πάσα στιγμή την τήρηση των όρων της, να εποπτεύει την τήρηση των δικών της κανόνων προληπτικής εποπτείας και τους κανόνες της κεφαλαιακής επάρκειας που η ίδια θεσπίζει σε συμμόρφωση προς το κοινοτικό δίκαιο, ανεξάρτητα από το κράτος στο οποίο παρέχεται η εκάστοτε επενδυτική υπηρεσία. Υπό το προηγούμενο νομοθετικό καθεστώς (ν. 2396/1996) κρίσιμος σύνδεσμος για την εφαρμογή των εγχώριων κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς ήταν ο τόπος όπου παρέχεται η επενδυτική υπηρεσία και όχι η ιθαγένεια του αποδέκτη της, η έδρα της επιχείρησης επενδύσεων ή η ιθαγένεια του εκδότη του χρηματοπιστωτικού μέσου στο οποίο αφορά η παρεχόμενη υπηρεσία¹⁷⁴. Υπό το καθεστώς της Οδηγίας 2004/39 ο κύκλος των δεσμευόμενων από τους εγχώριους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς επιχειρήσεων περιορίζεται, αφού ο κοινοτικός νομοθέτης προχωρά σε μερική άρση της διάσπασης που ίσχυε υπό την οδηγία 93/22/ΕΟΚ ανάμεσα στη δικαιοδοσία προς άσκηση προληπτικής εποπτείας και στην εποπτεία των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας¹⁷⁵. Συγκεκριμένα, διατηρείται η εποπτική αρμοδιότητα των αρχών του κράτους μέλους υποδοχής μόνο στην περίπτωση που η επιχείρηση δραστηριοποιείται στο κράτος μέλος μέσω υποκαταστήματος. Αντιθέτως, αν παρέχονται επενδυτικές υπηρεσίες σε διασυννοριακή βάση, χωρίς φυσικής εγκατάστασης, τη δικαιοδοσία για την εποπτεία της τήρησης των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς διατηρούν οι αρχές του κράτους μέλους καταγωγής της οικείας επιχείρησης επενδύσεων, οι οποίες θα επιβάλλουν, όπως είναι φυσικό, την τήρηση των δικών τους κανόνων¹⁷⁶.

Από την άποψη του περιεχομένου τους, οι συναλλακτικές υποχρεώσεις συμπεριφοράς θυμίζουν τις γενικές υποχρεώσεις πίστης, πληροφόρησης και διαφύλαξης των συμφερόντων του αντισυμβαλλομένου¹⁷⁷, υποχρεώσεις οικείες, ήδη, στο κοινό δίκαιο των συμβάσεων, ιδίως στο πλαίσιο εμπιστευτικών σχέσεων που έχουν ως αντικείμενο την παροχή υπηρεσιών και την επιμέλεια ξένων υποθέσεων¹⁷⁸. Οι εν λόγω κανόνες, όμως, και οι ιδιαίτερες υποχρεώσεις που πηγάζουν από

¹⁷³ Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 70επ.

¹⁷⁴ Οπότε από τους εγχώριους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς δεσμεύονταν σύμφωνα με το νόμο 2396/1996: οι ελληνικές ΕΠΕΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν την καταστατική τους έδρα στην Ελλάδα και έχουν λάβει άδεια παροχής επενδυτικών υπηρεσιών υπό την προϋπόθεση ότι τις ασκούν στη χώρα μας, οι κοινοτικές ΕΠΕΥ και τα κοινοτικά πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από τη χώρα καταγωγής τους και υπό την προϋπόθεση ότι τις ασκούν στη χώρα μας και οι επιχειρήσεις επενδύσεων καθώς και τα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν την έδρα τους σε τρίτες χώρες και παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες μέσω υποκαταστήματος στη Ελλάδα.

¹⁷⁵ Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 90επ.

¹⁷⁶ Συνεπώς, οι εν λόγω κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς έχουν χαρακτήρα κανόνων εποπτικού δικαίου, απονέμοντας στις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών καταγωγής την εξουσία εποπτείας εφαρμογής τους και επιβολής κυρώσεων σε περίπτωση παραβίασής τους, Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 90επ.

¹⁷⁷ Βλ. ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ, σελ. 58-59.

¹⁷⁸ Όπως οι συμβάσεις εντολής, εργασίας, παραγγελίας, εμπορικής αντιπροσωπείας κλπ, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 70επ.

αυτές εφαρμόζονται και σε συμβάσεις που κατά το κοινό δίκαιο δεν είναι εξοπλισμένες με κύριες ή παρεπόμενες υποχρεώσεις επιμέλειας και προστασίας συμφερόντων του αντισυμβαλλομένου όπως η σύμβαση πώλησης¹⁷⁹. Εκτός αυτού οι συναλλακτικές υποχρεώσεις συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ αποτελούν αντικείμενο διαρκούς εποπτείας και ελέγχου από την εκάστοτε εποπτική αρχή, η οποία μάλιστα δικαιούται να επιβάλλει και κυρώσεις σε βάρος της επιχείρησης που τις παραβιάζει. Τέλος, οι παραπάνω υποχρεώσεις τελούν σε ορισμένη σχέση συνέργειας προς τις οργανωτικού χαρακτήρα υποχρεώσεις, αφού οι τελευταίες εγγυώνται συνθήκες πρόσφορες για τη συνεπέστερη εκπλήρωση των συναλλακτικών υποχρεώσεων. Κατά συνέπεια, όπως γίνεται αντιληπτό οι εν γένει κανόνες συμπεριφοράς που επιβάλλονται στις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών «συνοψίζουν τις αξιοσημείωτες ιδιαιτερότητες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς που ισορροπεί ανάμεσα στο ιδιωτικό και το δημόσιο δίκαιο»¹⁸⁰. Τη διαρκή πρόσδεση των κανόνων αυτών στην υπηρεσία του δημοσίου συμφέροντος διασφαλίζει η εποπτεία της εφαρμογής τους από εξειδικευμένες διοικητικές αρχές, όπως είναι στη χώρα μας η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς¹⁸¹. Οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς περιέχονται σήμερα στο ν. 3606/2007, ο οποίος ενσωμάτωσε στην ελληνική έννομη τάξη την Οδηγία 2004/39/ΕΚ¹⁸² σχετικά με τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Για το σκοπό της προστασίας των επενδυτών, η Οδηγία 2004/39/ΕΚ θεσπίζει υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας για τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών¹⁸³. Έτσι, στα άρθρα 25- 30 του Ν. 3606/2007, ο οποίος ενσωμάτωσε την εν λόγω Οδηγία περιέχονται οι εν λόγω

¹⁷⁹ Στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς ενδιαφέρον παρουσιάζει η σύμβαση με την οποία παρέχεται επενδυτική υπηρεσία διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων για ίδιο λογαριασμό η οποία έχει το χαρακτήρα σύμβασης πώλησης κινητού πράγματος ή δικαιώματος (513 ΑΚ) ανάλογα αν το αντικείμενο της συναλλαγής είναι αξιογραφικά ενσωματωμένο ή άυλο χρηματοπιστωτικό μέσο. Κατά την παραδοσιακή αντίληψη που κυριαρχεί στο κοινό δίκαιο, η σύμβαση πώλησης δεν περιλαμβάνει την υποχρέωση του πωλητή να διαφυλάττει το συμφέρον του αγοραστή, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 71.

¹⁸⁰ Ο δημοσίου δικαίου χαρακτήρας μεγάλου τμήματος των κανόνων δικαίου κεφαλαιαγοράς φαίνεται ιδίως στο παράδειγμα των διοικητικών αδειών για την άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων, των διοικητικών κυρώσεων σε περίπτωση παραβίασης τους, αλλά κυρίως στο ότι το κράτος ασκεί διαρκώς ρυθμιστική εξουσία στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς μέσω δημοσίων αρχών εξοπλισμένων με αρμοδιότητα κανονιστική, ελεγκτική και κυρωτική. Από την άλλη μεριά, το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς γνωρίζει μια σειρά συμβατικών τύπων αρρύθμιστο στην πλειονότητα τους των οποίων το καθεστώς διαμορφώνεται από το κοινό δίκαιο με ορισμένες διαφοροποιήσεις όπου επιβάλλονται αναγκαστικού δικαίου κανόνες, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 71, 299επ., ΤΟΥΝΤΟΠΟΥΛΟ (2005), 32επ., ΨΥΧΟΜΑΝΗ (2006), σελ. 3-4.

¹⁸¹ Η εποπτεία αυτή ως τμήμα της εποπτείας της αγοράς διακρίνεται από την προληπτική εποπτεία των επιχειρήσεων επενδύσεων τόσο ως προς τα μέσα όσο και ως προς το αντικείμενο, ενώ η εποπτεία της αγοράς μεριμνά για τα συμφέροντα των επενδυτών, η τελευταία αποσκοπεί πρωτίστως στην προστασία των επιχειρήσεων του χρηματοπιστωτικού τομέα καθώς και της ίδιας της αγοράς από την υπερβολική ανάληψη κινδύνων και τα επακόλουθα της στη φερεγγυότητα των πρώτων και στη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος εν γένει, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 72.

¹⁸² Η οποία ήρθε να αντικαταστήσει την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ την οποία είχε ενσωματώσει στο ελληνικό δίκαιο ο νόμος 2396/1996. Υπέρ της αναθεώρησης συνηγόρησε η ανάγκη θεσμικής προσαρμογής σε νέες μορφές επιχειρήσεων επενδύσεων λχ. επιχειρήσεις που παρέχουν από απόσταση και μέσω διαδικτύου επενδυτικές υπηρεσίες, σε νέες επενδυτικές υπηρεσίες λχ. εκμετάλλευση ΠΜΔ ή παροχή επενδυτικών συμβουλών, σε νέες αγοραίες πρακτικές και στους νέους αντίστοιχους κινδύνους, σε περισσότερες από παλιά υποδομές εκτέλεσης εντολών και στην ανάπτυξη ανταγωνισμού μεταξύ τους, βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις ρυθμιζόμενες αγορές, COM(2002), 625 τελικό, τμήμα 1.3., 7επ.

¹⁸³ Κανόνες δεοντολογίας των ΕΠΕΥ προβλέπονταν και στο προϊσχύσαν καθεστώς της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ, η οποία είχε ενσωματωθεί με το Ν.2396/1993. Σε εξουσιοδότηση του άρθρου 7 του Ν. 2396/1993 είχε εκδοθεί ο Κώδικας Δεοντολογίας Επιχειρήσεων Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών, που κυρώθηκε με την ΑΥΕΘνΟικ 12263/Β500/11.4.1997. ο Κώδικας αυτός καταργήθηκε από τους νέους κανόνες συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ που προβλέφθηκαν στο άρθρο 25 του Ν. 3606/2007, κατά το πρότυπο του άρθρου 19 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ για την προστασία των επενδυτών. Μάλιστα για πρώτη φορά εκδηλώνεται σε Νόμο που ρυθμίζει τις χρηματοπιστωτικές συναλλαγές από το Νομοθέτη άμεσο και ευθύ ενδιαφέρον για την προστασία των επενδυτών από την παροχή από τις ΑΕΠΕΥ και τα Πιστωτικά Ιδρύματα επενδυτικών υπηρεσιών. Ειδικότερα, στο άρθρο 25 του ίδιου νόμου γίνεται εξαντλητική αναφορά του τρόπου με τον οποίο οι ΑΕΠΕΥ θα πρέπει να επιμελούνται των συμφερόντων όχι μόνο των πελατών, αλλά και των δυνητικών πελατών τους, καθώς και τις ενημερώσεις που πρέπει να τους παρέχουν. Οι ΑΕΠΕΥ οφείλουν: α) να ενεργούν έντιμα, δίκαια και με επαγγελματισμό για τη διασφάλιση των συμφερόντων του πελάτη τους, β) να παρέχουν κατάλληλη και κατανοητή πληροφόρηση στον πελάτη τους, η οποία να είναι ακριβής, σαφής και μη παραπλανητική, έτσι ώστε να κατανοήσει τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις υπηρεσίες και να λάβει αποφάσεις και γ) να παρέχουν υπηρεσίες έχοντας λάβει υπόψη τα ατομικά χαρακτηριστικά του πελάτη.

Ακόμα, το άρθρο 27 του Ν. 3606/2007 επιβάλλει στις ΑΕΠΕΥ την υποχρέωση να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο, ώστε να επιτυγχάνουν κατά την εκτέλεση των εντολών των πελατών τους το βέλτιστο αποτέλεσμα γι' αυτούς. Περιεχόμενο της προστασίας των επενδυτών- για την οποία λαμβάνεται παράλληλα υπόψη και η συμμόρφωση των ΕΠΕΥ με τους κανόνες συμπεριφοράς τους¹⁸⁴- συνιστά και η διαφάνεια και η καλή ενημέρωση τους. Οι επενδυτές, δηλαδή, θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να γίνονται συνδρομητές σε δίκτυα πληροφοριών, τα οποία θα τους παρέχουν συνολικά την εικόνα των αγορών κατά τομείς και όχι μόνο την εικόνα του τοπικού χρηματιστηρίου (οργανωμένης αγοράς) στο οποίο κυρίως δραστηριοποιούνται. Η γενική αρχή που καθιερώνεται με την παρ. 1 του άρθρου 25 είναι ότι η ΕΠΕΥ οφείλει να ενεργεί κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών με αμεροληψία, εντιμότητα και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών του, από την οποία στην ουσία απορρέουν και οι λοιπές ειδικότερες υποχρεώσεις της, όπως η αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων, η βέλτιστη δυνατή εκτέλεση των εντολών που λαμβάνει ή ακόμα η υποχρέωση προειδοποίησης και διαφώτισης των πελατών της.

2.1. Υποχρεώσεις πληροφόρησης

Οι διατάξεις για την πληροφόρηση αποτελούν τη συντριπτική πλειοψηφία των καθιερωμένων κανόνων για τις υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς. Σκοπός της παρεχόμενης πληροφόρησης είναι σύμφωνα με την παρ. 3 του άρθρου 25 του ν. 3606/ 2007 να καθίστανται, μέσω αυτής, οι επενδυτές *«ευλόγως σε θέση να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής ή παρεπόμενης υπηρεσίας και της συγκεκριμένης κατηγορίας του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου και ως εκ τούτου να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις επί τη βάση αντικειμενικής πληροφόρησης»*. Στο ίδιο πνεύμα ορίζεται, επίσης, στην παρ. 3 του άρθρου 25 ότι η πληροφόρηση πρέπει να είναι κατάλληλη και να παρέχεται σε κατανοητή μορφή, ανεξάρτητα από το αν είναι ή όχι τυποποιημένη¹⁸⁵. Η παρεχόμενη πληροφόρηση, η οποία πρέπει να είναι ακριβής, σαφής και μη παραπλανητική (άρθρο 25 παρ. 2 και Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 4), αφορά: (α) *Την ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα και τις υπηρεσίες του*: η πληροφόρηση αυτή απευθύνεται στον ιδιώτη πελάτη και αποσκοπεί στην ενημέρωση του αναφορικά με ορισμένα γενικής φύσεως στοιχεία, όπως τους τρόπους επικοινωνίας μεταξύ της ΑΕΠΕΥ ή του πιστωτικού ιδρύματος και του πελάτη, περιλαμβανομένου του τρόπου αποστολής και λήψης εντολών και συνοπτική περιγραφή της

¹⁸⁴ Βλ. Απόφαση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 1/452/1.11.2007.

¹⁸⁵ Για ορισμένα κριτήρια βάσει των οποίων θα μπορούσε να κριθεί η καταλληλότητα της παρεχόμενης πληροφόρησης, χρήσιμες είναι οι αναφορές που γίνονται στο σημείο 45 του αιτιολογικού της Οδηγίας 2006/73/ΕΚ.

πολιτικής που εφαρμόζει το πιστωτικό ίδρυμα για την αντιμετώπιση της σύγκρουσης συμφερόντων (άρθρο 25 παρ. 2 και Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 7 παρ 1-2), (β) *Τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, καθώς και κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποιήσεις σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα ή με την υιοθέτηση των εν λόγω επενδυτικών στρατηγικών:* η πληροφόρηση εδώ διαφοροποιείται ανάλογα με το αν ο πελάτης είναι ιδιώτης ή επαγγελματίας (άρθρο 25 παρ. 3 και Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 8). Επίσης, η ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα υποχρεούται να παρέχει διεξοδική πληροφόρηση για την τυχόν κατοχή εκ μέρους του χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων πελατών (Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 9 και 11), (γ) *Τους τόπους εκτέλεσης των εντολών που λαμβάνει η ΕΠΕΥ,* (δ) *Το κόστος και τις σχετικές παρεπόμενες επιβαρύνσεις:* λαμβανομένου υπόψη ότι το κόστος αποτελεί ουσιώδη παράγοντα για τη διενέργεια συναλλαγών εν γένει, ο νόμος εστιάζει στο συνολικό κόστος της υπηρεσίας και όχι μόνο στην αμοιβή που καταβάλλεται στο ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα, καθώς αυτά τα δύο μεγέθη ενδέχεται, όπως συμβαίνει συνήθως, να διαφοροποιούνται σημαντικά (άρθρο 25 παρ. 3 και Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 10).

Ο κύριος όγκος της προβλεπόμενης πληροφόρησης πρέπει να παρέχεται στους ιδιώτες πελάτες, ενώ για τους επαγγελματίες οι συναφείς απαιτήσεις είναι σαφώς λιγότερες. Η διαφοροποίηση αυτή εξηγείται από το ότι οι ανάγκες που τεκμαίρεται ότι έχουν οι ιδιώτες σε σχέση με τους επαγγελματίες είναι σαφώς αυξημένες λόγω της, κατά κανόνα, έλλειψης εξοικείωσης τους με τις επενδυτικές υπηρεσίες και τους κινδύνους που αυτές ενέχουν. Ταυτόχρονα, επιδιώκεται η αποφυγή της υπέρμετρης και αδικαιολόγητης επιβάρυνσης των επιχειρήσεων με το κόστος και τις διαδικασίες που απαιτούνται για την παροχή της πληροφόρησης αυτής σύμφωνα με την αρχή της αναλογικότητας¹⁸⁶. Όπως αναφέρεται χαρακτηριστικά στο σημείο 44 του αιτιολογικού της Οδηγίας 2006/73/EK : «... Οι επαγγελματίες πελάτες πρέπει, με ορισμένες εξαιρέσεις, να είναι σε θέση να εντοπίζουν οι ίδιοι τις πληροφορίες που τους είναι αναγκαίες για τη λήψη ενημερωμένων αποφάσεων και να ζητούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να τους τις διαβιβάσουν. Εάν αυτές οι απαιτήσεις παροχής πληροφοριών είναι εύλογες και αναλογικές, οι επιχειρήσεις επενδύσεων πρέπει να παρέχουν συμπληρωματικές πληροφορίες»¹⁸⁷. Ειδικές ρυθμίσεις προβλέπονται, τέλος, αναφορικά με τις διαφημιστικές ανακοινώσεις για την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών, οι οποίες πρέπει, όπως και η παρεχόμενη πληροφόρηση, να είναι ακριβείς, σαφείς, μη παραπλανητικές και να μπορούν να αναγνωρίζονται σαφώς ως τέτοιες¹⁸⁸.

Ο νομοθέτης φαίνεται, κατ' αρχήν, να προτάσσει την παροχή έγγραφης ενημέρωσης στον πελάτη, καθώς στο ν. 3606/2007 γίνεται αναφορά μόνον σε έγγραφο μέσο (άρθρο 25 παρ. 8). Ωστόσο, σύμφωνα με τις διατάξεις της Απόφασης 1/452/2007, με τις οποίες εξειδικεύεται το περιεχόμενο του άρθρου 25, η πληροφόρηση που οφείλει να παρέχει το πιστωτικό ίδρυμα προς τους πελάτες του είναι δυνατό να παρέχεται και με άλλους τρόπους- υπό προϋποθέσεις και με σταθερό μέσο¹⁸⁹ ή μέσω διαδικτύου. Τέλος, η προβλεπόμενη σύμφωνα με τα προαναφερθέντα πληροφόρηση παρέχεται σε ενδεδειγμένο χρόνο πριν από την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών στο σύνολο της στους ιδιώτες πελάτες¹⁹⁰ και ως προς ορισμένα στοιχεία της, που σχετίζονται με τη φύλαξη χρημα-

¹⁸⁶ ΑΥΓΗΤΙΔΗΣ (2014), σελ. 121επ.

¹⁸⁷ Βλ. επίσης Οδηγία 2006/73/EK σημεία 5, 44 και 53 αιτιολογικού.

¹⁸⁸ Βλ. άρθρο 25 παρ. 2 και Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 6 παρ. 6-7.

¹⁸⁹ Για τον ορισμό του σταθερού μέσου βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 2 παρ. 1.

¹⁹⁰ Βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 6 παρ. 1-2. Βλ. ωστόσο και παρ. 4 του ίδιου άρθρου σχετικά με τις προϋποθέσεις εξαίρεσης από την υποχρέωση αυτή. Βλ. επίσης, ΑΥΓΗΤΙΔΗΣ (2014), σελ. 121-122.

τοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων του πελάτη, στους επαγγελματίες πελάτες¹⁹¹. Για το στάδιο μετά τη σύναψη της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, προβλέπονται υποχρεώσεις ενημέρωσης του πελάτη σχετικά με την εκτέλεση της εντολής του. Ειδικότερα, προβλέπεται ότι η ΕΠΕΥ παρέχει αμέσως στον πελάτη τις ουσιώδεις πληροφορίες που αφορούν στην εκτέλεση της εντολής του (τεμάχια αγοράς ή πώλησης, τιμή) και αποστέλλει στον ιδιώτη πελάτη ειδοποίηση για την επιβεβαίωση εκτέλεσης της εντολής του, εντός του αντικειμενικά απαραίτητου χρόνου και σε κάθε περίπτωση το αργότερο την πρώτη εργάσιμη μέρα μετά την εκτέλεση της εντολής ή μετά τη λήψη της επιβεβαίωσης που της αποστέλλει τρίτος, εάν η εταιρία λαμβάνει επιβεβαίωση από τρίτο¹⁹².

2.2. Έλεγχος καταλληλότητας και έλεγχος συμβατότητας

Άλλη μια κατηγορία διατάξεων αφορά στην υποχρέωση διενέργειας πριν από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ελέγχου καταλληλότητας ή συμβατότητας ανάλογα με την παρεχόμενη επενδυτική υπηρεσία. Ειδικότερα, ο έλεγχος καταλληλότητας γίνεται στο πλαίσιο της παροχής της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή επενδυτικής συμβουλής και ο έλεγχος συμβατότητας στο πλαίσιο της παροχής των υπόλοιπων επενδυτικών υπηρεσιών. Μοναδική εξαίρεση από την υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας καθιερώνεται, υπό τις προϋποθέσεις που ορίζονται στην παρ. 6 του άρθρου 25 του ν. 3606/2007 σε ό,τι αφορά την εκτέλεση εντολών πελατών και τη λήψη και διαβίβαση εντολών (με ή χωρίς παρεπόμενες υπηρεσίες). Τόσο η διενέργεια ελέγχου καταλληλότητας όσο και ελέγχου συμβατότητας συνίσταται στη συγκέντρωση πληροφοριών από τον πελάτη ή δυνητικό πελάτη της ΕΠΕΥ αναφορικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του πρώτου στον επενδυτικό τομέα, που σχετίζονται με τη συγκεκριμένη εκάστοτε κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας.

Στην περίπτωση του ελέγχου καταλληλότητας (suitability test)¹⁹³ αναζητούνται πληροφορίες αναφορικά με τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη· κύριο ζητούμενο είναι η αξιολόγηση από το πιστωτικό ίδρυμα με βάση τις εν λόγω πληροφορίες, των κατάλληλων για το συγκεκριμένο πελάτη επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων, στο πλαίσιο είτε της διαχείρισης χαρτοφυλακίου του είτε της παροχής σε αυτόν επενδυτικών συμβουλών (άρθρο 25 παρ. 4 του ν. 3606/2007). Στο βαθμό που κατά τον έλεγχο καταλληλότητας αξιολογούνται επιπροσθέτως η χρηματοοικονομική κατάσταση και οι επενδυτικοί στόχοι του επενδυτή, παρατηρείται ότι ο έλεγχος αυτός είναι δυσχερέστερος από τον έλεγχο συμβατότητας. Ζητούμενο του ελέγχου συμβατότητας αντίστοιχα είναι η εκτίμηση κατά πόσο η σχεδιαζόμενη να παρασχεθεί επιμέρους επενδυτική υπηρεσία ή επιμέρους χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλα για τον πελάτη (άρθρο 25 παρ. 5 του ν. 3606/2007), καθώς και αν ο πελάτης διαθέτει την αναγκαία πείρα και γνώσεις, ώστε να είναι σε θέση να κατανοεί τους κινδύνους που ενέχουν¹⁹⁴.

Εν συνεχεία, στο πλαίσιο του ελέγχου συμβατότητας (appropriateness test) προβλέπεται επί-

¹⁹¹ Βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 6 παρ. 2. Για το τι συνιστά εύθετο χρόνο πριν από την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών, χρήσιμες είναι οι αναφορές που γίνονται στα σημεία 48 και 49-50 του αιτιολογικού της Οδηγίας 2006/73/ΕΚ. Βλ. επίσης, ΑΥΓΗΤΙΔΗ(2014), σελ. 122-123.

¹⁹² Η εταιρία δεν αποστέλλει ειδοποίηση για την επιβεβαίωση εκτέλεσης εντολής εάν πρόκειται να αποσταλεί άμεσα στον ιδιώτη πελάτη από άλλο πρόσωπο επιβεβαίωση που περιέχει τις ίδιες πληροφορίες. Ειδικότερες υποχρεώσεις προβλέπονται στην περίπτωση εντολών που αφορούν ομόλογα και μερίδια ή μετοχές ΟΣΕΚΑ, καθώς και στην περίπτωση παροχής της υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Βλ. άρθρα 17 παρ. 2,3 και 18, 19 της υπ' αριθμόν 1/452/2007 Απόφασης αντίστοιχα.

¹⁹³ Βλ. άρθρο 12 της υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

¹⁹⁴ Βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 13 παρ. 1.

σης, αφενός μεν ότι αν η επενδυτική υπηρεσία ή το χρηματοπιστωτικό μέσο κριθούν- βάσει των ως άνω πληροφοριών¹⁹⁵- ακατάλληλα για τον πελάτη, η ΕΠΕΥ οφείλει να τον ειδοποιήσει σχετικά, και αφετέρου ότι αν ο πελάτης δεν παράσχει τις απαιτούμενες πληροφορίες ή παράσχει ανεπαρκή πληροφόρηση, η ΕΠΕΥ οφείλει να τον προειδοποιήσει ότι δεν είναι σε θέση να κρίνει κατά πόσο το προσφερόμενο ή ζητούμενο χρηματοπιστωτικό μέσο ή υπηρεσία είναι κατάλληλα γι' αυτόν (άρθρο 25 παρ. 5 του ν. 3606/2007). Αν και στο νόμο δεν καθορίζονται ρητά οι έννομες συνέπειες από τις σχετικές διατάξεις συνάγεται ότι η υποχρέωση και η ευθύνη της ΑΕΠΕΥ ή του πιστωτικού ιδρύματος εξαντλείται και στις δύο περιπτώσεις στη γνωστοποίηση της προβλεπόμενης, κατά περίπτωση προειδοποίησης του πελάτη και ότι επαφίεται στον πελάτη η λήψη της τελικής επενδυτικής απόφασης και η ανάληψη του σχετικού κινδύνου αν επιλέξει την προσφερόμενη επενδυτική υπηρεσία ή χρηματοπιστωτικό μέσο παρά την προειδοποίηση ότι είναι ακατάλληλα γι' αυτόν. Αντίστοιχα, ο πελάτης αναλαμβάνει τον κίνδυνο της προσφοράς εκ μέρους της ΑΕΠΕΥ ή του πιστωτικού ιδρύματος ακατάλληλου προϊόντος λόγω ανεπαρκούς ή έλλειψης πληροφόρησης του τελευταίου.

Πρόβλεψη περί των ως άνω προειδοποιήσεων δεν θεσμοθετείται στο πλαίσιο του ελέγχου καταλληλότητας, καθόσον στη μεν διαχείριση χαρτοφυλακίου, η ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα ενεργεί κατά διακριτική ευχέρεια με βάση την εντολή του πελάτη και συνεπώς δεν τίθεται ζήτημα λήψης της τελικής επενδυτικής απόφασης από τον πελάτη, ενώ η επενδυτική συμβουλή προϋποθέτει εκ της φύσεως και της αποστολής της την αναζήτηση εκ μέρους του ίδιου του πελάτη του καταλληλότερου εκάστοτε χρηματοπιστωτικού μέσου ή/και επενδυτικής υπηρεσίας. Αντίθετα, σε ό, τι αφορά τη μη παροχή από τον πελάτη της ζητούμενης πληροφόρησης στο πλαίσιο του ελέγχου καταλληλότητας, ορίζεται ότι η ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα δεν προβαίνει στη διαχείριση χαρτοφυλακίου ή στην παροχή επενδυτικών συμβουλών¹⁹⁶. Η απαγόρευση αυτή είναι εύλογη στο μέτρο που στην περίπτωση αυτή η ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα δεν θα είναι αντικειμενικά σε θέση να προβεί στην παροχή των εν λόγω υπηρεσιών προσηκόντως. Αυτό το οποίο δεν προβλέπεται είναι αν υπάρχει τέτοια υποχρέωση της ΕΠΕΥ ή του πιστωτικού ιδρύματος σε περίπτωση παροχής ανεπαρκούς πληροφόρησης από τον πελάτη. Εκτιμάται ότι, από τη στιγμή που δεν απαγορεύεται ρητά, θα είναι δυνατή η παροχή των δύο επενδυτικών υπηρεσιών κατά την κρίση του πιστωτικού ιδρύματος και ανάλογα με το βαθμό της ανεπάρκειας της παρασχεθείσας πληροφόρησης¹⁹⁷. Τόσο ο έλεγχος καταλληλότητας όσο και ο έλεγχος συμβατότητας αφορούν ιδίως τους ιδιώτες πελάτες, οι οποίοι κρίνεται ότι χρήζουν μεγαλύτερης προστασίας¹⁹⁸.

2.3.Βέλτιστη εκτέλεση εντολών

Επιπλέον, η ΕΠΕΥ οφείλει κατά την εκτέλεση των εντολών των πελατών¹⁹⁹ να επιτυγχάνει τη βέλτιστη εκτέλεση (best execution) τους, να διασφαλίζει την έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση των εντολών πελατών σε σχέση με τις εντολές άλλων πελατών ή με τα συμφέροντα του πιστωτικού ιδρύματος και να τηρεί ορισμένες υποχρεώσεις ενημέρωσης. Με την επιφύλαξη ότι δεν υπάρχουν συγκεκριμένες οδηγίες του πελάτη, τις οποίες η ΕΠΕΥ οφείλει να τηρεί, το περιεχόμενο της υπο-

¹⁹⁵ Σε αντίθεση, δηλαδή, με τον έλεγχο καταλληλότητας, κατά τον έλεγχο της συμβατότητας η ΕΠΕΥ δεν υποχρεούται να συγκεντρώνει πληροφορίες σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη και την οικονομική του κατάσταση.

¹⁹⁶ Βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 12 παρ. 5.

¹⁹⁷ Βλ. σε ΡΟΚΑ/ΓΚΟΡΤΣΟ (2012), σελ. 320επ.

¹⁹⁸ Για τον επαγγελματία πελάτη και τον επιλέξιμο αντισυμβαλλόμενο (βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρα 12 παρ. 4 και 13 παρ. 2).

¹⁹⁹ Βλ. ΑΠ 674/99, ΕΕμπΔ 200, 287 για τη διάρκεια ισχύος της εντολής.

χρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης συνίσταται στη λήψη κάθε εύλογου μέτρου από την ΕΠΕΥ, ώστε να επιτυγχάνεται κατά την εκτέλεση εντολών το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη. Το βέλτιστο αυτό αποτέλεσμα αξιολογείται με όρους τιμής, κόστους, ταχύτητας, πιθανότητας εκτέλεσης και διακανονισμού, όγκου φύσης και οποιουδήποτε άλλου παράγοντα αφορά στην εκτέλεση της εντολής (άρθρο 27 παρ.1 του ν. 3606/07). Η καθιέρωση της υποχρέωσης αυτής εστιάζει στον τρόπο εκτέλεσης εντολών εξαιτίας κυρίως της πληροφοριακής ασυμμετρίας που κατά τεκμήριο υπάρχει μεταξύ της ΕΠΕΥ και του πελάτη ιδίως σε ό, τι αφορά τον τρόπο διαμόρφωσης των τιμών. Στο πλαίσιο αυτό, ειδικά σε ό, τι αφορά την εκτέλεση εντολών ιδιωτών πελατών, κυρίαρχο ρόλο, σύμφωνα με τη νομοθεσία για την αξιολόγηση της επίτευξης του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος, έχει το συνολικό τίμημα της εκτέλεσης, δηλαδή η τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου και κάθε κόστος που συνδέεται με την εκτέλεση και βαρύνει τον πελάτη²⁰⁰. Οι λοιποί προαναφερθέντες παράγοντες και κάθε άλλο έμμεσο κόστος συναλλαγής είναι δυνατό να υπερισχύσουν εν προκειμένω, μόνον αν η συμβολή τους είναι καθοριστική στην επίτευξη του βέλτιστου αποτελέσματος σε σχέση με το συνολικό τίμημα που καταβάλλει ο ιδιώτης πελάτης²⁰¹.

Στις περιπτώσεις εκτέλεσης εντολών επαγγελματιών πελατών, η ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα για τον προσδιορισμό της βαρύτητας των επιμέρους ως άνω παραμέτρων, λαμβάνει υπόψη τα χαρακτηριστικά του πελάτη και της εντολής του, των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο της εντολής, και των τόπων εκτέλεσης προς τους οποίους μπορεί να σταλεί προς εκτέλεση η εντολή (Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 21 παρ.1). Όταν υπάρχουν περισσότεροι επιλέξιμοι τόποι εκτέλεσης, οι οποίοι περιλαμβάνονται στην πολιτική εκτέλεσης της ΕΠΕΥ, προκειμένου να αξιολογηθεί το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη λαμβάνονται υπόψη οι προμήθειες που εισπράττει αυτή και το κόστος που εν γένει βαρύνει τον πελάτη για την εκτέλεση της εντολής σε καθέναν από τους επιλέξιμους τόπους εκτέλεσης (Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 21 παρ. 4-5). Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης δεν σημαίνει ότι απαιτείται από την ΑΕΠΕΥ ή το πιστωτικό ίδρυμα να περιλαμβάνει στην πολιτική εκτέλεσης όλους τους διαθέσιμους τόπους εκτέλεσης, αλλά μόνον εκείνους που επιλέγει²⁰². Γι' αυτό άλλωστε ενημερώνει τον πελάτη για τους τόπους εκτέλεσης, στους οποίους, με βάση την πολιτική που ακολουθεί, μπορεί να σταλεί προς εκτέλεση η εντολή. Ως τόπος εκτέλεσης νοείται μια οργανωμένη αγορά, ένας ΠΜΔ, ένας συστηματικός εσωτερικοποιητής ή ένας ειδικός διαπραγματευτής ή άλλος πάροχος ρευστότητας ή μια οντότητα που επιτελεί σε τρίτη χώρα λειτουργία όμοια με τις ανωτέρω (Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 2 παρ. 12). Κύριο εργαλείο για την επίτευξη του στόχου της βέλτιστης εκτέλεσης αποτελεί η κατάρτιση και η εφαρμογή από την ΑΕΠΕΥ ή τα πιστωτικά ιδρύματα πολιτικής εκτέλεσης εντολών, η οποία να τους επιτρέπει να επιτυγχάνουν το αποτέλεσμα αυτό για τις εντολές των πελατών τους (άρθρο 27 παρ.2). Το ελάχιστο κατά νόμο περιεχόμενο της πολιτικής εκτέλεσης εντολών ορίζεται στην παρ.3 του άρθρου 27 του ν. 3606/07. Επιπλέον, στην αποτελεσματική εφαρμογή του κανόνα της βέλτιστης εκτέλεσης συμβάλλουν, αναμφίβολα και οι καθιερωμένες στο ν. 3606/2007 υποχρεώσεις δημοσιοποίησης λεπτομερών πληροφοριών σχετικά με τις συναλλαγές σε μετοχές που ολοκληρώθηκαν, καθώς και η ανακοίνωση λεπτομερών πληροφοριών για τις τρέχουσες ευκαιρίες συναλλαγών σε μετοχές, οι λεγόμενες απαιτήσεις διαφάνειας, οι οποίες καθιερώνονται για όλες τις συναλλαγές σε μετοχές ανεξάρτητα από το αν εκτελούνται από πιστωτικό ίδρυμα σε διμερή βάση ή μέσω οργανωμένων αγορών ή ΠΜΔ²⁰³.

²⁰⁰ Απόφαση 1/452/1.11.2007 άρθρο 21 παρ. 3 βλ. επίσης Οδηγία 2006/73/EK σημεία 71-72 αιτιολογικού.

²⁰¹ Οδηγία 2006/73/EK σημείο 67 αιτιολογικού.

²⁰² Βλ. Οδηγία 2006/72/EK σημείο 66 αιτιολογικού.

²⁰³ Βλ. και Οδηγία 2004/39/EK σημείο 44 αιτιολογικού.

Οι ΕΠΕΥ οφείλουν να ενημερώνουν τους πελάτες ή δυνητικούς πελάτες τους σχετικά με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν, τη δυνατότητα, αν προβλέπεται στην πολιτική τους, εκτέλεσης εντολών εκτός οργανωμένων αγορών ή ΠΜΔ και κατόπιν αιτήματος στοιχεία ως προς το ότι έχουν εκτελέσει τις εντολές τους σύμφωνα με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν (άρθρο 27 παρ.3-4 και 6 ν. 3606/2007). Τέλος, ειδικά σε ό, τι αφορά τους ιδιώτες πελάτες, προβλέπεται η υποχρέωση παροχής πριν από την παροχή της υπηρεσίας πρόσθετης πληροφόρησης για την πολιτική εκτέλεσης εντολών που εφαρμόζει η ΕΠΕΥ (Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 23 παρ. 2), όπως η παροχή πληροφόρησης για τον κατάλογο των τόπων εκτέλεσης, στους οποίους βασίζεται το πιστωτικό ίδρυμα για να εκπληρώσει την υποχρέωση της βέλτιστης εκτέλεσης και η σαφής και εμφανής προειδοποίηση ότι τυχόν συγκεκριμένες οδηγίες πελάτη ενδέχεται να εμποδίσουν το πιστωτικό ίδρυμα να λάβει τα μέτρα που προβλέπονται στην πολιτική του για τη βέλτιστη εκτέλεση των εντολών ως προς τα στοιχεία που καλύπτονται από τις οδηγίες του πελάτη.

Εκτός από την υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης, οι ΕΠΕΥ οφείλουν, κατά την εκτέλεση των εντολών πελατών τους να τηρούν δύο ακόμη κανόνες, εκ των οποίων ο πρώτος είναι γενικός, ενώ ο δεύτερος αφορά μόνον τις εντολές πελατών με όριο. Ο πρώτος κανόνας συνίσταται στην υποχρέωση της ΕΠΕΥ να διασφαλίζει την έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση των εντολών πελατών του σε σχέση με τις εντολές άλλων πελατών της ή με τα συμφέροντα της ίδιας (Απόφαση ΕΚ 1/452/2007 άρθρο 28 παρ.1). Προς τον σκοπό αυτό οφείλει να εφαρμόζει διαδικασίες με τις οποίες να διασφαλίζεται ότι όλες οι εντολές που εκτελούνται για λογαριασμό πελατών καταχωρίζονται και επιμερίζονται άμεσα και με ακρίβεια και ότι συγκρίσιμες εντολές εκτελούνται με βάση τον κανόνα της χρονικής προτεραιότητας, δηλαδή με τη σειρά με την οποία λαμβάνονται και αμέσως, εκτός εάν τα συμφέροντα του πελάτη απαιτούν διαφορετικό χειρισμό, κάτι το οποίο κρίνεται *ad hoc* από το πιστωτικό ίδρυμα (Απόφαση ΕΚ 1/452/2007 άρθρο 24 παρ.1)²⁰⁴. Ειδικά σε ό, τι αφορά τους ιδιώτες πελάτες, οι ΕΠΕΥ οφείλουν, επίσης, να τους ενημερώνουν σχετικά με κάθε ουσιώδη δυσχέρεια που μπορεί να επηρεάσει την ορθή εκτέλεση των εντολών τους, αμέσως μόλις λάβουν γνώση της δυσχέρειας αυτής²⁰⁵. Περαιτέρω, ο νόμος απαγορεύει την τυχόν αθέμιτη χρήση των πληροφοριών περί εκκρεμών εντολών· τα δε πιστωτικά ιδρύματα οφείλουν να λαμβάνουν όλα τα εύλογα μέτρα προκειμένου να αποφευχθεί η τυχόν κατάχρηση των πληροφοριών αυτών από καλυπτόμενα πρόσωπα²⁰⁶.

Ο δεύτερος κανόνας αφορά τις εντολές με όριο και όχι για όλες τις κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων, αλλά μόνον για μετοχές που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε οργανωμένη αγορά. Εντολή με όριο είναι η εντολή εκείνη, για την οποία έχει συμφωνηθεί τιμή αγοράς ή πώλησης ή πάντως έχει καθοριστεί ανώτατο ή κατώτατο όριο. Αν μια τέτοια εντολή δεν εκτελείται αμέσως υπό τις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά, το πιστωτικό ίδρυμα, με την επιφύλαξη άλλων οδηγιών που έχουν δοθεί ρητά από τον πελάτη, οφείλει να διευκολύνει την ταχύτερη δυνατή εκτέλεση της εντολής, ανακοινώνοντας αμέσως δημόσια την εντολή αυτή του πελάτη με τρόπο προσιτό στους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά (άρθρο 28 παρ. 2 ν. 3606/2007). Τα πιστωτικά ιδρύματα

²⁰⁴ Σύμφωνα με το αιτιολογικό της Οδηγίας 2006/73/ΕΚ, σημείο 78: « Με την επιφύλαξη της οδηγίας 2003/6/ΕΚ, για τους σκοπούς των διατάξεων της παρούσας οδηγίας που αφορούν το χειρισμό των εντολών πελατών, οι εντολές πελατών δεν πρέπει να θεωρούνται κατά τα άλλα συγκρίσιμες εάν λαμβάνονται με διαφορετικά μέσα και δεν είναι δυνατόν να διεκπεραιώνονται με τη σειρά λήψης τους».

²⁰⁵ Βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 24 παρ.1 (γ).

²⁰⁶ Βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 24 παρ.3. Ενδεικτικά, τέτοιου είδους αθέμιτη χρήση των πληροφοριών θα συνιστά η χρησιμοποίησή τους από το πιστωτικό ίδρυμα προκειμένου να διαπραγματευτεί για ίδιο λογαριασμό στα χρηματοπιστωτικά μέσα που αφορά η εντολή του πελάτη (Οδηγία 2006/73/ΕΚ σημείο 78 αιτιολογικού).

θεωρείται ότι εκπληρώνουν την υποχρέωση τους αυτή, εάν διαβιβάσουν την εντολή του πελάτη σε οργανωμένη αγορά ή ΠΜΔ. Εξάιρεση από την υποχρέωση δημοσιοποίησης καθιερώνεται για εντολές μεγάλου μεγέθους σε σχέση με το κανονικό μέγεθος της αγοράς για τη συγκεκριμένη μετοχή ή κατηγορία μετοχής βάσει του άρθρου 20 του Κανονισμού της Επιτροπής 1287/2006²⁰⁷.

Η ΕΠΕΥ μετά την εκτέλεση της εντολής πελάτη -και εφόσον ενεργεί εκτός πλαισίου διαχείρισης χαρτοφυλακίων -οφείλει αφενός να παρέχει άμεσα σε αυτόν τις ουσιώδεις πληροφορίες που αφορούν την εκτέλεση της εντολής της, και αφετέρου να του αποστέλλει ειδοποίηση για την επιβεβαίωση εκτέλεσης της εντολής του (Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 17 παρ.1). Η ειδοποίηση πρέπει να γίνεται εντός του αντικειμενικά απαραίτητου χρόνου και, πάντως το αργότερο εντός της πρώτης εργάσιμης ημέρας μετά την εκτέλεση της εντολής ή μετά από την λήψη της επιβεβαίωσης που αποστέλλει η ΕΠΕΥ τρίτος, εφόσον συντρέχει περίπτωση, ενώ το περιεχόμενό της ορίζεται ειδικά (Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 17 παρ. 4)²⁰⁸.

3. Ενίσχυση της προστασίας του επενδυτή- MiFID II

Το αντίστοιχο Τμήμα 2 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ που έχει τον τίτλο «διατάξεις για την προστασία των επενδυτών» δεν αναφέρεται σε υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας, αλλά διασπά το περιεχόμενο του άρθρου 19 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ σε δύο επιμέρους άρθρα εκ των οποίων το πρώτο ρυθμίζει τις γενικές αρχές και την πληροφόρηση των επενδυτών και το δεύτερο την αξιολόγηση της καταλληλότητας και της συμβατότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών και την ενημέρωση των πελατών σχετικά με την εκτέλεση των εντολών τους. Κατά τα λοιπά, διατηρούνται, με κάποιες τροποποιήσεις, οι διατάξεις σχετικά με την παροχή υπηρεσιών μέσω άλλης επιχείρησης, την υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών, τους κανόνες χειρισμού εντολών πελατών, τις υποχρεώσεις κατά τον ορισμό συνδεδεμένων αντιπροσώπων και τις συναλλαγές με επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους.

Διατηρείται η διάκριση των πελατών σε ιδιώτες, επαγγελματίες και επιλέξιμους αντισυμβαλλομένους, η οποία καθορίζει και το επίπεδο προστασίας που οφείλει να τους παρέχει η ΕΠΕΥ. Υπογραμμίζεται, όμως, ότι για να ενισχυθεί το κανονιστικό πλαίσιο που εφαρμόζεται στην παροχή υπηρεσιών, πρέπει να γίνει σαφές ότι η κύρια υποχρέωση των επιχειρήσεων αυτών να ενεργούν με δίκαιο, έντιμο και επαγγελματικό τρόπο, καθώς και να είναι δίκαιες, σαφείς και μη παραπλανητικές ισχύουν σε σχέση με όλους τους πελάτες²⁰⁹.

Οι σημαντικότερες αλλαγές εντοπίζονται στην πληροφόρηση των επενδυτών κατά το στάδιο πριν την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της παροχής επενδυτικών συμβουλών. Έτσι, για την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών προβλέπεται ειδικότερα ότι πριν από την παροχή των επενδυτικών συμβουλών, η ΕΠΕΥ οφείλει να γνωστοποιεί το κόστος των συμβουλών, να διασαφηνίζει το είδος των συμβουλών που παρέχει και το φάσμα των προϊόντων τα οποία εξετάζει, εάν παρέχει επενδυτικές συμβουλές σε ανεξάρτητη βάση και αν παρέχει στους πελάτες περιοδική αξιολόγηση της καταλληλότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων που προτείνει²¹⁰. Παράλληλα, για την αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων αποκλείεται η δυνατότητα των επιχειρήσεων που παρέχουν

²⁰⁷ Βλ. Απόφαση 1/452/2007 άρθρο 23 παρ.4.

²⁰⁸ Τόσο η παροχή των πληροφοριών όσο και η ειδοποίηση πρέπει να γίνονται μέσω σταθερού μέσου.

²⁰⁹ Βλ. παρ. 86 του Προοιμίου Οδηγίας.

²¹⁰ Βλ. παρ. 4 στοιχ. α άρθρου 24.

επενδυτικές συμβουλές σε ανεξάρτητη βάση, καθώς και την υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου να αποδέχονται και να διατηρούν αμοιβές, προμήθειες ή άλλα χρηματικά ή μη οφέλη από τρίτους και ειδικότερα από εκδότες ή παρόχους προϊόντων²¹¹.

Ακόμα, λόγω της πολυπλοκότητας των επενδυτικών προϊόντων το προσωπικό που παρέχει επενδυτικές συμβουλές πρέπει να διαθέτει ικανοποιητικό επίπεδο γνώσεων και ικανοτήτων σε σχέση με τα προσφερόμενα προϊόντα. Επίσης, το περιεχόμενο του ελέγχου της καταλληλότητας διευρύνεται περιλαμβάνοντας την υποχρέωση της ΕΠΕΥ να αντλεί πληροφορίες σχετικά και με τη δυνατότητα του πελάτη να υποστεί ζημιές, καθώς και με το επίπεδο ανοχής κινδύνου που μπορεί να αναλάβει ώστε να μπορεί να του συστήσει τις κατάλληλες επενδυτικές υπηρεσίες και χρηματοπιστωτικά μέσα. Σε περίπτωση δε 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.

Επιπλέον, προβλέπεται η υποχρέωση της ΕΠΕΥ να παρέχει στον πελάτη, πριν από τη συναλλαγή, γραπτή δήλωση καταλληλότητας, στην οποία να προσδιορίζει τον τρόπο με τον οποίο οι παρεχόμενες συμβουλές ανταποκρίνονται στις προτιμήσεις, τις ανάγκες και τα λοιπά χαρακτηριστικά του ιδιώτη πελάτη²¹². Η δήλωση θα πρέπει να παρέχεται σε σταθερό μέσο, μεταξύ άλλων και σε ηλεκτρονική μορφή, ενώ προβλέπονται ειδικότερες διατυπώσεις για την περίπτωση στην οποία η συμφωνία για αγορά ή πώληση έχει συναφθεί μέσω επικοινωνίας εξ αποστάσεως που δεν καθιστά δυνατή την εκ των προτέρων παράδοση της δήλωσης καταλληλότητας.

Το περιεχόμενο της υποχρέωσης για έλεγχο συμβατότητας κατά την παροχή άλλων επενδυτικών υπηρεσιών πλην των επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, δε μεταβάλλεται με τις διατάξεις της νέας Οδηγίας²¹³. Ορισμένες τροποποιήσεις επέρχονται μόνο στις προϋποθέσεις εξαίρεσης της υπηρεσίας λήψης διαβίβασης και εκτέλεσης εντολών από τον έλεγχο συμβατότητας²¹⁴. Συγκεκριμένα, η απαλλαγή από την υποχρέωση χωρεί για τις υπηρεσίες της λήψης διαβίβασης και εκτέλεσης εντολών με ή χωρίς παρεπόμενες υπηρεσίες, με την εξαίρεση, όμως, της περίπτωσης που οι ανωτέρω υπηρεσίες παρέχονται σε συνδυασμό με την παρεπόμενη υπηρεσία της χορήγησης δανείων ή πιστώσεων στους επενδυτές προκειμένου να τους επιτρέπεται η διεξαγωγή μιας συναλλαγής στην οποία εμπλέκεται η επιχείρηση, αφού στην εν λόγω περίπτωση αυξάνεται η πολυπλοκότητα της

²¹¹ Βλ. άρθρο 24 παρ. 7 στοιχ. β και άρθρο 24 παρ. 8.

²¹² Βλ. άρθρο 25 παρ. 6 εδ. 2.

²¹³ Βλ. π.χ. άρθρο 25 παρ. 3 της Οδηγίας.

²¹⁴ Επίσης, τα χρηματοπιστωτικά μέσα στα οποία πρέπει να αφορούν οι ανωτέρω επενδυτικές υπηρεσίες, ώστε να απαλλάσσονται από τον έλεγχο της συμβατότητας, διαφοροποιούνται σημαντικά σε σχέση με τα αναφερόμενα στο άρθρο 19 παρ. 6 της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ και περιλαμβάνουν: α) μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ισοδύναμη αγορά τρίτης χώρας ή σε ΠΜΔ, εφόσον πρόκειται για μετοχές εταιριών και εξαιρουμένων μετοχών σε οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων μη ΟΣΕΚΑ και μετοχών στις οποίες έχουν ενσωματωθεί παράγωγα, β) 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, γ) μέσα της χρηματοαγοράς, εξαιρουμένων εκείνων στα οποία ενσωματώνονται παράγωγα ή στα οποία έχουν ενσωματωθεί δομές που καθιστούν δύσκολη για τον πελάτη την κατανόηση του συναφούς κινδύνου, δ) μετοχές ή μερίδια σε ΟΣΕΚΑ εξαιρουμένων των δομημένων ΟΣΕΚΑ όπως αναφέρονται στο άρθρο 36 παρ. 1 εδ.β, του κανονισμού ΕΕ 583/2010, ε) δομημένες καταθέσεις, εξαιρουμένων εκείνων στις οποίες έχουν ενσωματωθεί δομές που καθιστούν δύσκολη για τον πελάτη την κατανόηση του κινδύνου για την απόδοση ή το κόστος της πρόωρης εξόδου από το προϊόν, στ) άλλα μη πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα.

συναλλαγής και καθίσταται δυσχερέστερη η κατανόηση του σχετικού κινδύνου²¹⁵. Κατά τα λοιπά, οι υπόλοιπες προϋποθέσεις χορήγησης της απαλλαγής παραμένουν οι ίδιες²¹⁶.

Η Οδηγία ενισχύει, επίσης, το πλαίσιο βέλτιστης εκτέλεσης εντολών για ιδιώτες πελάτες. Ειδικότερα, το κόστος εκτέλεσης θα πρέπει να περιλαμβάνει την προμήθεια της ίδιας της ΕΠΕΥ ή τις αμοιβές που χρεώνονται στον πελάτη για ορισμένους σκοπούς, στις περιπτώσεις στις οποίες περισσότεροι του ενός τόποι που προβλέπονται στη πολιτική εκτέλεσης της επιχείρησης μπορούν να εκτελέσουν μια συγκεκριμένη εντολή²¹⁷. Στις περιπτώσεις αυτές η προμήθεια της ίδιας της επιχείρησης και το κόστος εκτέλεσης της εντολής σε καθέναν από τους επιλέξιμους τόπους εκτέλεσης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη, προκειμένου να αξιολογηθούν και να συγκριθούν τα αποτελέσματα που θα επιτυγχάνονταν για τον πελάτη εάν η εντολή εκτελούνταν σε καθέναν από τους τόπους αυτούς. Προκειμένου να βελτιωθούν οι όροι υπό τους οποίους οι ΕΠΕΥ συμμορφώνονται με την υποχρέωση τους για την εκτέλεση εντολών με τους ευνοϊκότερους δυνατούς όρους για τους πελάτες τους, σύμφωνα με την Οδηγία προβλέπεται η υποχρέωση των κρατών μελών να απαιτούν από κάθε τόπο διαπραγμάτευσης και συστηματικό εσωτερικοποιητή όσον αφορά στα χρηματοπιστωτικά μέσα που υπόκεινται στην υποχρέωση διαπραγμάτευσης σύμφωνα με τα άρθρα 23 και 28 του Κανονισμού (ΕΕ) 600/2014 και από κάθε τόπο εκτέλεσης όσον αφορά άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα η διάθεση στο κοινό δεδομένων σχετικά με την ποιότητα της εκτέλεσης των συναλλαγών σε κάθε τόπο²¹⁸.

Ακόμα, η νέα Οδηγία αναφέρεται στην ανάγκη λήψης μέτρων για την ενίσχυση της προστασίας των πελατών ως καταναλωτών. Προβλέπει, συγκεκριμένα, την απαγόρευση καταβολής αμοιβής ή αξιολόγησης των επιδόσεων του προσωπικού των ΕΠΕΥ, για παράδειγμα μέσω αμοιβών, στόχων πωλήσεων ή άλλων τρόπων που παρέχουν κίνητρα για την προώθηση ή την πώληση συγκεκριμένου χρηματοπιστωτικού μέσου, ενώ υπάρχει άλλο προϊόν το οποίο ενδέχεται να ανταποκρίνεται καλύτερα στις ανάγκες του πελάτη²¹⁹.

Τέλος, ειδικές ρυθμίσεις προβλέπονται για τις διασταυρούμενες πωλήσεις, δηλαδή τις πρακτικές δέσμευσης όπου δύο ή περισσότερες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες πωλούνται ως πακέτο και τουλάχιστον μία εκ των υπηρεσιών αυτών δε διατίθεται χωριστά²²⁰. Οι πρακτικές αυτές θεωρείται ότι μπορούν να προκαλέσουν στρεβλώσεις στον ανταγωνισμό και να επηρεάσουν αρνητικά την κινητικότητα του πελάτη και την ικανότητα του να κάνει τεκμηριωμένες επιλογές²²¹.

²¹⁵ Βλ. παρ. 80 Προοιμίου Οδηγίας.

²¹⁶ Δηλαδή, η υπηρεσία πρέπει: α) να παρέχεται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη ή δυνητικού πελάτη, β) ο πελάτης ή δυνητικός πελάτης να έχει ενημερωθεί σαφώς ότι κατά την παροχή της εν λόγω υπηρεσίας η επιχείρηση 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, γ) η επιχείρηση επενδύσεων συμμορφώνεται με τις κατά το άρθρο 23 υποχρεώσεις της.

²¹⁷ Βλ. άρθρο 27 παρ. 2 εδ. 3.

²¹⁸ Βλ. άρθρο 27 παρ. 3. Επίσης, βλ. άρθρα 27 παρ. 5, 6, 7 για τις οργανωτικές απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις συμπεριφοράς που οφείλουν να τηρούν οι επιχειρήσεις που κατασκευάζουν και διαθέτουν προς πώληση χρηματοπιστωτικά μέσα.

²¹⁹ Βλ. παρ. 77 Προοιμίου Οδηγίας και άρθρο 24 παρ. 10.

²²⁰ ΑΥΓΗΤΙΔΗΣ (2014), σελ. 180.

²²¹ Πχ. πρακτικών δέσμευσης αποτελεί το άνοιγμα τρεχόντων λογαριασμών στο πλαίσιο της παροχής επενδυτικής υπηρεσίας σε ιδιώτη πελάτη. Επίσης, η Οδηγία προβλέπει ότι όταν μια υπηρεσία επενδύσεων προσφέρεται σε συνδυασμό με άλλη υπηρεσία ή προϊόν ως μέρος πακέτου ή ως όρος για την ίδια συμφωνία ή πακέτο, η ΕΠΕΥ ενημερώνει τον πελάτη εάν υπάρχει ή όχι η δυνατότητα αγοράς των διαφόρων στοιχείων

ΕΝΟΤΗΤΑ ΙΙΙ: ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ- Η ΑΣΤΙΚΗ ΕΥΘΥΝΗ ΤΩΝ ΥΠΕΥΘΥΝΩΝ ΠΡΟΣΩΠΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ- Η ΑΞΙΩΣΗ ΑΠΟΖΗΜΙΩΣΗΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Α. Το έλλειμμα ατομικής προστασίας του ευρωπαϊού αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών- Οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ στο μεταίχμιο του δικαίου των συμβάσεων και του εποπτικού δικαίου

Στην Οδηγία 2004/39/ΕΚ διακηρύσσεται πανηγυρικά ότι «ένας από τους στόχους»²²² της είναι η προστασία του επενδυτή. Όμως, σε σειρά αναφορών της αιτιολογικής έκθεσης της Οδηγίας υπονοείται σαφώς ότι η προστασία των επενδυτών γίνεται αντιληπτή ως αντανakλαστική συνέπεια της γενικότερης αποτελεσματικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμά ότι οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές «δεν μπορούν να επιβιώσουν, εάν οι επενδυτές δεν έχουν πλέον εμπιστοσύνη σε αγορές στις οποίες κυριαρχούν οι δυσλειτουργίες, η έλλειψη διαφάνειας και οι καταχρηστικές πρακτικές, ούτε σε διαμεσολαβητές που δεν εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους έναντι των τελικών επενδυτών»²²³. Έτσι, με βάση αυτή τη νομοθετική αντίληψη η νομική προστασία του επενδυτή δεν αποτελεί αυτοσκοπό, αλλά μέσο για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης του επενδυτή στον αγοραίο θεσμό και την εν γένει αποτελεσματικότητα της αγοράς. Η ερμηνεία αυτή ενισχύεται από το γεγονός ότι η Οδηγία δεν καθιερώνει ατομικές αξιώσεις²²⁴ υπέρ των επενδυτών προς παροχή έννομης προστασίας με αντικείμενο να υποχρεωθεί η ΑΕΠΕΥ ή το Πιστωτικό Ίδρυμα στην τήρηση κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας των 25επ. του Ν. 3606/2007 ή να παραλείψει συμπεριφορά που αποτελεί παραβίαση των κανόνων αυτών. Με άλλα λόγια τόσο η Οδηγία 2004/39 όσο και ο ελληνικός νόμος ενσωμάτωσης της στην ελληνική έννομη τάξη δεν παρέχουν πρωτογενείς αξιώσεις εκπλήρωσης των υποχρεώσεων επαγγελματικής δεοντολογίας, αν και οι εν λόγω υποχρεώσεις προστίθενται στις εν γένει συμβατικές υποχρεώσεις, τις οποίες μια ΕΠΕΥ αναλαμβάνει έναντι των επενδυτών, όταν καταρτίζει μαζί τους σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Ο έλεγχος της τήρησης των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας ανατίθεται, έτσι, πρωταρχικά στην κυρίαρχη δράση των ρυθμιστικών αρχών της κεφαλαιαγοράς, ενώ η θεμελίωση υπέρ των δευτερογενών αξιώσεων αποζημίωση, εξαιτίας της παραβίασης των κανόνων αυτών, είναι ένα ζήτημα που εξαρτάται αποκλειστικά από το εθνικό δίκαιο²²⁵. Το προστατευτικό περιεχόμενο των κανόνων δεοντολογίας λαμβάνει υπόσταση με τη δημιουργία μιας έννομης σχέσης διοικητικής εποπτείας και ελέγχου ανάμεσα στη ρυθμιστική της κεφαλαιαγοράς ρυθμιστική αρχή (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και Τράπεζα της Ελλάδος) και στην εκάστοτε επιχείρηση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, η οποία απειλείται με διοικητικές κυρώσεις (επίπληξη, πρόστιμο ή και βαρύτερη κύρωση)

χωριστά και παρέχει χωριστή τεκμηρίωση για το κόστος και τις επιβαρύνσεις κάθε στοιχείου (άρθρο 24 παρ. 11 εδ.1). Όταν οι κίνδυνοι που προκύπτουν από αυτή τη συμφωνία ή πακέτο που προσφέρεται σε ιδιώτη πελάτη είναι πιθανόν να διαφέρουν από τους κινδύνους που σχετίζονται με κάθε στοιχείο χωριστά, η ΕΠΕΥ παρέχει επαρκή περιγραφή των διαφορετικών στοιχείων της συμφωνίας ή πακέτου και του τρόπου με τον οποίο η αλληλεπίδραση τους μεταβάλλει τους κινδύνους.

²²² Βλ. 31^η αιτιολογική σκέψη του προοιμίου.

²²³ Πρόταση Οδηγίας του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου για τις επενδυτικές υπηρεσίες και τις ρυθμιζόμενες αγορές, COM(2002), 625 τελικό, τμήμα 1.2.

²²⁴ Κατά την κρατούσα άποψη στην επιστήμη ούτε οι απορρέουσες από την καλή πίστη (288, 197-198 ΑΚ) υποχρεώσεις που αναφέρονται στο πλαίσιο ενός συμβατικού ή εν ευρεία εννοία ενοχικού δεσμού αποτελούν κατά κανόνα αντικείμενο αυτοτελούς αξίωσης προς εκπλήρωση, αλλά η παραβίαση τους παρέχει στον θίγοντα μόνο αξίωση προς αποζημίωση, βλ. ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ, ΕνοχΔ-ΓενΜ, 78.

²²⁵ βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 293επ.

στην περίπτωση παραβίασης τους²²⁶. Στη διοικητική διαδικασία ο επενδυτής που υπέστη ζημία από τη συμπεριφορά της ΕΠΕΥ κατέχει τη θέση τρίτου, ενώ την ίδια θέση διατηρεί και στη δίκη που ανοίγεται ενώπιον των διοικητικών δικαστηρίων ύστερα από την άσκηση ένδικου βοηθήματος με το οποίο η ΕΠΕΥ αμφισβητεί τη νομιμότητα της σε βάρος της διοικητικής κύρωσης. Επιβεβαίωση της ανάδειξης της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς σε προνομιακό στόχο του νομοθέτη αποτελεί, εξάλλου, η έμμεση προστασία που προσφέρει στο μεμονωμένο επενδυτή η προβλεπόμενη από την Οδηγία 2004/39/EK νομιμοποίηση διαφόρων συλλογικών φορέων, δημόσιων ή ιδιωτικών, προς το σκοπό προσφυγής στη δικαιοσύνη και διασφάλισης της εφαρμογής των κανόνων δεοντολογίας. Πρέπει να γίνει δεκτό, λοιπόν, ότι, οι υποχρεώσεις δεοντολογίας των ΕΠΕΥ ανήκουν στο χώρο του δημοσίου δικαίου, αποτελούν μέτρα του περιορισμού της οικονομικής ελευθερίας ορισμένων υποκειμένων της κεφαλαιαγοράς προς την κατεύθυνση συγκεκριμένων προτύπων συμπεριφοράς, τα οποία κρίνονται απαραίτητα για την εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος, τη διατήρηση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στο θεσμό της κεφαλαιαγοράς²²⁷.

Η απουσία ατομικής δικαστικής προστασίας του αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών αποτελεί στοιχείο που διαφοροποιεί ουσιωδώς την Οδηγία 2004/39/EK και τις άλλες νομοθετικές πράξεις του κοινοτικού δικαίου κεφαλαιαγοράς από την κοινοτική νομοθεσία προστασίας των οικονομικών συμφερόντων των καταναλωτών, όπου το στοιχείο της προαγωγής των συνολικότερων επιδιώξεων (πχ. θεσμός της συλλογικής αγωγής) συνυπάρχει με το στοιχείο της προστασίας κάθε μεμονωμένου καταναλωτή²²⁸ (πχ. δικαίωμα παροχής πληροφοριών, υπαναχώρησης, αμφισβήτησης του κύρους

²²⁶ Οι διοικητικές κυρώσεις μπορεί να είναι επίπληξη ή πρόστιμο ύψους μέχρι 3 εκατ. Ευρώ ή ίσο με το διπλάσιο του τυχόν οφέλους που αποκόμισε ο παραβάτης από την παράβαση (αρ.61 Ν.3606/2007), καθώς και αναστολή άδειας λειτουργίας της ΕΠΕΥ (αρ. 20 Ν.3606/2007) ή ανάκληση της άδειας της (αρ. 21 παρ. 1 Ν.3606/2007). Βλ. ενδεικτικά και ΣτΕ 1299/2013 ΝΟΜΟΣ, ΣτΕ 4203/2011 ΝΟΜΟΣ, ΔΕΦΑΘ 2744/2011 ΝΟΜΟΣ, ΔΕΦΑΘ 1791/2010 ΝΟΜΟΣ. Σε περίπτωση που παραβάτης είναι πιστωτικό ίδρυμα αρμόδια για τη επιβολή διοικητικών κυρώσεων είναι η Τράπεζα της Ελλάδος. Η λήψη αυτών των μέτρων δημιουργεί διοικητικές ακυρωτικές διαφορές και υπόκειται σε δικαστικό έλεγχο, ύστερα από αίτηση ακύρωσης ενώπιον του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, οι αποφάσεις του οποίου υπόκεινται σε έφεση ενώπιον του Συμβουλίου Επικρατείας (αρ. 25 περ.β' Ν. 3371/2005). Αντίθετα, σύμφωνα με το άρθρο 25 περ α' του ίδιου νόμου οι αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που επιβάλλουν χρηματικό πρόστιμο δημιουργούν διαφορές ουσίας και υπόκεινται σε προσφυγή ενώπιον του ίδιου δικαστηρίου, που δικάζει σε πρώτο και τελευταίο βαθμό, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ(2007), σελ. 424 και ΣτΕ 1425/2006 ΝΟΜΟΣ.

²²⁷ ΑΥΓΗΤΙΔΗΣ (2014), σελ.135επ. Επίσης, όπως παρατηρεί ο ΛΙΑΠΠΗΣ(2012), σελ. 251: «Στο μέτρο που η MiFID δε θεσπίζει υποχρεώσεις ιδιωτικού δικαίου, αλλά κανόνες εποπτείας, οι ιδιωτικού δικαίου συνέπειες των ευρωπαϊκών κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς βρίσκονται εν γένει εκτός του στόχου της μέγιστης εναρμόνισης. Η MiFID στηρίζεται άλλωστε στην αρμοδιότητα ενοποίησης των κανόνων άσκησης των επαγγέλματος της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (άρθρα 53 ΣΛΕΕ). Κατά συνέπεια αυτή δεν μπορεί να επιβάλλει την ενοποίηση κανόνων ιδιωτικού δικαίου. Υπό το πρίσμα αυτό ο εθνικός νομοθέτης και ο εθνικός πολιτικός δικαστής είναι ελεύθεροι να αναγνωρίζουν υποχρεώσεις συμπεριφοράς, οι οποίες υπερβαίνουν τα προβλεπόμενα στη MiFID πρότυπα».

²²⁸ Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 351επ. ο οποίος υποστηρίζει τη δυνατότητα άσκησης συλλογικής αγωγής από ενώσεις καταναλωτών σε περίπτωση παραβίασης κανόνων δεοντολογίας με το εξής σκεπτικό: Η συλλογική δικαστική προστασία που προβλέπεται από τους κανόνες προστασίας του καταναλωτή (άρθρο 10 παρ.9 επ. Ν.2251/1994) δικαιολογείται κατά βάση από τη μέριμνα προαγωγής συλλογικών συμφερόντων του καταναλωτικού κοινού και από την ειδικότερη ανάγκη διάχυσης του γενικοπροληπτικού αποτελέσματος της ατομικής δικαστικής προστασίας υπέρ της ολότητας των καταναλωτών. Επιπλέον, αποτελεί μέσο αντιστάθμισης της συνηθισμένης απροθυμίας ή διστακτικότητας των καταναλωτών προς υπεράσπιση των συμφερόντων τους, γεγονός το οποίο συντείνει στην τόνωση της εμπιστοσύνης τους στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς και στη γενικότερη ασφάλεια των συναλλαγών. Αυτοί είναι μερικοί λόγοι που εξηγούν τη θέσπιση της συλλογικής αγωγής, από τους οποίους γίνεται αντιληπτή η συμπληρωματική σχέση που υφίσταται ανάμεσα στη συλλογική και στην ατομική μορφή της δικαστικής προστασίας. Ο προσανατολισμός των Οδηγιών

συμβατικών όρων που μπορούν ευθέως να προβληθούν απέναντι στους προμηθευτές τους και να γίνουν αντικείμενο δικαστικής αναγνώρισης και προστασίας)²²⁹. Η παρατήρηση αυτή αναδεικνύει ένα σημαντικό έλλειμμα στην προστασία του επενδυτή: στο δικαιοπρακτικό πεδίο της λήψης επενδυτικών υπηρεσιών ο επενδυτής βρίσκει κατ' αρχάς ατομική δικαστική προστασία μόνο εφόσον το αρμόδιο πολιτικό δικαστήριο κατορθώσει να συγκεκριμενοποιήσει επιτυχώς τις γενικές ρήτρες των άρθρων 197-198, 288 και 178-179 ΑΚ προκειμένου να επιτύχει μια δίκαιη εξισορρόπηση του αυξημένου συμφέροντος προστασίας του επενδυτή με το συμφέρον κάθε επιχείρησης να αναπτύσσει χωρίς υπέρμετρες δεσμεύσεις την οικονομική της δράση στο αγοραίο περιβάλλον. Επίσης, ο επενδυτής μπορεί να αξιώσει ατομική δικαστική προστασία στο βαθμό που θα θεωρηθεί καταναλωτής και μόνο με τα νομικά μέσα που παρέχει το δίκαιο προστασίας του καταναλωτή πχ. μέσα στο πλαίσιο της άμυνας του κατά των καταχρηστικών όρων που περιέχονται σε συμβάσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, τους ειδικούς κανόνες που αφορούν την κατάρτιση συμβάσεων

93/22/ΕΟΚ και 2004/39/ΕΚ στην εξυπηρέτηση δημοσίων σκοπών και συμφερόντων καθώς και στην προστασία συλλογικών αγαθών, όπως η ανάπτυξη και η αποτελεσματική λειτουργία των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, καθιστά τη συλλογική αγωγή αναγκαίο σύστοιχο της οικίας προστασίας. Θα ήταν αντιφατικό από αξιολογική άποψη η οικία προστασία να μην μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο επίκλησης τουλάχιστον από κατάλληλα νομιμοποιημένους εκπροσώπους της ολότητας των αποδεκτών της. Η υποστηριζόμενη αυτή άποψη μπορεί ευθέως να βρει το έρεισμά της στη διάταξη του άρθρου 10 παρ.9 Ν. 2251/1994, το οποίο επιτρέπει σε ενώσεις καταναλωτών να ασκούν «κάθε είδους αγωγή για την προστασία των γενικότερων συμφερόντων του καταναλωτικού κοινού», ενώ από τη διάταξη του 10 παρ. 9 περ. α' Ν. 2251/1994 συνάγεται περαιτέρω πως η απαρίθμηση των παρανόμων συμπεριφορών, είναι ενδεικτική. Εκτός, λοιπόν, από την παράλειψη συμπεριφορών που αντίκεινται στις διατάξεις του Ν. 2251/1994 ή των άλλων φιλοκαταναλωτικών διατάξεων που υποδεικνύονται από το νόμο ρητά, οι ενώσεις καταναλωτών και τα επιμελητήρια δικαιούνται να αξιώνουν την παράλειψη κάθε συμπεριφοράς προμηθευτών, η οποία αντίκειται σε διατάξεις άλλων νομοθετημάτων, αλλά και τη συμμόρφωση των προμηθευτών με κάθε επιτακτικό κανόνα δικαίου που αποσκοπεί στη ρύθμιση της αγοραίας συμπεριφοράς τους. Για την άσκηση δε της συλλογικής αγωγής αρκεί κίνδυνος εκδήλωσης συμπεριφοράς και δεν απαιτείται προσβολή των συμφερόντων του καταναλωτικού κοινού (άρθρο 10 παρ. 9 Ν. 2251/1994). Με βάση τις παραπάνω διευκρινίσεις υποστηρίζεται ότι η συλλογική δικαστική προστασία του άρθρου 10 παρ. 9 Ν.2251/1994 μπορεί να επιστρατευθεί και προς την κατεύθυνση της συμμόρφωσης (και μάλιστα της προληπτικής) των επιχειρήσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, προς τους νομοθετημένους κανόνες δεοντολογίας (όχι αυτούς που περιέχονται σε μη δεσμευτικούς Κώδικες). Οι κανόνες αυτοί, πραγματικά, περιέχουν συγκεκριμένες νομικές επιταγές και απαγορεύσεις, οι οποίες έχουν ως αποδέκτες επιχειρήσεις που αντικείμενο της δραστηριότητάς τους είναι η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών προς το κοινό (άρθρο 1 παρ. 4β' Ν.2251/1994). Η ουσία των εν λόγω επιταγών και απαγορεύσεων συνίσταται άλλοτε στη πραγματοποίηση συγκεκριμένων οργανωτικών-ενδοεπιχειρησιακών κανόνων και άλλοτε στην επίδειξη συγκεκριμένης συμπεριφοράς ή στη συμμόρφωση με ορισμένα αφηρημένα πρότυπα (standards) συμπεριφοράς κατά την εκδήλωση συναλλακτικής δραστηριότητας, τα οποία ο νομοθέτης (κοινοτικός ή εθνικός) θεωρεί αναγκαία για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού και την προστασία του επενδυτή. Και στις δύο περιπτώσεις, η άσκηση της συλλογικής αγωγής υπηρετεί το δημόσιο συμφέρον και όχι τα ουσιαστικά (ιδιωτικού δικαίου) δικαιώματα των μελών της ενάγουσας ένωσης καταναλωτών, που δεν είναι καν απαραίτητο να είναι αποδέκτες επενδυτικών υπηρεσιών. Με αυτήν την έννοια, η συλλογική αγωγή αποτελεί περίπτωση παραχώρησης σε ιδιώτες της δημόσιας εξουσίας που συνίσταται στον έλεγχο τήρησης της νομιμότητας στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς και προστίθεται, έτσι, στην αντιστοίχου περιεχομένου εξουσία, που ο νόμος αναθέτει πρωτίστως στις εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, Τράπεζα της Ελλάδος). Υπό το κράτος, μάλιστα, της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ η πιο πάνω θέση αποκτά πλέον και συγκεκριμένο στο κοινοτικό δίκαιο έρεισμα, καθώς επιβάλλεται στα κράτη μέλη (άρθρο 51 παρ.2) να προβλέπουν ότι δημόσιοι φορείς ή εκπρόσωποι τους, οργανώσεις καταναλωτών που έχουν έννομο συμφέρον στην προστασία των καταναλωτών καθώς και επαγγελματικές οργανώσεις που έχουν έννομο συμφέρον να ενεργούν για την προστασία των μελών του δικαιούνται, ενεργώντας προς το συμφέρον των καταναλωτών, να προσφεύγουν στα δικαστήρια ή εκάστοτε αρμόδιες διοικητικές αρχές (λ.χ. στις αρχές εποπτείας της κεφαλαιαγοράς), προκειμένου να εξασφαλίσουν την εφαρμογή των διατάξεων που μεταφέρουν στην εσωτερική νομοθεσία τις ρυθμίσεις της Οδηγίας, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται και οι κανόνες δεοντολογίας.

²²⁹ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 293επ.

από απόσταση κλπ. Αντίθετα, ο μεμονωμένος επενδυτής δε δικαιούται να απευθυνθεί στο δικαστήριο και να αξιώσει τη συμμόρφωση της ΕΠΕΥ με τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς που τη βαρύνουν, αν και αυτοί αφορούν ευθέως το περιεχόμενο της παροχής της προς αυτόν. Πέραν τούτων τα κύρια ελλείμματα των επενδυτών που φαίνεται να αντιμετωπίζονται μέσω των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας αφορούν την αδυναμία αφομοίωσης του όγκου των πληροφοριών, την αδυναμία ορθολογικής αντίδρασης σε περιόδους χρηματοπιστωτικού πανικού ή βίαιων διακυμάνσεων των τιμών, με αποτέλεσμα ο επενδυτής να μένει απροστάτευτος. Τέλος, από τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας δεσμεύονται μόνο οι επιχειρήσεις που λαμβάνουν από τις αρμόδιες εποπτικές αρχές άδεια παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και όχι κάθε πρόσωπο που παρέχει de facto έστω, τέτοιες υπηρεσίες ενεργώντας σε επαγγελματική βάση.

Β. Η αποζημιωτική ευθύνη- γενικές παρατηρήσεις

Η κύρια λειτουργία της αστικής ευθύνης έγκειται στην αποκατάσταση της ζημίας των επενδυτών, η οποία συνδέεται αιτιωδώς με την παράβαση κάποιου κανόνα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Με βάση, λοιπόν, την αποκαταστατική λειτουργία της αστικής ευθύνης ο ζημιωθείς πρέπει να επανέλθει στην κατάσταση, στην οποία θα βρισκόταν χωρίς τη θεμελιωτική της ευθύνης συμπεριφορά. Η σημασία της αστικής ευθύνης δεν περιορίζεται μόνο στην αποκατάσταση της ζημίας του θιγέντος επενδυτή, αλλά η πρόβλεψη αστικής ευθύνης για την παράβαση κάποιων κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς μπορεί να συμβάλει επακριβώς στην αποφυγή τέτοιων παραβάσεων. Επίσης, η αποζημίωση έχει και μια ανακατανομική λειτουργία, αφού ο υπεύθυνος σε αποζημίωση θα φροντίζει κατά κανόνα να μετακυλήσει το οικονομικό βάρος της αποζημίωσης περαιτέρω λχ. η ανάδοχος τράπεζα θα φροντίσει να μετακυλίσει στον εκδότη τον κίνδυνο της δικής της αστικής ευθύνης έναντι των επενδυτών για ανακρίβειες του ενημερωτικού δελτίου· γι' αυτό το λόγο μπορεί να συμφωνήσει με τον εκδότη στη σύμβαση αναδοχής ότι ο ανάδοχος θα μπορεί να στραφεί αναγωγικά κατά του εκδότη, αν ο τελευταίος παραβιάσει την υποχρέωση του για την παροχή όλου του απαραίτητου για το δελτίο υλικού²³⁰. Η περαιτέρω κατανομή του σχετικού οικονομικού φορτίου μπορεί να προσλάβει, επίσης, τη μορφή της ασφαλιστικής κάλυψης έναντι του κινδύνου της αστικής ευθύνης. Έπειτα, ο υπεύθυνος θα φροντίσει να διοχετεύσει το κόστος της ασφάλισης ή της αποζημίωσης στο αντάλλαγμα των προσφερόμενων από αυτόν υπηρεσιών²³¹.

Αν και ο επενδυτής δε δικαιούται να επιδιώξει δικαστικά ενώπιον των πολιτικών δικαστηρίων τη συμμόρφωση των ΕΠΕΥ προς τις επιταγές και τις απαγορεύσεις που περιέχονται στους κανόνες δεοντολογίας- αφού οι οικείες υποχρεώσεις δεν συνδέονται συστηματικά ούτε με τη σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ούτε με την υπό ευρεία εννοία ενοχική σύμβαση που υφίσταται ανάμεσα σε αυτή και τον επενδυτή-, αυτό δε σημαίνει ότι οι κανόνες αυτοί δεν εκδηλώνουν καμία ενέργεια στο πεδίο των ιδιωτικών εννόμων σχέσεων ΕΠΕΥ και επενδυτών. Αντίθετα, οι κανόνες αυτοί ακτινοβολούν στο ιδιωτικό δίκαιο με πολλούς τρόπους, κατ' αρχάς μέσω της συμβολής τους στη θεμελίωση του στοιχείου του παρανόμου, στο πλαίσιο της άσκησης αξιώσεων αποζημίωσης επενδυτών κατά επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Επιπλέον, στο μέτρο που οι κανόνες αυτοί αποτυπώνουν τις ελάχιστες προδιαγραφές ποιότητας, στις οποίες πρέπει να ανταποκρίνονται οι παρεχόμενες υπηρεσίες, αποτελούν αναμφισβήτητα ένα σημαντικό βοήθημα για τον πολιτικό δικαστή, προκειμένου αυτός να εξειδικεύσει και να συγκεκριμενοποιήσει σε συγκεκριμένη περίπτωση τις συμβατικές ή προσυμβατικές υποχρεώσεις διαφώτισης και

²³⁰ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ 88.

²³¹ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ 88επ.

προστασίας, που υπέχει κατά το κοινό δίκαιο η ΕΠΕΥ έναντι του επενδυτή. Οι ιδιωτικές αξιώσεις αποζημίωσης των επενδυτών εξαιτίας παραβιάσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς δρουν συμπληρωματικά προς την εποπτική δράση των αρμόδιων αρχών ενισχύοντας τον γενικοπροληπτικό προορισμό των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς και τη συμβολή του εποπτικού έργου στην εδραίωση της αποτελεσματικότητας του αγοραίου μηχανισμού²³².

Πέραν από τους ειδικούς κανόνες για το ενημερωτικό δελτίο (αρ. 25 σε συνδ. με το αρ. 6 του ν. 3401/2005) και το πληροφοριακό δελτίο (αρ. 13 του ν. 3461/2006), το ελληνικό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς δε γνωρίζει προς το παρόν άλλη ειδική βάση αστικής ευθύνης²³³. Όπου, όμως, διαπιστώνεται η παράλειψη του νομοθέτη να προβλέψει ειδικούς κανόνες για την αστική ευθύνη, δεν θα πρέπει να θεωρείται ότι οι επενδυτές στερούνται άνευ ετέρου του εργαλείου της αποζημίωσης. Η θεμελίωση της αξίωσης των επενδυτών για την αποκατάσταση των ζημιών από την παραβίαση των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να αναζητηθεί στο κοινό δίκαιο²³⁴ της αστικής ευθύνης. Με άλλα λόγια, η σιωπή του νομοθέτη μετατοπίζει, ειδικότερα, στην επιστήμη και στη νομολογία την αποστολή να προχωρήσουν στην ερμηνεία των γενικών θεσμών της αστικής ευθύνης υπό το πρίσμα των σκοπών του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Έτσι, κατά βάση διαφορετικές ανάγκες υπηρετούν η ευθύνη από σύμβαση (ΑΚ 330, 335 επ.), η ευθύνη από αδικοπραξίες (ΑΚ 914, 919) και η ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες (αρ. 8 ν. 2251/1994). Το κύριο ερώτημα για το κοινό δίκαιο της αστικής ευθύνης είναι αν η αποκλίνουσα από τα επιβαλλόμενα στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς standards συμπεριφορά ικανοποιεί τα εκάστοτε προβλεπόμενα κριτήρια ευθύνης. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό θα πρέπει να επιχειρείται κατά την αξιολόγηση των συνεπειών κάθε επιζήμιας για τους επενδυτές παράβασης των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς²³⁵.

Β.1. Το δίκαιο των συμβάσεων

Για την εφαρμογή του δικαίου της ευθύνης λόγω παράβασης προϋφιστάμενων ενοχικών υποχρεώσεων στο χώρο της κεφαλαιαγοράς θα πρέπει κατά πρώτον να εξεταστεί αν αναπτύσσεται ανάμεσα στα εμπλεκόμενα μέρη ορισμένος συμβατικός δεσμός. Στη συνέχεια, μετά τη διαπίστωση αυτού του δεσμού, γεννάται το ερώτημα ποιες συμβατικές υποχρεώσεις υπέχει ο αντισυμβαλλόμενος του επενδυτή. Η διακρίβωση αυτών των υποχρεώσεων είναι αναγκαία, γιατί ακριβώς η δική τους παραβίαση μπορεί να οδηγήσει στη θεμελίωση ενδοσυμβατικής ευθύνης έναντι του επενδυτή. Τη θεμελίωση αυτών των υποχρεώσεων μπορεί να αναζητήσει κανείς στους ειδικούς κανόνες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς ή στις γενικές ρήτρες του αστικού δικαίου π.χ. στο άρθρο 288 ΑΚ. Αν η επιτασσόμενη συμπεριφορά πηγάζει από κανόνα της ειδικής νομοθεσίας, στη θεμελίωση αστικής

²³² ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 394επ.

²³³ Στο νόμο 3556/2007 που ενσωμάτωσε την Οδηγία 2004/109 δεν προβλέφθηκε καθεστώς αστικής ευθύνης του εκδότη και της διοίκησης του για τις τυχόν ανακρίβειες των ετήσιων, εξαμηνιαίων οικονομικών εκθέσεων, τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων και συμπληρωματικών πληροφοριών. Όπως παρατηρείται (ΛΙΑΠΠΗΣ, σελ. 98), ο Έλληνας νομοθέτης εκτίμησε ότι οι συνήθειες δεν ήταν ώριμες για την ειδική ρύθμιση της αστικής ευθύνης του κοινού στη δευτερογενή αγορά.

²³⁴ Στην γερμανική επιστήμη συναντά κανείς την άποψη ότι οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς της MiFID εμφανίζουν διττή εποπτική και ιδιωτική νομική φύση και ισχύουν ευθέως και στο ιδιωτικό δίκαιο, κατά την ολλανδική εκδοχή είναι μέρος είτε των υποχρεώσεων επιμέλειας των συμβαλλομένων ή της γενικής εξωσυμβατικής υποχρέωσης πρόνοιας. Στο αγγλικό δίκαιο η παραβίαση τους παρέχει αχώριστο δικαίωμα στον ιδιώτη, ο οποίος υφίσταται ζημία από την παραβίαση (150 FSMA), βλ. TISON, The civil law effects of MiFID, FS Hopt(2010), σελ. 2625επ.

²³⁵ ΛΙΑΠΠΗΣ(2012), σελ. 100.

ευθύνης δυσκολίες²³⁶ μπορεί να προκαλέσει η νομική φύση του λ.χ. στην περίπτωση που ο κανόνας αυτός εκδηλώνει τη σημασία του απλώς και μόνο κατά την εποπτεία της ασκούμενης δραστηριότητας. Υπό αυτή την εκδοχή η παράβαση ενός τέτοιου κανόνα δεν μπορεί να οδηγήσει στη γένεση αποζημίωσης του τυχόν ζημιωθέντος επενδυτή. Αν πάλι η κρίσιμη για τη θεμελίωση ενδοσυμβατικής ευθύνης προς αποζημίωση υποχρέωση αντλείται από τη γενική αρχή της καλής πίστης, η ερμηνευτική πρόκληση έγκειται στην ορθή συναγωγή και εξειδίκευση του περιεχομένου της²³⁷.

Από τη σκοπιά του ελληνικού δικαίου, το πρόβλημα της αποκατάστασης των ζημιών που υφίστανται οι επενδυτές ως λήπτες επενδυτικών υπηρεσιών συνδέεται άρρηκτα με την εφαρμογή των νομοθετημένων κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς του ΕΠΕΥ. Διότι, παρά τη συστηματική τους ένταξη στο δημόσιο δίκαιο και το «οπλοστάσιο» των εργαλείων που διαθέτουν οι αρχές εποπτείας της κεφαλαιαγοράς, οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς επιδρούν εμμέσως, αλλά αποφασιστικά, στην ποιότητα της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και στην εκπλήρωση των συμβατικών υποχρεώσεων των ΕΠΕΥ απέναντι στους πελάτες τους. Έτσι, οι κανόνες δεοντολογίας δεν εισάγουν συμβατικού χαρακτήρα υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ έναντι των πελατών τους κι επομένως, η παραβίασή τους δεν αφορά, καταρχήν, τη θεμελίωση ενδοσυμβατικής ευθύνης των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ούτε ως αναγκαστικού δικαίου κανόνες που διαμορφώνουν το περιεχόμενο της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μπορούν να εκληφθούν οι κανόνες δεοντολογίας, αφού η όλη νομοτεχνική τους κατάστρωση και η δομή τους είναι προσανατολισμένη στην επιδίωξη συλλογικών ωφελημάτων και στην επίτευξη στόχων δημοσίου συμφέροντος. Η ορθή εκπλήρωση των οικείων υποχρεώσεων των ΕΠΕΥ αποτελεί πρωτίστως προϊόν μιας στάθμισης ανάμεσα στην επιδιωκόμενη κάθε φορά προστασία της αγοράς και στη διασφάλιση των συμφερόντων του επενδυτικού κοινού, που μόνο μια εξειδικευμένη αρχή με ευρείες ελεγκτικές και κυρωτικές αρμοδιότητες είναι σε θέση να πραγματοποιήσει²³⁸. Η παραβίαση νομοθετημένου κανόνα δεοντολογίας μπορεί να θεμελιώσει ενδοσυμβατική ευθύνη της ΕΠΕΥ απέναντι στον πελάτη της, με τον οποίο διατηρεί συμβατικό δεσμό, εφόσον ο καθένας ενσωματωθεί ρητά στη σύμβαση με συμφωνία των μερών ή εφαρμογή του άρθρου 2 παρ.1 Ν. 2251/1994. Διαφορετικά, ενδοσυμβατική ευθύνη της ΕΠΕΥ θα υπάρχει μόνον υπό την προϋπόθεση ότι το περιεχόμενο του οικείου κανόνα

²³⁶ Στις συναλλαγές του χώρου της κεφαλαιαγοράς δεν υπάρχει δυσκολία μόνο στη θεμελίωση της ίδιας της συμβατικής σχέσης και των συναγόμενων από αυτή υποχρεώσεων, ο επενδυτής έρχεται, επιπλέον, αντιμέτωπος με τις δυσχέρειες στο επίπεδο της απόδειξης λ.χ. δεν είναι στη συνήθη περίπτωση εύκολο για τον επενδυτή να αποδείξει ότι η τράπεζα παρέβη για παράδειγμα την υποχρέωση να τον ενημερώσει για τους κινδύνους της προτεινόμενης επένδυσης. Εκτός αυτού ο επενδυτής συνήθως δεν είναι σε θέση να αποδείξει χειροπιαστά την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της παράβασης των υποχρεώσεων του επενδυτικού συμβούλου του και της απόκτησης του ακατάλληλου για αυτόν επενδυτικού προϊόντος. Αφού δεδομένης της βουλευτικής ελευθερίας του επενδυτή δεν μπορεί να κριθεί με βεβαιότητα αν οι πράξεις τρίτων υπήρξαν αιτιώδεις για την ατομική βουλευτική απόφαση ενός προσώπου. Υπό αυτή τη σκοπιά, η τράπεζα- επενδυτικός σύμβουλος θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι ακόμα κι αν είχε προσφέρει τις συμβουλευτικές τις υπηρεσίες κατά τον προσήκοντα τρόπο, ο επενδυτής δεν θα άλλαζε την απόφαση του υπέρ της επίμαχης επένδυσης. Η τράπεζα θα μπορούσε ακόμα να υποστηρίξει ότι ο πελάτης της προσπαθεί να εκμεταλλευθεί τις εσφαλμένες συμβουλές ως πρόσχημα, για να ανατρέψει ex post την αποτυχημένη επένδυση του και να μετακυλήσει την εντεθέν οικονομική απώλεια σε αυτήν. Γι' αυτό το λόγο είναι απαραίτητη η αντιστροφή του βάρους απόδειξης της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ σφάλματος του επενδυτικού συμβούλου και ζημιολογίας απόφασης του επενδυτή, δηλαδή θα πρέπει να γίνεται δεκτό ως μαχητό τεκμήριο ότι η απόφαση του επενδυτή να αποκτήσει ένα ορισμένο επενδυτικό προϊόν βασίστηκε στις εσφαλμένες συμβουλές της τράπεζας, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 102-104.

²³⁷ Έτσι λ.χ. ΑΠ 335/2010 ΧρηΔικ 2010, 238, 240επ.

²³⁸ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 396.

μπορεί ερμηνευτικά να εξαχθεί στη συγκεκριμένη περίπτωση από την εξειδίκευση των γενικών ρητρών της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών (ΑΚ 288). Δεδομένου, πάντως, ότι οι κανόνες δεοντολογίας σχετίζονται οπωσδήποτε την ποιότητα των υπηρεσιών της ΕΠΕΥ, η τήρηση τους δεν μπορεί παρά να λαμβάνεται υπόψη από το πολιτικό δικαστήριο, ως λόγος απαλλακτικός της ευθύνης της έναντι του αντισυμβαλλόμενου της, όταν ο τελευταίος της προσάπτει πλημμελή εκπλήρωση των υποχρεώσεων της (λ.χ. άκαιρη εκτέλεση εντολής ή παροχή ακατάλληλης επενδυτικής συμβουλής – ΑΚ 336)²³⁹.

Β.2. Η θεμελίωση της αδικοπρακτικής ευθύνης

Στο πεδίο της αδικοπρακτικής ευθύνης θεμελιώδης προϋπόθεση αποζημίωσης του επενδυτή είναι το παράνομο της συμπεριφοράς της ΕΠΕΥ, για το οποίο, εντούτοις, δεν είναι αρκετή η παραβίαση (πλημμελής ή μη εκπλήρωση) του μεταξύ τους υφιστάμενου ενοχικού δεσμού (της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών)²⁴⁰. Παράνομη, κατά την έννοια της ΑΚ 914, δεν είναι κάθε ζημιόγonos ανθρώπινη συμπεριφορά που έρχεται σε αντίθεση με κάποια διάταξη νόμου ή με το γενικό καθήκον πρόνοιας και ασφάλειας που επιβάλλεται σε κάθε άτομο (ΑΚ 281, 288)²⁴¹, αλλά μόνον η συμπεριφορά εκείνη, η οποία θίγει «αγαθά» του θύματος προστατευόμενα από το νόμο ή από το οικείο καθήκον. Αδικοπρακτική ευθύνη στοιχειοθετείται, συνεπώς, στο μέτρο που η παραβιάζόμενη διάταξη αποσκοπεί στη θεμελίωση ή/και στην προστασία είτε ενός απόλυτου δικαιώματος του ζημιωθέντος είτε ενός εννόμου συμφέροντος του²⁴². Στο βαθμό, δηλαδή, που η παραβιάζόμενη διάταξη δεν απονέμει στο ζημιούμενο πρόσωπο απόλυτο δικαίωμα αντιτάξιμο έναντι πάντων (χωρίς να χρειάζεται περαιτέρω δικαιολόγηση), τότε για τη συνδρομή του παρανόμου κατά την έννοια της ΑΚ 914 θα πρέπει να ανιχνευθεί μέσω ερμηνείας αν τα προσβληθέντα συμφέροντα εμπίπτουν σ' εκείνα που ο νόμος είχε σκοπό να προστατεύσει²⁴³.

Δομικό χαρακτηριστικό των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς είναι ότι κατά βάση απλώς επιβάλλουν σε διάφορους παράγοντες της αγοράς (εκδότες, διοικητικά τους όργανα, τράπεζες κoκ) υποχρεώσεις για την τήρηση ορισμένης συμπεριφοράς. Αντίθετα, η τήρηση των υποχρεώσεων αυτών κατ' αρχήν δεν διασφαλίζεται με την αναγνώριση του αντίστοιχου περιεχομένου δικαιωμάτων των επενδυτών. Έτσι, θα πρέπει να εξετάζεται κάθε φορά, αν η προστασία του θιγόμενου από την παράβαση ενός εκάστου κανόνα του δικαίου της κεφαλαιαγοράς συμφέροντος του ζημιωθέντος επενδυτή, ανήκει στους σκοπούς του κανόνα αυτού και αν στο ερώτημα αυτό η απάντηση είναι καταφατική, τότε η προσβολή του οικονομικού συμφέροντος του επενδυτή συνιστά παράνομη συμπεριφορά κατ' άρθρο ΑΚ 914.

²³⁹ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 396.

²⁴⁰ ΤΟΥΝΤΟΠΟΥΛΟΣ, Η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, 348επ.

²⁴¹ Από τη σκοπιά αυτή η παραβίαση της υποχρέωσης ασφάλειας και προστασίας των αγαθών άλλων προσώπων αποτελεί per se παράνομη πράξη με την έννοια του άρθρου 914 ΑΚ ανεξάρτητα από το αν υπάρχει συγχρόνως και παράβαση κάποιου ειδικού απαγορευτικού ή επιτακτικού κανόνα δικαίου, βλ. ΑΠ 899/2008 ΤΝΠ Ισοκράτης, ΑΠ 460/2007 ΝοΒ 2007, 1327. Κατά την άποψη αυτή αδικοπρακτική ευθύνη κατ' ΑΚ 914 μπορεί συνεπώς να θεμελιωθεί ακόμα και σε περιπτώσεις εξ αμελείας πρόκλησης ζημίας στην εν γένει περιουσία του ζημιωθέντος αυτή καθ' εαυτήν. Και τούτο ακόμα και δεν μπορεί να στοιχειοθετηθεί η προσβολή ενός συγκεκριμένου απολύτου δικαιώματος ή ενός εννόμως προστατευόμενου ατομικού συμφέροντος αυτού, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 108.

²⁴² ΚΟΡΝΗΛΑΚΗΣ (2002), ΕιδΕνοχΔ Ι, σελ. 497- 498.

²⁴³ Πρόκειται για εφαρμογή της θεωρίας του σκοπού του κανόνα δικαίου, η οποία στη χώρα μας έχει βρει συγκεκριμένη νομοθετική έκφραση στην ΕισΝΑΚ 105 και δεν αποτελεί τίποτε άλλο παρά εφαρμογή της παραβιάζουσας διάταξης νόμου στη σωστή της έκταση.

Κατά την άποψη που έχει επικρατήσει στην επιστήμη και στην νομολογία τόσο στη χώρα μας όσο και διεθνώς, σύμφωνα με τον προσανατολισμό των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ που θεσπίζονται από την Οδηγία 2004/39/EK στη διασφάλιση του γενικού πρωτίστως συμφέροντος της αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς, οι κανόνες που θεσπίζουν τα κράτη μέλη σε εκτέλεσή τους εκδηλώνουν πολλές φορές παράλληλη προστατευτική λειτουργία και για τους εξατομικευμένους επενδυτές- λήπτες επενδυτικών υπηρεσιών, των οποίων τα ιδιωτικά συμφέροντα ανήκουν στο ευρύτερο κύκλο των προστατευόμενων από τους εν λόγω κανόνες συμφερόντων. Αναμφισβήτητα, λοιπόν, έχουν το χαρακτήρα προστατευτικού νόμου όλες εκείνες οι διατάξεις, οι οποίες θεσπίζουν πρότυπα δεοντολογικής συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ στο πλαίσιο της συναλλακτικής σχέσης με τους πελάτες τους, όχι όμως και οι διατάξεις που εισάγουν απλώς οργανωτικές υποχρεώσεις, αφού οι τελευταίες είναι κατά κανόνα πολύ γενικόλογες και ο χαρακτήρας τους είναι εν πολλοίς επικουρικός των συναλλακτικών κανόνων συμπεριφοράς²⁴⁴.

Στο πεδίο της «κάθετης» σχέσης εποπτείας που αναπτύσσεται ανάμεσα στις ΕΠΕΥ και στις εποπτικές αρχές της κεφαλαιαγοράς, τα πρότυπα συμπεριφοράς που ενσωματώνουν οι κανόνες δεοντολογίας λειτουργούν πάντοτε αυτοτελώς, αποτελούν αυτόνομα και αντικειμενικά κριτήρια συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ, των οποίων τη συνδρομή ελέγχουν οι εποπτικές αρχές, χωρίς αναφορά σε άλλες αρχές (πχ. αντικειμενική καλή πίστη). Στο «οριζόντιο» πεδίο του δικαίου της αστικής ευθύνης, ωστόσο, οι κανόνες δεοντολογίας μπορούν να λειτουργήσουν είτε αυτοτελώς, είτε να στηρίζουν απευθείας το παράνομο της επίμαχης συμπεριφοράς είτε σε συνδυασμό με την αρχή της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών, υπό την έννοια της συγκεκριμενοποίησης του εκάστοτε οφειλόμενου καθήκοντος πρόνοιας και ασφάλειας που απορρέει από τις ΑΚ 281 και 288. Το τελευταίο θα συμβαίνει ιδίως, όταν παραβιάζονται οι γενικές αρχές δεοντολογίας, όπως η μέριμνα για μία δίκαιη και σύμφωνη με τις δικαιολογημένες προσδοκίες κάθε αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών μεταχείριση του²⁴⁵.

Συνεπώς, για την θεμελίωση του παρανόμου χαρακτήρα της συμπεριφοράς μιας ΕΠΕΥ έναντι του πελάτη της εξαιτίας της παραβίασης του γενικού καθήκοντος πρόνοιας, το δικαστήριο μπορεί σε κάθε περίπτωση να αναχθεί σε περισσότερα του ενός πρότυπα συμπεριφοράς, ή και αλλοδαπών ακόμη κωδίκων δεοντολογίας, υπό την προϋπόθεση, ωστόσο, ότι το περιεχόμενο τους γίνεται ευρύτερα αποδεκτό στις σύγχρονες, διασυνδεδεμένες κεφαλαιαγορές. Προκειμένου, με άλλα λόγια, να οριοθετηθούν ακριβέστερα οι έννοιες της καλής πίστης και των συναλλακτικών και χρηστών ηθών, που αποτελούν τη βάση για την κατά περίπτωση εξειδίκευση του γενικού καθήκοντος πρόνοιας (ΑΚ 281 και 288), ο δικαστής μπορεί να κάνει χρήση αξιολογήσεων, οι οποίες

²⁴⁴ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 397επ. Δεν αποκλείεται, πάντως, όπως προσθέτει ο ίδιος, από την ερμηνεία συγκεκριμένων οργανωτικών υποχρεώσεων να συναχθεί ότι αυτοί αποβλέπουν παράλληλα και στην προστασία ιδιωτικών συμφερόντων. Έτσι, θεωρείται πως αναπτύσσει προστατευτική ενέργεια και υπέρ των ληπτών επενδυτικών υπηρεσιών -καθώς είναι επαρκώς οριοθετημένη και λεπτομερής- η οργανωτικού χαρακτήρα υποχρέωση του ΕΠΕΥ να αποτρέπουν τη χρησιμοποίηση για δικό τους λογαριασμό των τίτλων και των κεφαλαίων των επενδυτών που βρίσκονται στην κατοχή τους.

²⁴⁵ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 400. Υπό το πρίσμα αυτό, οι κανόνες δεοντολογίας ανταποκρίνονται στην αγγλοσαξονική έννοια των πρότυπων/προδιαγραφών (standards), δηλαδή κανόνων που αναφέρονται στην κοινή λογική (common sense), στις αντιλήψεις και στους τρόπους συμπεριφοράς που επιβάλλονται από την «κανονική» συναλλακτική δραστηριότητα σε ένα συγκεκριμένο συναλλακτικό περιβάλλον και ιδίως, στο πεδίο μιας επαγγελματικής δραστηριότητας. Πάντως, η γενικότητα με την οποία είναι συνήθως διατυπωμένο ένα πρότυπο συμπεριφοράς δεν σημαίνει ότι αυτό ταυτίζεται κατά περιεχόμενο με μία δικαική αρχή ή μία γενική ρήτρα.

μπορούν διαρκώς να αλληλοσυμπληρώνονται και να συνεκτιμώνται²⁴⁶. Με τον τρόπο αυτό, συλλαμβάνεται αποτελεσματικότερα, προς όφελος του μεμονωμένου επενδυτή, κάθε συμπεριφορά που συνιστά απόκλιση από τα καθιερωμένα και αναμενόμενα επίπεδα επιμελούς παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

B.3. Η ευθύνη του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες (αρ. 8 του ν. 2251/1994)

Λύση στη δυσκολία εφαρμογής του κλασικού δικαίου της αδικοπρακτικής ευθύνης προσφέρει ο θεσμός της ευθύνης του παρέχοντος υπηρεσίες προσώπου, του προσώπου, δηλαδή, που παρέχει κατά τρόπο ανεξάρτητο υπηρεσίες στο πλαίσιο της άσκησης επαγγελματικής δραστηριότητας (άρθρο 8 του ν. 2251/1994). Η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στην κεφαλαιαγορά από ΕΠΕΥ και πιστωτικά ιδρύματα αποτελεί κατ' εξοχήν ανεξάρτητη επαγγελματική δραστηριότητα, καθώς η παρέχουσα τις υπηρεσίες αυτές επιχείρηση είναι από τη θέση της στο οικονομικό σύστημα και από τη φύση των εργασιών και των επενδύσεων της προνομιακή κάτοχος πληροφοριών, ενώ πολύ συχνά αποτελεί αναγκαία και επιβαλλόμενη από το νόμο γέφυρα πρόσβασης του επενδυτή τόσο σε πρωτογενείς όσο και σε δευτερογενείς αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και υπηρεσιών²⁴⁷. Η εν λόγω νομική βάση ευθύνης προς αποζημίωση παρέχει διευκολύνσεις στον ενάγοντα καταναλωτή, αφού βαρύνει τον εναγόμενο παρέχοντα υπηρεσίες με την ανταπόδειξη όχι μόνο της έλλειψης υπαιτιότητας, αλλά και της έλλειψης της παρανομίας²⁴⁸.

Στο μέτρο, λοιπόν, που ο αποδέκτης μιας επενδυτικής υπηρεσίας έχει την ιδιότητα του καταναλωτή, κατά την έννοια του άρθρου 1§4 περ.α' του Ν. 2251/1994, τότε θα μπορεί να επικαλεσθεί την ευθύνη της επιχείρησης υπό ευνοϊκούς όρους του άρθρου 8 Ν. 2251/1994. Ωστόσο, η προστασία του επενδυτή με τη χρήση μέσων του δικαίου της προστασίας του καταναλωτή δέχεται κριτική. Προβληματισμός γεννάται ιδίως για την ιδιότητα του επενδυτή ως καταναλωτή με την έννοια του Ν.2251/1994, όταν πρόκειται για θεσμικούς ή επαγγελματίες επενδυτές. Στην περίπτωση αυτή υποστηρίζεται²⁴⁹, όπως ορθότερο είναι να γίνει δεκτό, ότι η κατηγορία των επαγγελματιών επενδυτών δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του εν λόγω άρθρου. Εξάλλου, αυτή η ομάδα επενδυτών αντιμετωπίζεται από πλευράς ανάγκης θεσμικής προστασίας, ήδη στους κανόνες του δικαίου της κεφαλαιαγοράς, ως ειδική κατηγορία σε σχέση με τους ιδιώτες επενδυτές. Η ειδική αυτή

²⁴⁶ Κριτήρια εξειδίκευσης της γενική ρήτρας της καλής πίστης του 288 ΑΚ είναι ιδίως το είδος και οι τυπικοί κίνδυνοι της δραστηριότητας του ζημιώσαντος, ο κύκλος των εγγύς στον δημιουργούμενο κίνδυνο ευρισκόμενων προσώπων, το είδος των εκτιθέμενων στον κίνδυνο αγαθών, ο κοινωνικός ρόλος του ζημιώσαντος, η ανάληψη θέσεων ισχύος, η επαγγελματική εξειδίκευση, η δημιουργία εμπιστοσύνης, βλ. π.χ. ΑΠ 290/2009 ΝοΒ 2009, 2116.

²⁴⁷ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 402επ. Γενικά υπέρ της εφαρμογής του άρθρου 8 Ν.2251/1994 στις ΕΠΕΥ και στις Τράπεζες βλ. ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ, Δίκαιο προστασίας του καταναλωτή ΙΙ (1996) 185επ., 188, ΚΑΡΑΚΩΣΤΑ, Προστασία του καταναλωτή, 236επ., ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗΣ, ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΧρΙΔ 2001, 22. Μάλιστα ο Καραγκουνίδης (ο.π., σελ.403) υποστηρίζει ότι η ανεξαρτησία- οικονομική και νομική- των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών στο πεδίο της κεφαλαιαγοράς διατηρείται και στις περιπτώσεις, που η οικεία επιχείρηση δρα ακολουθώντας σε μεγάλο βαθμό τις εντολές του πελάτη της ως προς τον τόπο, τον τρόπο, το χρόνο και τους λοιπούς όρους εκτέλεσης των υποχρεώσεών της. Διότι ακόμα και όταν η διακριτική ευχέρεια που παρέχεται συμβατικά από τον λήπτη μιας επενδυτικής υπηρεσίας είναι μικρή, το σύνθετο νομικά και τεχνικά περιβάλλον των σύγχρονων αγορών προσφέρει πάντοτε στην ΕΠΕΥ ευρύτατα περιθώρια εναλλακτικών χειρισμών και επιλογών ως προς τις εντολές που λαμβάνει, τις οποίες υποχρεούται να εκτελεί «με εντιμότητα, δικαιοσύνη και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών της», αντιθ. ΤΟΥΝΤΟΠΟΥΛΟΣ (2005), σελ. 85.

²⁴⁸ Βλ. άρθρο 8 § 4 του Ν. 2251/1994, όπως διαμορφώθηκε με το νόμο 3587/2007. Οπότε καθιερώνεται διττό μαχητό τεκμήριο τόσο της παρανομίας όσο και της υπαιτιότητας του παρέχοντος υπηρεσίες.

²⁴⁹ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 124. Επίσης, μεταξύ άλλων βλ. ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΧρΙΔ 2001, 17, 23.

μεταχείριση των επαγγελματιών επενδυτών υποδηλώνει ότι ο νομοθέτης αναγνωρίζει τη μειωμένη ανάγκη προστασίας αυτής της ομάδας συναλλασσομένων²⁵⁰. Ακόμα, και στην περίπτωση των ιδιωτών επενδυτών έχει κριθεί σποραδικά από τη νομολογία²⁵¹ ότι εκείνοι οι ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι ασχολούνται συστηματικά με προϊόντα και συναλλαγές υψηλής οικονομικής αξίας, έχουν δε αποκτήσει γνώση και εμπειρία της αγοράς, ενώ διαθέτουν και σημαντική οικονομική επιφάνεια, δεν μπορούν να επικαλούνται το καθεστώς προστασίας του καταναλωτή. Και αυτό γιατί υπερβαίνουν κατά πολύ το πρότυπο του μέσου αποταμιευτή και δεν είναι απαραίτητα το αδύνατο μέρος της συγκεκριμένης συναλλαγής. Από αυτή τη σκοπιά, η επίκληση των περί προστασίας του καταναλωτή διατάξεων μπορεί να θεωρηθεί καταχρηστική (ΑΚ 281)²⁵².

Αξίζει να σημειωθεί ότι η επίκληση της τήρησης κανόνα επαγγελματικής δεοντολογίας μπορεί να απαλλάξει την ΕΠΕΥ από την κατ' άρθρο 8 Ν. 2251/1994 ευθύνη της μόνον αν η τήρηση του είναι αντικειμενικά πρόσφορη να αποτρέψει την πρόκληση της συγκεκριμένης κάθε φορά ζημίας και αντίστροφα, αν η προκληθείσα στον επενδυτή ζημία δεν συνδέεται αιτιωδώς με την παραβίαση συγκεκριμένου κανόνα δεοντολογίας, είναι δυνατόν -εφόσον δεν μπορεί να καταλογισθεί ταυτόχρονα στην ΕΠΕΥ παράβαση άλλου κανόνα δικαίου ή του γενικού καθήκοντος πρόνοιας- να οδηγήσει σε απαλλαγή της ΕΠΕΥ από την ευθύνη της. Οπωσδήποτε, όμως, η σχέση ανάμεσα στους κανόνες δεοντολογίας και στην ευλόγως προσδοκώμενη από το λήπτη επενδυτικών υπηρεσιών ασφάλεια δεν είναι μονοσήμαντη. Η εκτίμηση για την έλλειψη υπαιτιότητας μιας ΕΠΕΥ δεν προσδιορίζεται αποκλειστικά από την πιστή τήρηση των κανόνων αυτών, αλλά από το σύνολο των ειδικότερων συνθηκών που αφορούν ιδίως τη φύση, το αντικείμενο και την επικινδυνότητα της υπηρεσίας, το χρόνο παροχής της, την ελευθερία δράσης του ζημιωθέντος κ.λπ.²⁵³

Γ. Η κρατική εποπτεία και η αστική ευθύνη των εποπτικών αρχών

Κατά πάγια διεθνή πρακτική, η εφαρμογή των υποχρεώσεων δεοντολογίας που υπέχουν οι ΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών υποβάλλεται σε καθεστώς κρατικής εποπτείας, ελέγχου και υποβολής κυρώσεων. Αυτό επιτάσσεται ρητά από την Οδηγία 2004/39/ΕΚ²⁵⁴. Κατά την άσκηση εποπτικού έργου μπορεί να προκύψει ζήτημα αστικής ευθύνης των εποπτικών αρχών (Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Τράπεζας της Ελλάδος)²⁵⁵ λόγω παράλειψης ή πλημμελούς εποπτείας

²⁵⁰ Κατά το ΛΙΑΠΠΗ (σελ.124) οι επαγγελματίες επενδυτές πρέπει να εξαιρεθούν ως ενιαία κατηγορία συναλλασσομένων από το πεδίο εφαρμογής του αρ. 8 του Ν.2251/1994 χωρίς να εξετάζονται κατ' ιδίαν χαρακτηριστικά καθεμίας περίπτωσης. Κατά τον ΤΟΥΝΤΟΠΟΥΛΟ (2005), σελ. 82, ο θεσμικός ή επαγγελματίας επενδυτής δεν υπάγεται στην έννοια του καταναλωτή «κατά κανόνα».

²⁵¹ ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351, 353, ΜΠρΑθ 299/2012 ΧρηΔικ 2012, 154, 155.

²⁵² ΛΙΑΠΠΗΣ, σελ. 125 και ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351, 353, ΜΠρΑθ 299/2012 ΧρηΔικ 2012, 154, 155.

²⁵³ Είναι αυτονόητο πως ο ορίζοντας προσδοκίων του επενδυτή θα είναι αυξημένος, όταν παρέχεται απόλυτη διακριτική ευχέρεια δράσης στην ΕΠΕΥ, η οποία του προσφέρει υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου, βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 405.

²⁵⁴ Άρθρο 48 §1: «Κάθε κράτος μέλος ορίζει τις αρμόδιες αρχές που θα ασκούν τις αρμοδιότητες που προβλέπονται από τις διάφορες διατάξεις της παρούσας Οδηγίας».

²⁵⁵ Το άρθρο 59 §1 του νόμου 3606/2007 δίνει τη γενική επιταγή για την εποπτική αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η αρμοδιότητα εξειδικεύεται σε ειδικούς κανόνες του νόμου π.χ. αρ. 61 § 1. Παράλληλα, όταν πρόκειται για παρεχόμενες από πιστωτικά ιδρύματα επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες, αρμόδια για την εποπτεία της εφαρμογής ορισμένων, ειδικά αναφερόμενων διατάξεων του νόμου αυτού είναι η Τράπεζα της Ελλάδος (αρ. 59 §1 ν.3606/2007). Αρμόδια λ.χ. για την εποπτεία της τήρησης του άρθρου 13 για τις συγκρούσεις συμφερόντων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από πιστωτικά ιδρύματα είναι η Τράπεζα της Ελλάδος, ενώ ο έλεγχος της τήρησης των επαγγελματικών υποχρεώσεων του άρθρου 25 του ν.

των κανόνων δεοντολογίας και μάλιστα, τόσο έναντι των ίδιων των εποπτευόμενων επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών όσο και έναντι τρίτων (επενδυτών-πελατών των ΕΠΕΥ και των πιστωτικών ιδρυμάτων). Ζήτημα ευθύνης των εποπτικών αρχών έναντι των πρώτων θα μπορούσε λ.χ. να προκύψει σε περίπτωση επιβολής διοικητικών κυρώσεων υπέρμετρων και χωρίς νομικό ή πραγματικό έρεισμα, ενώ έναντι των δεύτερων, εφόσον πελάτης της ΕΠΕΥ ή του πιστωτικού ιδρύματος υποστεί ζημία συνδεδεμένη με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, η οποία θα μπορούσε να αποφευχθεί αν είχε έγκαιρα επισημανθεί να εμποδιστεί από την αρμόδια αρχή -στο πλαίσιο της διαρκούς εποπτικής της δράσης- η παραβίαση κανόνα δεοντολογίας²⁵⁶.

Το δεύτερο αυτό ζήτημα της αστικής ευθύνης των εποπτικών αρχών έναντι τρίτων-επενδυτών, δημιουργεί δυσχέρειες, καθώς ένα σημαντικό μέρος του εποπτικού έργου δεν απευθύνεται πρωτογενώς σε αυτούς, αλλά αποσκοπεί στη σύμφωνη με το νόμο λειτουργία των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και στην εφαρμογή των νομοθετημένων προτύπων ποιότητας κατά την παροχή τέτοιων υπηρεσιών. Το ίδιο συμβαίνει, άλλωστε, σε γενικές γραμμές με ολόκληρο το πλέγμα των κανόνων εποπτείας του χρηματοπιστωτικού τομέα, στους οποίους συμπεριλαμβάνεται η τραπεζική και ασφαλιστική εποπτεία. Με άλλα λόγια, στο μέτρο που τα κρίσιμα μέτρα εποπτείας αφορούν κατά κύριο λόγο τη συγκρότηση, οργάνωση και στελέχωση των ίδιων των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που δραστηριοποιούνται στην αγορά (λ.χ. κανόνες αδειοδότησης και κεφαλαιακής επάρκειας, κανόνες εσωτερικής οργάνωσης κ.λπ.), τότε οι τρίτοι (καταθέτες/επενδυτές/ασφαλισμένοι) δεν ανήκουν στον κύκλο των άμεσων υποκειμένων της εποπτείας και, συνεπώς, δεν είναι εξ αρχής δεδομένο ότι τα οικεία μέτρα τούς ωφελούν ατομικά²⁵⁷. Αντίθετα, όπου οι εποπτικοί κανόνες δεν περιορίζονται στην οργάνωση και στην φερεγγυότητα των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών²⁵⁸, αλλά επεκτείνονται στη ρύθμιση της ίδιας της λειτουργίας της χρηματοπιστωτικής αγοράς ως τόπου αλληλεπίδρασης δηλώσεων προσφοράς και ζήτησης επί χρηματοπιστωτικών μέσων, τότε οι λήπτες χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών εντάσσονται πλέον και αυτοί στον κύκλο υποκειμένων της οικείας εποπτείας²⁵⁹. Οπότε, στην τελευταία περίπτωση η κατάφαση της αστικής ευθύνης των εποπτικών αρχών έναντι των ίδιων των ληπτών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών καθίσταται ευχερέστερη.

Το ζήτημα αυτό αντιμετωπίστηκε από την Ολομέλεια του ΔΕΚ στη σημαντική απόφασή της 12ης Οκτωβρίου 2004²⁶⁰. Η απόφαση αφορά ζήτημα που άπτεται καταρχάς της παραδοσιακής τραπεζικής εποπτείας. Είναι, εντούτοις, εξαιρετικά ενδιαφέρουσα και για την εποπτεία της κεφαλαιαγοράς, εξαιτίας των ασαφών ορίων που υφίστανται σήμερα ανάμεσα στους επιμέρους κλάδους των χρηματοπιστωτικών αγορών (τραπεζική αγορά, ασφαλιστική αγορά, κεφαλαιαγορά). Αφορμή για την εν λόγω απόφαση του ΔΕΚ αποτέλεσε αξίωση Γερμανών καταθετών για την

3606/2007 ανήκει στη γενική εποπτική αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ακόμη και όταν πρόκειται για παρεχόμενες από πιστωτικά ιδρύματα υπηρεσίες.

²⁵⁶ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 406.

²⁵⁷ Στον πυρήνα του κοινοτικού συστήματος κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς βρίσκεται η επιδίωξη της βαθμιαίας ενοποίησης των κεφαλαιαγορών των κρατών μελών και η διαμόρφωση όρων διασφάλισης της σταθερότητας και της αποτελεσματικότητας τους, βλ. Ευρωπαϊκή Επιτροπή, Λευκή Βίβλος- Πολιτική για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες 2005-2010 της 12^{ης} Δεκεμβρίου 2005, 4 (Σύνοψη, Στόχοι 1 και 2).

²⁵⁸ Όπως κατά κανόνα συμβαίνει στην περίπτωση της παραδοσιακής τραπεζικής εποπτείας βλ. ΨΥΧΟΜΑΝΗ (2006), 177επ., 179επ., 200επ.

²⁵⁹ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 407.

²⁶⁰ Υπόθεση C-222/02, Peter Paul, Cornelia Sonnen-Lütte, Christel Mörkens κατά της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας, Συλλ. 2004, I- 9425.

αποκατάσταση της ζημίας τους από την πλημμελή άσκηση εποπτείας από την εθνική αρχή εποπτείας πιστωτικών ιδρυμάτων στα συστήματα εγγύησης καταθέσεων και γενικότερα στα πιστωτικά ιδρύματα. Το Δικαστήριο έκρινε πως σκοπός των διατάξεων των άρθρων 3 και 7 της Οδηγίας 94/19/ΕΟΚ είναι αποκλειστικά και μόνο η θέσπιση και καλή λειτουργία ενός συστήματος εγγύησης καταθέσεων. Στο βαθμό, λοιπόν, που οι εν λόγω διατάξεις θα μεταφερθούν εμπρόθεσμα και ορθά στο εθνικό δίκαιο, οι εθνικές αρχές εποπτείας δεν υπέχουν ευθύνη απευθείας απέναντι στους καταθέτες στην περίπτωση απώλειας των κεφαλαίων των τελευταίων. Λαμβάνοντας, μάλιστα, υπόψη του το ΔΕΚ και τις λοιπές Οδηγίες που αφορούν την άσκηση τραπεζικής δραστηριότητας, οι οποίες κωδικοποιήθηκαν από την ήδη καταργηθείσα Οδηγία 2000/12/ΕΚ, αποφάνθηκε πως από τη διακήρυξη περί προστασίας των καταθέτων «δεν συνάγεται οπωσδήποτε ότι οι οδηγίες αυτές αποσκοπούν στη δημιουργία δικαιωμάτων υπέρ των καταθετών σε περίπτωση που οι καταθέσεις τους καταστούν μη διαθέσιμες λόγω πλημμελούς άσκησης εποπτείας εκ μέρους των αρμόδιων εθνικών αρχών». Άλλωστε, πάντοτε κατά το Δικαστήριο, καμία από τις Οδηγίες δεν περιέχει ρητό κανόνα που να χορηγεί τέτοια δικαιώματα στους καταθέτες».

Η προστασία των καταθετών δεν είναι, συνεπώς, κατά την κρίση του Δικαστηρίου, τίποτε άλλο παρά αντανakλαστικό αποτέλεσμα της προστασίας του όλου χρηματοπιστωτικού συστήματος. Οι καταθέτες δεν εξοπλίζονται από το κοινοτικό δίκαιο ούτε με πρωτογενείς αξιώσεις κατά των εποπτικών αρχών προς λήψη συγκεκριμένων μέτρων εποπτείας, ούτε με δευτερογενείς αξιώσεις αποζημιώσεως κατά των εν λόγω αρχών σε περίπτωση πλημμελούς άσκησης του εποπτικού τους έργου. Πάντως, δεν αποκλείεται από το κοινοτικό δίκαιο τα κράτη μέλη να προσφέρουν αυξημένη και πληρέστερη προστασία στους ιδιώτες καταθέτες ή επενδυτές σε σχέση με την κοινοτικά προβλεπόμενη²⁶¹. Στο πεδίο των εθνικών εννόμων τάξεων, το ύψος του πήχη της προστασίας των καταθετών/ επενδυτών μπορεί να συνίσταται στη νομοθετική ή ερμηνευτική απονομή ατομικών αξιώσεων έναντι των ίδιων των εποπτικών αρχών αφενός και των φορέων παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών αφετέρου εξαιτίας της παράβασης κανόνων του εποπτικού δικαίου. Το αντικείμενο δε των αξιώσεων αυτών μπορεί να είναι είτε η λήψη συγκεκριμένων μέτρων εποπτείας είτε η καταβολή αποζημίωσης στους καταθέτες/επενδυτές που υπέστησαν ζημία από την παραβίαση διατάξεων εποπτικού χαρακτήρα.

Ωστόσο, η νομολογία Peter Paul του ΔΕΚ δεν πρέπει να υπερεκτιμηθεί- με την οποία φάνηκε να μειώνεται η παρεχόμενη προς τους καταθέτες προστασία- αφού έκτοτε το ευρωπαϊκό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς έχει κάνει σημαντικά βήματα προς την κατεύθυνση της αναγνώρισης και του στόχου της προστασίας των επενδυτών. Το Δικαστήριο έδειξε εξάλλου με την κρίση του αυτή ότι απλώς δεν είναι έτοιμο να παρέμβει στις εθνικές επιλογές στον ευαίσθητο για την εθνική κυριαρχία τομέα της αστικής ευθύνης των εποπτικών αρχών. Με τη νομολογία του αυτή άφησε εν τέλει τη θεμελίωση, τον περιορισμό ή τον αποκλεισμό της αστικής ευθύνης των αρμόδιων για την εποπτεία αρχών στη διακριτική ευχέρεια των εθνικών δικαίων²⁶².

Από τη σκοπιά του ελληνικού δικαίου, η έναντι τρίτων, καταθετών και επενδυτών, θεμελίωση αστικής ευθύνης των εθνικών αρχών, που είναι επιφορτισμένες με την εποπτεία των φορέων και της αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών (Τράπεζας της Ελλάδος, Επιτροπής

²⁶¹ Μία τέτοια δυνατότητα παρέχεται κατ' αρχάς ρητά από το άρθρο 7 παρ. 3 της Οδηγίας 94/19/ΕΚ ως προς το εύρος ή το ύψος κάλυψης των καταθέσεων.

²⁶² ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ.142.

Κεφαλαιαγοράς), εξαιτίας πλημμελούς άσκησης του εποπτικού έργου τους, προϋποθέτει ότι η παράνομη πράξη ή παράλειψη τους δεν έγινε κατά παράβαση διάταξης που τέθηκε για χάρη του γενικού συμφέροντος (άρθρ. 105 σε συνδ. με το άρθρ. 106 ΕισΝΑΚ). Η αναφορά στο γενικό συμφέρον, έστω και με αρνητική διατύπωση, αποκλείει από το πεδίο της αστικής ευθύνης του κράτους ή άλλων φορέων δημόσιας εξουσίας την άσκηση αρμοδιοτήτων ή την παράλειψη οφειλόμενων ενεργειών που αποσκοπούν αποκλειστικά στην εξυπηρέτηση του γενικού συμφέροντος, δηλαδή, στο συμφέρον της ολότητας. Αν, αντίθετα, από την ερμηνεία της εκάστοτε εφαρμοστέας διάταξης επί της οποίας θεμελιώνεται η άσκηση δημόσιας εξουσίας -εν προκειμένω, εποπτείας της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών- συνάγεται ότι δεν αποκλείεται εκ προοιμίου η προστασία και ιδιωτικών συμφερόντων, τότε μπορεί να θεμελιωθεί αστική ευθύνη της οικείας αρχής. Το δικαστήριο, λοιπόν, που καλείται να κρίνει τη βασιμότητα αγωγής καταθέτη ή επενδυτή, ο οποίος καταλογίζει στις αρχές εποπτείας πλημμελή άσκηση του έργου τους, πρέπει να εξετάσει αν ο εφαρμοστέος κάθε φορά κανόνας που οριοθετεί το έργο της αρχής είναι προσανατολισμένος αποκλειστικά και μόνο στην προαγωγή του γενικού συμφέροντος, που συνίσταται στη σταθερότητα, ευρυθμία και εν γένει αποτελεσματικότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς ή αν ενδεχομένως αποβλέπει παράλληλα ή έστω, δεν αποκλείει και στην προστασία των ατομικών συμφερόντων των καταθετών και επενδυτών²⁶³.

Το γερμανικό Ακυρωτικό ²⁶⁴ είχε αποφανθεί στο παρελθόν ότι, παράλληλα με την εξυπηρέτηση του γενικού συμφέροντος, αποσκοπούν στην προστασία και των καταθετών οι εποπτικοί κανόνες που μεριμνούν για τη διασφάλιση της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων απέναντι στους πελάτες τους, όπως οι κανόνες για την κεφαλαιακή τους επάρκεια και ρευστότητα, για την απαγόρευση ορισμένων πιστωτικών εργασιών, για την ανάκληση της άδειας λειτουργίας τους, για την διαφύλαξη των περιουσιακών στοιχείων των πελατών τους, για τη λήψη κάθε είδους εξασφαλιστικών μέτρων προστασίας των συμφερόντων των καταθετών και των επενδυτών. Συναφή θέση στο γερμανικό ακυρωτικό έλαβε και το Διοικητικό Πρωτοδικείο Αθηνών με την υπ' αριθμόν 15526/2003 απόφασή του, με την οποία έγινε δεκτή η αστική ευθύνη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς έναντι επενδυτών για πλημμελή άσκηση εποπτείας, η οποία συνίστατο, σύμφωνα με την απόφαση, στην παράλειψη της Επιτροπής να προβεί εγκαίρως σε ανάκληση της άδειας ΕΠΕΥ, η οποία λειτουργούσε χωρίς να πληροί τις νόμιμες προϋποθέσεις από τη σκοπιά της οργανωτικής της δομής, των τεχνικοοικονομικών της μέσων και των μηχανισμών εσωτερικού ελέγχου της. Διαπιστώνεται πως η κρίση αυτή του δικαστηρίου εμπεριέχει την αποδοχή του προστατευτικού και για τα συμφέροντα των επενδυτών χαρακτήρα των διατάξεων περί ανάκλησης της άδειας λειτουργίας μιας ΕΠΕΥ, γεγονός, πάντως, το οποίο το Διοικητικό Πρωτοδικείο δεν εξέτασε ρητά.

²⁶³ ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 414. Στο Α' Τμήμα του Συμβουλίου της Επικρατείας δέχθηκε το έτος 2001 (ΣτΕ 2938/2001 ΕΕμπΔ 2002, 864) ότι γεννιέται αστική ευθύνη της Τράπεζας της Ελλάδος κατά το άρθρο 105 ΕισΝΑΚ σε περίπτωση παραβίασης των εποπτικών κανόνων που της απονέμουν εξουσία ελέγχου της πίστωσης και συγκεκριμένα την εξουσία απαγόρευσης ορισμένων πιστωτικών εργασιών και επιβολής κυρώσεων στα πιστωτικά ιδρύματα που τις διενεργούν. Είναι αξιοσημείωτο ότι η προσβληθείσα με ανáιρεση απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών είχε κρίνει πως η απαγόρευση έκδοσης εγγυητικών επιστολών για την εξασφάλιση του πιστωθέντος τιμήματος από την πώληση αγροτικών προϊόντων έχει τεθεί αποκλειστικά για χάρη του γενικού συμφέροντος, άποψη την οποία ανέτρεψε στη συνέχεια το Συμβούλιο της Επικρατείας. Βέβαια, η παραπάνω απόφαση του ΣτΕ αφορά τη θεμελίωση αστικής ευθύνης της εποπτικής αρχής για πλημμελή άσκηση εποπτείας έναντι του ίδιου εποπτευόμενου φορέα (πιστωτικού ιδρύματος) και όχι έναντι τρίτων-καταθετών που θίγονται ανακλαστικά από τις πράξεις ή τις παραλείψεις της.

²⁶⁴ Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 415, ο οποίος παραπέμπει στις αποφάσεις του Wetterstein και Herstatt, BGHZ 74, 144, 148επ., BGHZ 75, 120, 122επ..

Η ελληνική νομολογία δε φαίνεται να υιοθετεί την αντίληψη ότι η κρατική εποπτεία στον χρηματοπιστωτικό χώρο υπηρετεί μόνο τα συμφέροντα του συνόλου και όχι μεμονωμένων προσώπων. Αντίθετα, έχει γίνει δεκτό ότι οι διατάξεις για παράδειγμα για τον κρατικό έλεγχο στην άσκηση της πιστωτικής λειτουργίας, αν και έχουν τεθεί κατ' αρχήν χάριν του γενικού συμφέροντος, αποσκοπούν παράλληλα και στην κατοχύρωση των δικαιωμάτων των ελεγχόμενων τραπεζών²⁶⁵. Επίσης, έχει κριθεί ότι είναι δυνατόν η παράβαση των διατάξεων για την ομαλή λειτουργία της χρηματιστηριακής αγοράς, την τήρηση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας και την προστασία των επενδυτών να γεννήσει αξίωση αποζημίωσης των ιδιωτών επενδυτών από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς²⁶⁶.

Για το λόγο πάντως της αστικής ευθύνης δεν επικρατεί απόλυτη σαφήνεια στη νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων. Έχει, έτσι, κριθεί ότι αστική ευθύνη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς γεννά η μη έγκαιρη άσκηση αποτελεσματικού ελέγχου σε παράνομα λειτουργούσες επιχειρήσεις της χρηματιστηριακής αγοράς, αφού έτσι παραβιάζονται τα προσιδιάζοντα στη συγκεκριμένη υπηρεσία καθήκοντα και υποχρεώσεις που απορρέουν από την κείμενη εν γένει νομοθεσία και τους κανονισμούς και τα διδάγματα της κοινής πείρας και τις αρχές της καλής πίστης²⁶⁷. Αν και το κριτήριο για τη διάγνωση του παρανόμου χαρακτήρα της συμπεριφοράς της Επιτροπής φαίνεται ιδιαίτερα ευρύ²⁶⁸, στη σχετική νομολογία υπάρχει προσπάθεια περιορισμού της ευθύνης της Επιτροπής. Προς αυτή την κατεύθυνση, έτσι, η νομολογία θεωρεί ως απαραίτητο για τη θεμελίωση της παρανομίας η Επιτροπή να γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει την επίμαχη παράβαση του δικαίου της κεφαλαιαγοράς²⁶⁹. Ακόμα, σε αρκετές περιπτώσεις για τη θεμελίωση της ευθύνης της Επιτροπής απαιτείται όχι μόνο να γνώριζε ή να όφειλε να γνωρίζει την παραβίαση του κανόνα, αλλά και να είχε γίνει αποδέκτης συγκεκριμένων καταγγελιών ή άλλων πληροφοριών, γεγονότων και στοιχείων σχετικά με την τέλεση παραβάσεων της νομοθεσίας περί κεφαλαιαγοράς^{270 271}.

Σύμφωνα με την προσέγγιση του περιορισμού της ευθύνης της Επιτροπής είναι πλείονα τα επιχειρήματα, όπως ότι αυτή δεν διαθέτει την ευχέρεια συνεχούς παρακολούθησης των

²⁶⁵ Λ.χ. ΔΕΦΑΘ 1896/2003 ΝοΒ 2005, 1186 η οποία δέχθηκε την αστική ευθύνη της Τράπεζας της Ελλάδος, ΣτΕ 2938/2001 ΝοΒ 2002, 1348, 1350. Επίσης, ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 415, ΦΛΩΡΟΣ (2012), αρ. 426 και 454επ.

²⁶⁶ Βλ. ΔΕΦΑΘ1151/2010 ΧρηΔικ 2010, 88, 91, ΔΠρΑΘ 15526/2003 ΔΕΕ 2004, 553.

²⁶⁷ Βλ. ΔΕΦΑΘ 1151/2010 ΧρηΔικ 2010, 88, 89, ΔΠρΑΘ 859/2008 ΝοΒ 2009, 979, 980 και 988, ΔΠρΑΘ 15526/2003, ΔΕΕ 2004, 553.

²⁶⁸ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 142επ.

²⁶⁹ Βλ. ΔΠρΑΘ 15526/2003, ΔΕΕ 2004, 553.

²⁷⁰ ΔΕΦΑΘ 1367/2008, ΕΕμπΔ 2008, 628, 630, ΔΕΦΑΘ 722/2007 ΝΟΜΟΣ, ΔΕΦΑΘ 1151/2010 ΧρηΔικ2010, 88, 92.

²⁷¹ Εμπόδιο για τη θεμελίωση της αστικής ευθύνης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς φαίνεται ότι μπορεί να αποτελέσει η πρόβλεψη του άρθρου 76^Α §1 του ν. 1969/1991. Σύμφωνα με τον κανόνα αυτόν η Επιτροπή λειτουργεί αποκλειστικά χάριν του δημοσίου συμφέροντος υπό ένα τέτοιο πρίσμα η προστασία των συμφερόντων των μεμονωμένων επενδυτών θα έμενε εκτός του τελεολογικού προγράμματος του δικαίου της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς. Σύμφωνα με την ελληνική νομολογία η λειτουργία της Επιτροπής μόνο χάριν του δημοσίου συμφέροντος δεν μπορεί να αποκλείσει την ευθύνη της περίπτωση παράνομων πράξεων ή παραλείψεων των οργάνων της. Κατά την κρίσιμη στάθμιση «αντίθετη άποψη θα προσέκρουε στο συνταγματικά κατοχυρωμένο δικαίωμα δικαστικής προστασίας, που περιλαμβάνει και την επιδίκαση αποζημίωσης, σε περίπτωση που ο θιγόμενος ιδιώτης υπέστη ζημία από τις παράνομες πράξεις ή παραλείψεις ενός νομικού προσώπου δημοσίου δικαίου», βλ. ΔΠρΑΘ 859/2008 ΝοΒ 2009, 979, 983 και ΔΕΦ ΑΘ 1151/2010, ΧρηΔικ 2010, 88, 91.

δραστηριοτήτων των εποπτευόμενων από αυτή εταιρειών²⁷². Άλλωστε μια τέτοια παρακολούθηση θα παρακώλυε τη λειτουργία των εταιρειών και θα συνιστούσε υπερβολική παρέμβαση στην προστατευόμενη από το άρθρο 5 § 1 Σ οικονομική ελευθερία αυτών²⁷³. Ακόμα, εκφράζονται φόβοι για υπερβολική διεύρυνση των ορίων της ευθύνης, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε πληθώρα καταχρηστικών αγωγών αποζημίωσης και αμυντική εποπτεία²⁷⁴ και τούτο τη στιγμή που ο νομοθέτης δεν έχει οργανώσει σύστημα αστυνόμευσης των δραστηριοτήτων²⁷⁵. Τα παραπάνω επιχειρήματα αν και φαίνονται πειστικά, ωστόσο δείχνουν να μην ανταποκρίνονται στο σημαντικό ρόλο της Επιτροπής στο σύστημα της εποπτείας της κεφαλαιαγοράς. Ο υπερβολικά στενά οριοθετημένος ρόλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς χάριν του περιορισμού της ευθύνης της μεταθέτει κατ' αποτελεσμα την αποστολή της τήρησης των απαιτήσεων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς στους ίδιους τους επενδυτές²⁷⁶. Βέβαια, αυτό είναι μεν ορθό για τους ελλοχεύοντες κινδύνους που θα μπορούσε ο μέσος επενδυτής να διαγνώσει μόνος του²⁷⁷, αλλά κάποιους κινδύνους και παραβάσεις έχει μόνο η Επιτροπή της Κεφαλαιαγοράς τη δυνατότητα να εντοπίσει, αφού διαθέτει καλύτερη γνώση, εμπειρία, οργάνωση, μέσα και πληροφόρηση σε σύγκριση με τους επενδυτές και εξάλλου έτσι πραγματώνεται ο σκοπός της.

Η αναγκαιότητα της γνώσης της επίμαχης παράβασης της νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς από την Επιτροπή ως προϋπόθεση της ευθύνης της δεν μπορεί, λοιπόν, να γίνει απροβλημάτιστα δεκτή. Κάτι τέτοιο δε θα συμβάδιζε άλλωστε ούτε με το ρυθμιστικό πρόγραμμα των άρθρων 105-106 ΕισΝΑΚ²⁷⁸, αφού καταλήγει να προσθέτει στην αντικειμενική ευθύνη των κανόνων αυτών μια υποκειμενική παράμετρο ασύμβατη με το σύστημα αυτό αστικής ευθύνης²⁷⁹. Η οριοθέτηση της αστικής ευθύνης της Επιτροπής είναι προτιμότερο να αναζητηθεί στην προσεκτικότερη διάγνωση της τυχόν παράβασης των εποπτικών καθηκόντων της Επιτροπής και της αιτιώδους συμβολής της στην πρόκληση της ζημίας των επενδυτών²⁸⁰.

²⁷² ΔΕφΑθ 1367/2008, ΕΕμπΔ 2008, 628, 629 και ΡΟΚΑΣ, ΕΕμπΔ 2008, 634, 635 (γνμδ).

²⁷³ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 144. Επίσης, ΔΕφΑθ 1367/2008, ΕΕμπΔ 2008, 628, 629.

²⁷⁴ ΛΙΑΠΠΗΣ(2012), σελ. 144, παραπέμπει στους ΜΗΤΣΟΥ, ΔΕΕ 2006, 999, 1010, ΦΛΩΡΟ, ΕΕμπΔ2008, 639, 640επ.

²⁷⁵ ΡΟΚΑΣ, ΕΕμπΔ 2008, 634, 636 (γνμδ).

²⁷⁶ ΡΟΚΑΣ, ΕΕμπΔ 2008, 634, 636 (γνμδ).

²⁷⁷ Αυτό μπορεί να έχει σημασία για τη θεμελίωση της ένστασης του συντρέχοντος πταίσματος του ζημιωθέντος επενδυτή (ΑΚ 300), η οποία έχει εφαρμογή και στην αποζημίωση κατά τα άρθρα 105 και 106 ΕισΝΑΚ.

²⁷⁸ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 145.

²⁷⁹ Η ευθύνη κατά τα άρθρα ΕισΝΑΚ 105-106 διαπλάσσεται ανεξάρτητα από υπαιτιότητα, βλ. λ.χ. ΑΠ 1003/1976 ΝοΒ 1977, 365, ΣΠΗΛΙΩΤΟΠΟΥΛΟ, ΕγγΔοικΔ Ι (2010), αρ. 216 κλπ. Επίσης, βλ. ΦΛΩΡΟ (2012), αρ. 391επ., ο οποίος σημειώνει ότι μέχρι την τυχόν ρητή νομοθετική εισαγωγή της υπαιτιότητας ως προϋπόθεσης της εποπτικής ευθύνης αυτή παραμένει αντικειμενική. Δείγματα προσέγγισης του ζητήματος στην αντικειμενική και όχι στην υποκειμενική – πταισματική βάση του μπορεί να συναντήσει κανείς και στην νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων. Γόνιμη είναι λ.χ. η σκέψη ότι η πρόληψη οποιασδήποτε παραβατικής συμπεριφοράς επιζήμιας για τα συμφέροντα των επενδυτών παρίσταται αντικειμενικά αδύνατη (βλ. ΔΕφΑθ 1151/2010 ΧρηΔικ 2010, 88, 92, ΔΕφΑθ 1367/2008 ΕΕμπΔ 2008, 628, 629). Και τούτο γιατί η σκέψη αυτή μετατοπίζει το πρόβλημα από τη μη αναγκαία κατά νόμο υπαιτιότητα της Επιτροπής στην ανάγκη διαπίστωσης αν πράγματι υπάρχει ad hoc υποχρέωση αυτής για την αντιμετώπιση του κινδύνου που απειλεί τα συμφέροντα των επενδυτών. Έτσι, με αυτή την αφετηρία η περιέλευση σε γνώση της Επιτροπής στοιχείων για τις επίμαχες παραβάσεις του δικαίου της κεφαλαιαγοράς δεν αντιμετωπίζεται ως υποκειμενική προϋπόθεση της αστικής ευθύνης. Αντίθετα, θεωρείται ότι γεννά την αντικειμενική υποχρέωση της Επιτροπής για κατασταλακτική επέμβαση και την ευθύνη της προς αποζημίωση των επενδυτών επί βραδείας ή πλημμελούς άσκησης της ελεγκτικής αρμοδιότητας της (βλ. ΔΕφΑθ 1151/2010 ΧρηΔικ 2010, 88, 92).

²⁸⁰ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 146.

Ζήτημα γεννάται εξάλλου και για το αν είναι ορθό το παραπάνω- στην ελληνική νομολογία για τη θεμελίωση της ευθύνης της Επιτροπής- ευρύ κριτήριο περί παρανομίας. Η ευθύνη κατ' ΕισΝΑΚ 105-106 προς αποζημίωση των επενδυτών επί παραβάσεων των περί εποπτείας κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς θα μπορούσε να στηριχθεί και σε ασφαλέστερες κρίσεις. Κρίσιμη θα πρέπει, λοιπόν, να θεωρηθεί η διάγνωση του σκοπού της εκάστοτε παραβίασθεις διάταξης του δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Υπό το πρίσμα αυτό βέβαια ο σκοπός των κανόνων του δικαίου της κεφαλαιαγοράς δύσκολα θα μπορούσε να περιορισθεί μόνο στην προστασία του γενικού συμφέροντος²⁸¹. Οι κανόνες περί της εποπτείας στο χώρο της κεφαλαιαγοράς υπηρετούν τόσο την προστασία της ομαλής λειτουργίας της αγοράς, όσο και την προστασία των επενδυτών και του γενικού συμφέροντος. Αυτό δε σημαίνει, όμως, ότι ο ρυθμιστικός σκοπός των σχετικών κανόνων αφορά μόνο την προστασία του απρόσωπου επενδυτικού κοινού, χωρίς να περιλαμβάνει και την προστασία του εκάστοτε μεμονωμένου επενδυτή. Αντίθετα, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι επιδιώκεται παράλληλα και η προστασία των μεμονωμένων επενδυτών²⁸².

Α. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών και η ευθύνη των Τραπεζών επί εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών στη σύγχρονη πράξη

Μέσω της παροχής επενδυτικών συμβουλών οι τράπεζες διοχετεύουν στο πλαίσιο του διαμεσολαβητικού τους ρόλου ένα πολύ σημαντικό μέρος των προσφερόμενων επενδυτικών προϊόντων προς τους επενδυτές. Η δομή της επενδυτικής υπηρεσίας αυτής επηρεάζει σημαντικά την αναπτυσσόμενη σχέση ανάμεσα στην τράπεζα και τον επενδυτή και δημιουργεί ιδιαίτερες ανάγκες προστασίας. Όπως αναφέρθηκε ανωτέρω η παροχή επενδυτικών συμβουλών αποτελεί κύρια επενδυτική υπηρεσία (αρ. 4 παρ. 1 περ. ε' του ν. 3606/2007)²⁸³, την οποία μπορούν να προσφέρουν οι ΑΕΠΕΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα. Ως επενδυτικοί σύμβουλοι νοούνται εδώ οι ίδιες οι Τράπεζες και οι ΑΕΠΕΥ και όχι τα φυσικά πρόσωπα ή στελέχη τους που έρχονται σε επαφή με τους επενδυτές- πελάτες και τα οποία πρέπει να θεωρούνται καταρχήν ως βοηθοί εκπλήρωσης ή προστηθέντες των εν λόγω επιχειρήσεων επενδυτικών συμβουλών (334ΑΚ και 922). Στην παρούσα εργασία δεν θα εξετασθεί λεπτομερώς η ευθύνη των φυσικών αυτών προσώπων. Άλλωστε συνήθως ο επενδυτής θα στραφεί κατά της επιχείρησης- συμβούλου του λόγω της ισχυρότερης οικονομικής θέσης της²⁸⁴.

²⁸¹ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 147.

²⁸² Π.χ. η ΔΠρΑθ 859/2008 ΝοΒ 2009, 979, 983, στήριξε την κρίση της για τον επιδιωκόμενο από τους εφαρμοστέους κανόνες σκοπό της προστασίας των μεμονωμένων επενδυτών στο προοίμιο της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ περί της λειτουργίας των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Επίσης, βλ. και ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 417: «Η ίδια συλλογιστική προσηύκει και σχετικά με τις υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας των ΕΠΕΥ. Οι εν λόγω υποχρεώσεις αποτελούν προστατευτικούς νόμους, εφόσον συνδέονται με την έννομη σχέση μεταξύ της ΕΠΕΥ και των πελατών της. Αν και δεν επιτρέπεται η κρίση αυτή να γενικευθεί χωρίς ερμηνεία της εκάστοτε κρίσιμης διάταξης, πρέπει να γίνει δεκτό ότι ένας κανόνας δεοντολογίας που πληροί την προϋπόθεση του παρανόμου κατά την έννοια της ΑΚ 914, κατά κανόνα δεν θα εμπίπτει στην αρνητική προϋπόθεση του άρθρου 105 ΕισΝΑΚ (δηλαδή, δεν θα έχει τεθεί αποκλειστικά για χάρη του δημόσιου συμφέροντος). Εφόσον δε συντρέχουν και οι λοιπές προϋποθέσεις εφαρμογής του άρθρου 105 ΕισΝΑΚ, τότε θα είναι δυνατή η κατάφαση της αστικής ευθύνης της εποπτικής αρχής για παράλειψη εποπτείας ή πλημμελή εποπτεία του εν λόγω κανόνα».

²⁸³ Αν και καταρχήν ο νόμος 3606/2007 δεν εφαρμόζεται στα πιστωτικά ιδρύματα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας βάσει του ν. 2076/1992 ή του ν. 3601/2007, οι διατάξεις για την προστασία των επενδυτών εφαρμόζονται κατ' εξαίρεση και σ' αυτά, βλ. ΓΚΟΡΤΣΟ/ΣΤΑΪΚΟΥΡΑ/ΛΙΒΑΔΑ (2007), σελ. 45.

²⁸⁴ Τούτο βέβαια δεν αποτελεί τον κανόνα, αφού π.χ. στην ΜΠρΑθ 7715/2009 (ασφ) ΕΤρΑξΧρΔ 2009, 860, 862, ο ζημιωθείς επενδυτής στράφηκε και κατά του υπαλλήλου του αρμόδιου να διαπραγματεύεται με τους

Συναφείς προς τις επενδυτικές συμβουλές υπηρεσίες παρέχονται στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, αλλά και κατά την επενδυτική διαμεσολάβηση. Κοινό γνώρισμα και των υπηρεσιών αυτών είναι η μέριμνα για την περιουσία του πελάτη- επενδυτή. Κατά την παροχή των επενδυτικών συμβουλών είτε ο επενδυτής απευθύνεται στην τράπεζα ή την ΑΕΠΕΥ είτε η τράπεζα αναλαμβάνει την πρωτοβουλία για τη σχετική επαφή και η τράπεζα ως επενδυτικός σύμβουλος καθοδηγεί και μπορεί να επηρεάσει τις επενδυτικές επιλογές του πελάτη της²⁸⁵, ο οποίος κάνει χρήση της σχετικής υπηρεσίας της τράπεζας είτε γιατί δεν έχει επαρκείς οικονομικές γνώσεις είτε γιατί δεν έχει ικανοποιητική εποπτεία των οικονομικών δεδομένων και σχέσεων. Ο σκοπός της παροχής επενδυτικών συμβουλών δεν έγκειται απλώς και μόνο στην ενημέρωση του επενδυτή από την τράπεζα σχετικά με τις προσφερόμενες επενδύσεις, αλλά ο επενδυτής προσδοκά πολύ περισσότερο ότι η τράπεζα θα προχωρήσει στην εμπειριστατωμένη αξιολόγηση των διαθέσιμων επενδυτικών επιλογών και στην εκτίμηση τους ενόψει της δυνατότητας κατανόησης και τους επενδυτικούς στόχους του επενδυτή. Σύμφωνα, λοιπόν, με τη διάταξη του αρ. 4 παρ. 1 περ. ε' του ν. 3606/2007 η παροχή επενδυτικών συμβουλών έγκειται στην παροχή προσωπικών- εξατομικευμένων επενδυτικών συμβουλών σε πελάτη είτε ύστερα από αίτηση του είτε με πρωτοβουλία της ΕΠΕΥ, σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές αναφορικά με χρηματοπιστωτικά μέσα. Την τελική απόφαση για την πραγματοποίηση της μιας ή της άλλης επενδυτικής κίνησης λαμβάνει πάντως ο ίδιος ο επενδυτής²⁸⁶.

Το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς στηρίζεται στην αρχή της ιδιωτικής αυτονομίας, κάθε επενδυτής αποφασίζει με δική του ευθύνη πως θα τοποθετήσει το εισόδημα και την περιουσία του. Αυτό, όμως, προϋποθέτει ότι ο επενδυτής είναι σε θέση να εκτιμήσει τις προσφερόμενες επενδύσεις και να διαγνώσει τους ενυπάρχοντες κινδύνους και ευκαιρίες και να τις αξιολογήσει ορθά, ώστε να επιλέξει τελικά τις καταλληλότερες για αυτόν. Στην πράξη, ωστόσο, αποδεικνύεται ότι στερείται για όλα αυτά γνώσεων και εμπειριών. Για το λόγο αυτό η έννομη τάξη επεμβαίνει, επιβάλλοντας υποχρεώσεις ενημέρωσης και ορθής συμπεριφοράς όχι μόνο στους προσφέροντες τους διάφορους επενδυτικούς τίτλους, αλλά και σε ενδιάμεσους της αγοράς, όπως οι ΑΕΠΕΥ και οι τράπεζες. Ειδικά κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών διαμορφώνεται μια ιδιόρρυθμη ανάγκη προστασίας, αφού ενώ ο επενδυτής είναι αυτός που θα λάβει τελικά την επενδυτική απόφαση, στην πραγματικότητα ο επενδυτικός σύμβουλος έχει αυξημένες δυνατότητες επενέργειας στο σχηματισμό της κατά τα λοιπά αυτόνομης επενδυτικής απόφασης του πελάτη του. Και τούτο γιατί ο επενδυτής δεν γνωρίζει στον ίδιο βαθμό με το σύμβουλο του τα επενδυτικά προϊόντα²⁸⁷. Η παραπάνω κατάσταση συμφερόντων

ιδιώτες πελάτες τις επενδύσεις τους. Ενώ η αίτηση έγινε δεκτή, δεν αφήνει η απόφαση να διαφανεί που στήριξε την ευθύνη του προσώπου αυτού.

²⁸⁵ ΠΠρΑΘ 7169/2010 ΝοΒ 2011, 351, 353, κατά τη οποία οι συμβουλές της τράπεζας «...είναι άκρως απαραίτητες για τη διαμόρφωση της επενδυτικής συμπεριφοράς του ενάγοντος...». Το ότι η επενδυτική συμβουλή απευθύνεται προσωπικά και συγκεκριμένα σε ορισμένο πελάτη αποτελεί την ειδοποιό διαφορά της από την επενδυτική σύσταση της Οδηγίας 2003/125/ΕΚ, που απευθύνεται προς το κοινό, βλ. ΣΤΑΪΚΟΥΡΑ, ΕΕμπΔ 2007, 261, 264.

²⁸⁶ Αντίθετα στη διαχείριση χαρτοφυλακίου η τράπεζα ή η ΑΕΠΕΥ διαχειρίζεται ξένη περιουσία προς το συμφέρον του φορέα της περιουσίας αυτής βάσει δικών της αποφάσεων, χωρίς να πρέπει να λαμβάνει ad hoc οδηγίες από τον πελάτη της. Βέβαια, ο διαχειριστής θα πρέπει να ακολουθεί τις συμφωνημένες με τον πελάτη του γενικές επενδυτικές κατευθύνσεις και οδηγίες (βλ. ΑΠ 335/2010 ΧρηΔικ 2010, 238, 240, όπου πάντως φαίνεται ότι η εναγόμενη δεν διαχειριζόταν απευθείας τα κεφάλαια των πελατών της, αλλά υποδείκνυε ευκαιρίες χρηματιστηριακών επενδύσεων με συνεργαζόμενες αλλοδαπές χρηματιστηριακές εταιρείες). Αν δεν το κάνει υπέχει αστική ευθύνη προς αποζημίωση του αντισυμβαλλόμενου λόγω παράβασης της μεταξύ τους σύμβασης. βλ. ΤΟΥΝΤΟΠΟΥΛΟ (2005), σ. 56επ., ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 156επ.

²⁸⁷ Βλ. ΠΠρΑΘ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351, 353.

δικαιολογεί την επέμβαση της έννομης τάξης στο περιεχόμενο της αναπτυσσόμενης μεταξύ του επενδυτικού συμβούλου και του πελάτη του σχέσης, ώστε να διασφαλίζεται ότι η τράπεζα προσφέρει στον πελάτη της τις καλύτερες δυνατές υπηρεσίες ενόψει των αναγκών του και υπηρετεί πράγματι τα συμφέροντα του²⁸⁸. Ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει και να έχει κατανοήσει ακριβώς τους κινδύνους που αναλαμβάνει και τη σχέση τους με τις προσωπικές του συνθήκες και δυνατότητες. Οι υποχρεώσεις της τράπεζας πρέπει να σκοπεύουν στη διαφώτιση του πελάτη της, ώστε αυτός να μπορεί να λαμβάνει θεμελιωμένες επενδυτικές αποφάσεις²⁸⁹. Ο μηχανισμός της αστικής ευθύνης πρέπει να επεμβαίνει εκεί όπου η τράπεζα δεν ανταποκρίνεται στο ρόλο αυτό.

Οι επενδυτικές συμβουλές μπορούν να αποτελούν αυτοτελή υπηρεσία μιας τράπεζας προς τους πελάτες επενδυτές ή υποψήφιους επενδυτές. Στην περίπτωση αυτή η τράπεζα υπογράφει με το πελάτη της μια σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ο έγγραφος τύπος της σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σύμφωνα με το άρθρο 16 της υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την κατάρτιση και της σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών, έχει ταυτόχρονα αποδεικτικό χαρακτήρα και προάγει τη διαφάνεια των εκατέρωθεν δικαιωμάτων και δεσμεύσεων των αντισυμβαλλομένων, δηλαδή επιτελεί τόσο μια πληροφοριακή όσο και μια προειδοποιητική λειτουργία υπέρ του επενδυτή²⁹⁰. Η κατάσταση συμφερόντων εμφανίζεται εδώ διαφορετική από την παραγγελία προς το χρηματιστή για την πραγματοποίηση νόμιμης χρηματιστηριακής συναλλαγής όπου υποστηρίζεται η αποδεικτική λειτουργία του προβλεπόμενου έγγραφου τύπου²⁹¹. Η μη τήρηση του τύπου, όμως, δεν συνεπάγεται την ακυρότητα της σύμβασης, αφού δεν θεωρείται αυτός προϋπόθεση της ισχύος της και ακόμα η επίκληση της ακυρότητας από την τράπεζα θα ματαιώνει το σκοπό της προστασίας του επενδυτή²⁹².

Η παροχή επενδυτικών συμβουλών στηρίζεται συνήθως σε σύμβαση, η κατάρτιση της οποίας συνάγεται σιωπηρά από τη συμπεριφορά του συμβούλου και του επενδυτή²⁹³ λχ. αν ο επενδυτής απευθύνεται σε έναν επενδυτικό σύμβουλο και ζητά τη διαφώτιση του (=πρόταση σύναψης σύμβασης επενδυτικών συμβουλών) και ο επενδυτικός σύμβουλος αρχίζει σχετική

²⁸⁸ Η ρυθμιστική παρέμβαση δεν πρέπει να οδηγήσει στο αποτέλεσμα η τράπεζα να φέρει τον οικονομικό κίνδυνο της επένδυσης του πελάτη της. Το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Επενδυτικών Υπηρεσιών δεν προστατεύει τον επενδυτή από τον κίνδυνο αποτυχίας των επενδύσεων του, αλλά από την αδυναμία εκπλήρωσης των έναντι αυτού υποχρεώσεων των ΕΠΕΥ, βλ. ΑΠ 631/2011 ΧρηΔικ 2011, 466, ΕφΑ0116/2011 ΧρηΔικ 2011, σελ. 295επ. Το Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων έχει με τη σειρά του σκοπό την καταβολή αποζημίωσης στους καταθέτες πιστωτικών ιδρυμάτων, τα οποία βρίσκονται σε αδυναμία εκπλήρωσης των προς αυτούς υποχρεώσεων τους, βλ. ΑΠ 1775/2006, ΕΕμπΔ 2007, 639.

²⁸⁹ Βλ. αρ. 25 παρ. 3 του ν. 3606/2007.

²⁹⁰ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 161επ.

²⁹¹ Βλ. ΜΠρΚαβ 192/2000, Αρμ 2001, 1242. Η νεότερη νομολογία έχει αποσαφηνίσει πάντως ότι η απόδειξη της κατάρτισης της σύμβασης εντολής για την πραγματοποίηση χρηματιστηριακής συναλλαγής επιτρέπεται με κάθε νόμιμο αποδεικτικό μέσο (ακόμη και δια μαρτύρων) ενώ «...ο νομοθέτης απέκλεισε την απόδειξη χρηματιστηριακών συναλλαγών μη καταχωρημένων στα καθοριζόμενα βιβλία και στοιχεία ειδικά και μόνο για την περίπτωση της επίκλησης τους από τον χρηματιστή ή τις ΑΧΕ και ΕΠΕΥ προς διασφάλιση της δυνατότητας ελέγχου αυτών από τα αρμόδια για την εποπτεία τους όργανα.....», Βλ. ΟΛΑΠ7/2010, ΧρηΔικ 2010, 227επ., ΟΛΑΠ5/2009, ΧρηΔικ 2009, σελ.397, 308.

²⁹² Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 164, 165. Η παράβαση, επομένως, της έγγραφης κατάρτισης της σύμβασης θα πρέπει να έχει συνέπειες στο πεδίο της άσκησης της εποπτείας. Σε επίπεδο ιδιωτικού δικαίου συνεπέστερο προς τον προστατευτικό σκοπό του νόμου θα ήταν να γίνει δεκτή η δυνατότητα σιωπηρής κατάρτισης της σύμβασης, ώστε να μη στερηθεί ο επενδυτής την προστασία από τη σύμβαση. Βλ. αποφάσεις ΠΠρΑθ 7169/2010 ΝοΒ 2011, 351, 352, ΜΠρΑθ 299/2012 ΧρηΔικ 2012, 154, 156.

²⁹³ Βλ. ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ (2003), παραγρ. 4 αρ. 2 και 3.

συζήτηση με τον επενδυτή (=αποδοχή πρότασης) συνάπτεται σύμβαση μεταξύ τους. Το ίδιο μπορεί να συμβεί και με την αντίστροφη φορά²⁹⁴. Αποφασιστικό κριτήριο, λοιπόν, για τη σιωπηρή σύναψη παροχής επενδυτικών συμβουλών είναι η έναρξη της επενδυτικής συζήτησης μεταξύ των μερών και όχι η συνομολόγηση μιας ειδικής αμοιβής για την παροχή της εν λόγω υπηρεσίας²⁹⁵. Επίσης, από τη σύμβαση αυτή καθεαυτή δεν προκύπτουν καταρχήν υποχρεώσεις για την παρακολούθηση της πραγματοποιηθείσας επένδυσης. Αν, όμως, ο επενδυτής και η τράπεζα ξεκινήσουν μια συνεργασία για το πώς πρέπει ο επενδυτής να χειρισθεί εφεξής μια ήδη πραγματοποιηθείσα επένδυση συνάπτουν και πάλι μια σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών²⁹⁶. Χωρίς τη συμβατική ανάληψη της παροχής επενδυτικών συμβουλών η ΕΠΕΥ δεν οφείλει να παράσχει στον πελάτη της συμβουλευτικές υπηρεσίες²⁹⁷. Η διαφορετική νομική μεταχείριση της παροχής επενδυτικών συμβουλών σε σύγκριση με την απλή εκτέλεση εντολών αγοράς ή πώλησης έγκειται στο ότι βαρύνει την τράπεζα υποχρέωση ελέγχου της καταλληλότητας ενός χρηματοπιστωτικού μέσου για τον συγκεκριμένο εκάστοτε πελάτη μόνο κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου (αρ. 25 παρ. 4 ν. 3606/2007)²⁹⁸. Αντίθετα, αν η τράπεζα απλώς και μόνο παρέχει την υπηρεσία της εκτέλεσης εντολών πελατών ή της λήψης και διαβίβασης εντολών πρέπει μόνο να προχωρήσει στο προβλεπόμενο από το αρ. 25 παρ. 5 του ν. 3606/2007 έλεγχο συμβατότητας και να ειδοποιήσει σχετικά τον πελάτη. Και αυτό ισχύει μόνο αν δεν συντρέχουν οι προϋποθέσεις της παρ. 6 του αρ. 25 πχ. παροχή της υπηρεσίας κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη, τήρηση των κανόνων για τις συγκρούσεις συμφερόντων, οπότε η τράπεζα απαλλάσσεται και από τον έλεγχο συμβατότητας²⁹⁹.

Η έκταση των παρεχόμενων επενδυτικών συμβουλών εξαρτάται από τη βούληση των συμβαλλομένων μερών, η οποία διαπιστώνεται μέσα από την ερμηνεία της σχετικής σύμβασης κατ' ΑΚ 173 και 200. Συγκεκριμένα, πρέπει να συνεκτιμώνται αφενός οι προσδοκίες του επενδυτή και αφετέρου το πρόγραμμα επενδυτικών προσφορών της τράπεζας. Οι παρεχόμενες υπηρεσίες φθάνουν συνήθως μέχρι του σημείου ο επενδυτικός σύμβουλος να προετοιμάζει μια συγκεκριμένη επενδυτική απόφαση του πελάτη του³⁰⁰. Ο σύμβουλος θα πρέπει, λοιπόν, ενόψει της πρέπουσας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του, να τηρήσει ορισμένους κανόνες. Οι τράπεζες υπέχουν κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών υποχρεώσεις προς τους πελάτες ήδη κατά το κοινό δίκαιο των συμβατικών ενοχών και ιδίως βάσει της αρχής της καλής πίστης (ΑΚ 288). Αυτό ίσχυε και πριν από την έκδοση των ευρωπαϊκών Οδηγιών για τις επενδυτικές υπηρεσίες (Οδηγία 93/22/ΕΟΚ και 2004/39/ΕΚ) και των αντίστοιχων εθνικών νομοθετικών πράξεων προσαρμογής (ν. 2396/1996 και ν. 3606/2007). Μεγάλη ώθηση στην εδραίωση των σχετικών υποχρεώσεων σε διεθνές επίπεδο έδωσε η νομολογία του γερμανικού Ομοσπονδιακού Ακυρωτικού Δικαστηρίου στην υπόθεση των ομολόγων Bond³⁰¹,

²⁹⁴ Βλ. ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351, 354, ο «private banker»- στέλεχος τράπεζας «..επισκέφθηκε τον ενάγοντα στο χώρο εργασίας τουπροκειμένου να του προτείνει την αγορά κάποιων επενδυτικών προϊόντων..»

²⁹⁵ Βλ. αποφάσεις ΠΠρΑθ 7169/2010 ΝοΒ 2011, 351, 352, ΜΠρΑθ 299/2012 ΧρηΔικ 2012, 154, 156, ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ (2003), παραγρ. 4 αρ. 2 και 3, ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ, ΔΕΕ 2010, 132, 136, ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΧρΙΔ 2001, 17, 22επ. ο οποίος στηρίζει τη δυνατότητα σιωπηρής σύναψης της σύμβασης στην ΑΚ 650.

²⁹⁶ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 166.

²⁹⁷ Βλ. ΑΠ 446/2010, ΧρηΔικ 2010, 231, 236.

²⁹⁸ Επίσης, στην απλή εκτέλεση εντολών χωρίς παροχή επενδυτικών συμβουλών δεν τίθεται ζήτημα αποκάλυψης των εισπραττόμενων εσωτερικών προμηθειών, βλ. σχετικά ΚΙΝΙΝΗ, ΧρηΔικ 2011, 362επ, 428επ.

²⁹⁹ ΤΟΥΝΤΟΠΟΥΛΟΣ (2005), σελ. 201επ, ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ (2007), σελ. 387επ.

³⁰⁰ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 180.

³⁰¹ Βλ. ΕΕμΔ 1995, 137επ. Τα πορίσματα μεταφέρθηκαν το ισχύον ελληνικό δίκαιο (ΜΠρΑθ 299/2012, ΧρηΔικ 2012, 154) αν και με αναγωγή περισσότερο στο προϊσχύσαντα Κανονισμό Δεοντολογίας των Εταιρειών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΚΔΕΠΕΥ), τον ν. 2396/1996 και τον ν. 3606/2007, ο οποίος

σύμφωνα με την οποία οι επενδυτικές συμβουλές πρέπει να λάβουν υπόψη τα χαρακτηριστικά αφενός του επενδυτή και αφετέρου του αντικειμένου της επένδυσης. Η τράπεζα πρέπει, δηλαδή για να προετοιμάσει μια ορθολογική από τον πελάτη της επενδυτική απόφαση να ζητήσει πληροφορίες για την οικονομική, περιουσιακή και εισοδηματική κατάσταση του, για μελλοντικές χρηματοοικονομικές ανάγκες του, για τους επενδυτικούς στόχους και τη διάθεση του για ανάληψη κινδύνων, για τις επενδυτικές γνώσεις και εμπειρίες του. Η τράπεζα θα πρέπει να ενημερώσει τον επενδυτή για τα χαρακτηριστικά και τους κινδύνους της συνιστώμενης επένδυσης, για τον τρόπο λειτουργίας, την απόδοση, τη διάρκεια, την εμπορευσιμότητα, τους κινδύνους και τα έξοδα για την πραγματοποίησή της³⁰² και για τα χαρακτηριστικά των επενδυτικών τίτλων³⁰³.

Βασική διάταξη των υποχρεώσεων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών αποτελεί το άρθρο 25 του ν. 3606/2007. Πρωτίστως η βασική υποχρέωση συμπεριφοράς της τράπεζας κατά την παροχή των επενδυτικών συμβουλών συνίσταται στην πληροφόρηση του πελάτη, στην αναζήτηση πληροφοριών για τον πελάτη και στον έλεγχο της καταλληλότητας του χρηματοπιστωτικού μέσου για αυτόν. Η υποχρέωση ελέγχου της καταλληλότητας του χρηματοπιστωτικού μέσου υπάρχει μόνο στην παροχή επενδυτικών συμβουλών και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου, ως υπηρεσίες ιδιαίτερα προσωπικού εμπιστευτικού χαρακτήρα και επικίνδυνες για τα συμφέροντα του επενδυτή. Ενώ στις υπόλοιπες επενδυτικές υπηρεσίες η τράπεζα υποχρεούται μόνο σε έλεγχο συμβατότητας του κρίσιμου χρηματοπιστωτικού μέσου ενόψει των γνώσεων και της εμπειρίας του πελάτη, δηλαδή μόνο σε έλεγχο του γνωστικού επιπέδου του πελάτη και όχι της επενδυτικής δυναμικής του, των στόχων και της χρηματοοικονομικής κατάστασης. Από την άλλη, η πληροφόρηση που οφείλει να παρέχει στον πελάτη πρέπει να επιτρέπει σε αυτόν την κατανόηση της φύσης και των κινδύνων τόσο της παρεχόμενης υπηρεσίας όσο και του κρίσιμου επενδυτικού μέσου. Το εύρος και η ένταση της παρεχόμενης πληροφόρησης εξαρτάται σε σημαντικό βαθμό από το βαθμό αντίληψης κάθε επενδυτή. Η ίδια η MiFID, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, αναγνωρίζει διαφορετικές ανάγκες προστασίας ανάμεσα στις διάφορες κατηγορίες επενδυτών και επιτάσσει τη διαφοροποίηση των μέσων προστασίας για καθεμιά ανάλογα με τις ιδιαιτερότητες της.

Προκειμένου ο επενδυτής να αξιώσει αποκατάσταση της ζημίας του από την παροχή ακατάλληλων επενδυτικών συμβουλών, θα πρέπει να αναζητήσει το ενδεδειγμένο νομικό έρεισμα. Στο ελληνικό δίκαιο δεν έχουν θεσμοθετηθεί διατάξεις σχετικά με τις συνέπειες της ελαττωματικής επενδυτικής συμβουλής³⁰⁴. Σε υπόθεση με αντικείμενο τη σύσταση για την αγορά τίτλων της Lehman Brothers το Πολυμελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης έθεσε ως αφετηρία της κρίσης του τις από την πλευρά της τράπεζας υποχρεώσεις «εκτιμήσεως των συμφερόντων του πελάτη, διαφωτίσεως, παροχής συμβουλευτικής καθοδήγησης»³⁰⁵. Στην εν λόγω απόφαση συγκεκριμένα η παράλειψη της τράπεζας να ενημερώσει προφορικά τον χαμηλού μορφωτικού επιπέδου και εμπειρίας πελάτη της σχετικά με τα βασικά χαρακτηριστικά της προτεινόμενης επένδυσης- με αποτέλεσμα αυτός να μη

«...έχει συναφές περιεχόμενο ...». Και η ΠΠρΑθ 7169/2010 ΝοΒ 2011, 351επ, από την οποία αντλεί τη μείζονα σκέψη της η ΜΠρΑθ 229/2012, ανατρέπει στον προϊσχύσαντα ΚΔΕΠΕΥ, στην συμπερασματική κρίση της, ωστόσο ανάγεται και στην αρχή της καλής πίστης.

³⁰² Βλ. ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ (2003), παρ. 8 αρ. 6επ.

³⁰³ Η υποχρέωση διαφώτισης καταλαμβάνει και τον γενικό κίνδυνο της αφερεγγυότητας του εκδότη ενός ομολογιακού δανείου, ακόμη και αν κατά τη στιγμή της παροχής των επενδυτικών συμβουλών δεν υπάρχουν τέτοιες ενδείξεις. Εκτός βέβαια αν ο επενδυτής γνωρίζει ήδη τον συγκεκριμένο κίνδυνο, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 183.

³⁰⁴ Βλ. ΣΤ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ, ΧρΙΔ 2008, 865, 873.

³⁰⁵ Βλ. ΠΠρΘεσ 19932/2009, ΕφΑΔ 2009, 803.

κατανοήσει τους κινδύνους της επένδυσης- αντλήθηκε μεν από τους κανόνες των άρθρων 281 και 288 ΑΚ, η ευθύνη της τράπεζας θεμελιώθηκε όμως στο άρθρο 914³⁰⁶ και κυρίως στο άρθρο 8 του νόμου 2251/1994 για την ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες³⁰⁷. Το κύριο πεδίο ρυθμίσεων για τη θεμελίωση της ευθύνης μια τράπεζας λόγω της παροχής εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών εντοπίζεται στο δίκαιο των συμβάσεων. Εισερχόμενη η τράπεζα στο νομικό δεσμό με τον υποψήφιο επενδυτή πελάτη της με αντικείμενο την παροχή επενδυτικών συμβουλών, θα πρέπει να ανταποκριθεί σε ορισμένα standards συμπεριφοράς, για τα οποία έγινε ήδη λόγος (ενότητα II). Στο πεδίο των συμβάσεων μεταξύ των μερών οι παραπάνω υποχρεώσεις επηγάζουν κατ' αρχήν από την αρχή της καλής πίστης σύμφωνα με το άρθρο 288 ΑΚ³⁰⁸.

Ανάλογες υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς ορίζονται στο άρθρο 25 του νόμου 3606/2007. Κατά μια πρώτη εκδοχή, οι κανόνες αυτοί καθιερώνουν κανόνες διττής φύσης, αφενός, δηλαδή, αποτελούν δημόσιο δίκαιο για την εποπτεία της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και αφετέρου ρυθμίζουν ευθέως τις αναπτυσσόμενες συμβατικές σχέσεις τράπεζας και πελάτη λόγω της σαφήνειας και της ικανότητας τους να δεχθούν την υπαγωγή πραγματικών περιστατικών σε αυτούς. Υπό αυτή την εκδοχή η παράβαση των υποχρεώσεων αυτών αποτελεί παράβαση παρεπόμενων ex lege υποχρεώσεων της ατομικής σύμβασης μεταξύ τράπεζας και πελάτη και δεν χρειάζεται η αρχή της καλής πίστης για να θεμελιωθεί η ενδοσυμβατική ευθύνη. Κατά της θεώρησης αυτής έρχεται η άποψη ότι ο νομοθέτης με το νόμο 3606/2007 εισάγει κανόνες εποπτικού δικαίου και όχι ιδιωτικού δικαίου από τους οποίους να απορρέουν άμεσα ιδιωτικού δικαίου συνέπειες. Απαραίτητη καθίσταται, λοιπόν, η επίκληση της αρχής της καλής πίστης εφόσον κάποιος αρνηθεί ότι οι κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας είναι ιδιωτικού δικαίου. Θεώρηση που φαίνεται και ορθότερη όποτε η χρήση της αρχής της καλής πίστης για τη θεμελίωση της ενδοσυμβατικής ευθύνης είναι απαραίτητη³⁰⁹. Ακόμα, η ευθύνη της τράπεζας για την παράβαση υποχρεώσεων επαγγελματικής συμπεριφοράς κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών μπορεί να θεμελιωθεί στους κανόνες για την αδικοπραξία (914ΑΚ), αφού η παράβαση των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς μπορεί να θεωρηθεί παράνομη πράξη. Και τούτο γιατί οι κανόνες αυτοί αποτελούν και στο πεδίο του ιδιωτικού δικαίου προστατευτικούς νόμους που υπηρετούν οπωσδήποτε και τα περιουσιακά συμφέροντα του πελάτη της τράπεζας επενδυτή³¹⁰. Χωρίς να πλεονεκτούν κατά κράτος έναντι των κανόνων της ενδοσυμβατικής ευθύνης, οι κανόνες περί αδικοπραξίας και ιδίως αυτός του άρθρου 8 του νόμου 2251/1994³¹¹ μπορούν να βελτιώσουν³¹² οριακά τη θέση του ενάγοντος επενδυτή (πχ. τεκμήριο

³⁰⁶ Στην επιλογή του δικαστηρίου (ΠΠρΘες 19932/2009 ΕφΑΔ 2009, 803, 806) να στηρίξει την ευθύνη της τράπεζας σε αδικοπραξία βάρινε η δυνατότητα κήρυξης της απόφασης περί αποζημίωσης από άδικη πράξη ως προσωρινά εκτελεστής (ΚΠολΔ 907, 908 παρ. 1 περ.δ'), βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 197.

³⁰⁷ Είναι χαρακτηριστικό ότι ο ΨΥΧΟΜΑΝΗΣ, Τραπεζικό Δίκαιο- Δίκαιο των Τραπεζικών Συμβάσεων Ι (2008), σ. 210επ και 212επ δέχεται ότι η παράβαση των υποχρεώσεων συμπεριφοράς γεννά είτε προσυμβατική ευθύνη (αν δεν υπάρχει συμβατικός δεσμός) είτε ευθύνη για πλημμελή εκπλήρωση. Και η ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ, ΔΕΕ 2010, 132, 136, παρατηρεί ότι το δικαστήριο θα μπορούσε να βασισθεί και στην ενδοσυμβατική ευθύνη. Στις αποφάσεις ΠΠρΑΘ 7169/2010 και ΜΠρΑΘ 299/2012 γίνεται επίκληση και στις διατάξεις του νόμου 2251/1994 για τις αθέμιτες εμπορικές πρακτικές (άρθρα 9γ-ε).

³⁰⁸ Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ, Προστασία του επενδυτή(2007), σελ. 382, ΤΡΙΑΝΤΑΦΥΛΛΑΚΗ, ΧρΙΔ2001, 17, 23επ, Γ.ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ, ΧρΙΔ 2008, 865, 869επ.

³⁰⁹ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 199.

³¹⁰ Βλ. ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗ (2007), σελ. 398.

³¹¹ Αντίθετες στην εφαρμογή του ν. 2251/1994 σε ιδιώτες επενδυτές με γνώση, εμπειρία της αγοράς, σημαντική οικονομική επιφάνεια και συστηματική ενασχόληση με προϊόντα και συναλλαγές υψηλής αξίας φαίνονται οι αποφάσεις ΠΠρΑΘ 7169/2010 και ΜΠρΑΘ 299/2012, ΧρηΔικ 2012, 154, 155.

παρανομίας, δυνατότητα χρηματικής ικανοποίησης λόγω ηθικής βλάβης, κήρυξη της δικαστικής απόφασης προσωρινά εκτελεστής³¹³⁾³¹⁴.

Τη θεμελίωση της ευθύνης της τράπεζας στις ιδιαίτερες ανάγκες του συγκεκριμένου επενδυτή με βάση το σύστημα του ν. 2251/1994 προτείνεται πάντως η αξιοποίηση της θεωρίας περί γενικών όρων συναλλαγών (ΓΟΣ). Υποστηρίζεται, ειδικότερα, ότι ο επενδυτής μπορεί να αποδεδμευθεί από τους συμβατικούς όρους περί ανάληψης του κινδύνου φερεγγυότητας του εκδότη των ομολόγων, αν οι όροι αυτοί είναι ΓΟΣ και δεν έχουν γίνει περιεχόμενο της σύμβασης κατά το άρθρο 2 παρ. 2 εδ. α' του ν. 2251/1994, δηλαδή όταν οι όροι μη ανάληψης του κινδύνου αφερεγγυότητας δεν εξηγήθηκαν λεπτομερώς στον πελάτη αν και είχε αυτός τη σχετική ανάγκη λόγω του χαμηλού μορφωτικού επιπέδου του³¹⁵. Στην υπόθεση, ωστόσο, της Lehman Brothers του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Θεσσαλονίκης δεν οδηγεί ο επίμαχος γενικά διατυπωμένος όρος του σχετικού εντύπου της τράπεζας στην ανάληψη του κινδύνου της πτώχευσης του εκδότη των ομολόγων από τον ομολογιούχο επενδυτή. Ο κίνδυνος αυτός ανήκει στον επενδυτή ήδη από τη φύση της συγκεκριμένης επένδυσης³¹⁶.

Επιπλέον, αστική ευθύνη της τράπεζας, η οποία προτείνει στους πελάτες της να αγοράσουν δομημένα ομόλογα μπορεί να προκύψει αν αυτή παραλείψει να τους διαφωτίσει για τον κίνδυνο της πτώχευσης της εκδότριας εταιρείας³¹⁷. Ο κίνδυνος αυτός, αν και είναι σύμφυτος με κάθε ομολογιακό δάνειο και με την αγορά κάθε ομολογίας, ορθότερο είναι να γίνει δεκτό ότι κατ' αρχήν η τράπεζα έχει υποχρέωση να διαφωτίσει τον πελάτη της εκτός βέβαια αν είναι ενημερωμένος λόγω της εμπειρίας και των γνώσεων του³¹⁸. Επίσης, η τράπεζα θα έπρεπε να ενημερώσει τον πελάτη και για τους προβλέψιμους κινδύνους αφερεγγυότητας του συγκεκριμένου ομολόγου με το να παρακολουθεί αυτή τον οικονομικό τύπο και όλες τις συνήθειες διαθέσιμες πηγές πχ βαθμολογίες από οίκους

³¹² Η ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ, ΔΕΕ 2010, 132, 137 στέκεται περισσότερο στα πλεονεκτήματα της ενδοσυμβατικής ευθύνης για τον ζημιωθέντα πχ. αντιστροφή του βάρους απόδειξης της υπαιτιότητας.

³¹³ Βλ. ΠΠρΘεσ19932/2009 ΕφΑΔ 2009, 803, 806. Το ίδιο αίτημα υπέβαλε ο ενάγων και στην ΕιρΑΘ3076/2011, ΧρηΔικ 2011, 486επ, αλλά η αίτηση του δεν έγινε δεκτή.

³¹⁴ Στην ΜΠρΑΘ 7486/2006(ασφ.), ΔΕΕ 2007, 1081επ, η αδικοπραξία χρησιμοποιήθηκε προκειμένου να θεμελιωθεί η ευθύνη μελών του ΔΣ της υπό εκκαθάριση ΑΧΕΠΕΥ και να επιβληθεί συντηρητική κατάσχεση στη δική τους περιουσία.

³¹⁵ Βλ. ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ, ΔΕΕ 2010, 132, 137επ.

³¹⁶ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 207, ο οποίος παρατηρεί ότι ο όρος «...στηρίζομαι στην πιστοληπτική ικανότητα του εκδότη και δεν έχω κανένα δικαίωμα κάτω από τους τίτλους έναντι στη Citibank...» δεν φάνετα για ποιο λόγο πρέπει να θεωρηθεί καταχρηστική απαλλακτική ρήτρα. Έτσι, όμως, καταρχήν, ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ, ΔΕΕ2010, η οποία αποφεύγει να τοποθετηθεί οριστικά καταλήγοντας στην πρόταση ότι οι όροι αυτοί «...θα έπρεπε να έχουν αποτελέσει ο καθένας ξεχωριστά αντικείμενο ελέγχου της καταχρηστικότητάς τους...»

³¹⁷ Το ζήτημα αυτό επανήλθε στην επικαιρότητα με την κατάρρευση της αμερικανικής επενδυτικής εταιρείας Lehman Brothers. Ωστόσο οι αγωγές που στηρίζονται στην παροχή εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών λόγω παράλειψης διαφώτισης για τον κίνδυνο πτώχευσης της έχουν να αντιμετωπίσουν δύο μειονεκτήματα: α) την εξαιρετική βαθμολογία της Lehman Brothers από τους οίκους αξιολόγησης μέχρι και την περίοδο της πτώχευσης της την οποία και εμπιστεύθηκαν οι τράπεζες- σύμβουλοι και β) τα έγγραφα της επένδυσης περιείχαν τυποποιημένη σχετική προειδοποίηση. Έτσι, η αστική ευθύνη στη συγκεκριμένη περίπτωση θα μπορούσε να θεμελιωθεί στις ιδιαίτερες ανάγκες κάθε ατομικής περίπτωσης πχ. έλλειψη γνώσεων και εμπειρίας συγκεκριμένου πελάτη. Έτσι κρίθηκε ότι διατροφολόγος ιδιοκτήτρια studio αδυνατίσματος, απόφοιτη λυκείου υπάλληλος του ΟΠΑΠ., βλ. ΜΠρΑΘ 299/2012, ο.π. και ιδιοκτήτης πρατηρίου καυσίμων στις ΗΠΑ και ξενοδοχείου στη Ρόδο βλ. ΕφΠειρ332/2010, ΕΕμπΔ 2011, σελ. 420, 421 μπορούσαν να κατανοήσουν τους κινδύνους από τα δομημένα ομόλογα, ενώ πιλότος Ο.Α. που δεν μπορούσε να κατανοήσει πλήρως το αγγλικό κείμενο για τη λειτουργία του επίμαχου ομολόγου θεωρήθηκε άξιος προστασίας βλ. ΜΠρΑΘ 7715/2009, ο.π., βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 213επ.

³¹⁸ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 213.

πιστοληπτικής αξιολόγησης³¹⁹. Ευθύνη της τράπεζας ως επενδυτικού συμβούλου από τη σύσταση δομημένων ομολόγων μπορεί να θεμελιωθεί και σε παράβαση υποχρεώσεων σχετικά με τον κίνδυνο της αρνητικής εξέλιξης των υποκειμένων βασικών αξιών. Η τράπεζα πρέπει να εξηγήσει την ακριβή λειτουργία του εκάστοτε προτεινόμενου δομημένου ομολόγου, τον τρόπο επίδρασης της εξέλιξης της βασικής αξίας τόσο στον υπολογισμό της θετικής ή αρνητικής απόδοσης του ομολόγου όσο και στην αξία του στη δευτερογενή αγορά³²⁰. Το βασικό κριτήριο για την ορθότητα της επενδυτικής συμβουλής είναι η καταλληλότητα του για τον συγκεκριμένο επενδυτή σύμφωνα με την επενδυτική φυσιογνωμία αυτού, την οικονομική κατάσταση και τους στόχους του. Μια τράπεζα μπορεί άρα να συστήσει ακόμη και το πλέον επιθετικό δομημένο ομολόγο της μεγαλύτερης βαθμίδας κινδύνου χωρίς να υποπέσει στην παροχή εσφαλμένων επενδυτικών συμβουλών, εφόσον έχει προηγουμένως προβεί σε έλεγχο καταλληλότητας για τον πελάτη της. Επομένως, η κρίση για την αστική ευθύνη της τράπεζας θα βασισθεί στα ατομικά χαρακτηριστικά του πελάτη τα οποία επηρεάζουν το περιεχόμενο, την έκταση και την ένταση των υποχρεώσεων της (αρ. 25 παρ. 4 του ν.3606/2007).

Ακόμη, η τράπεζα-επενδυτικός σύμβουλος μπορεί να λαμβάνει αντιπαροχές ή ανταλλάγματα για την προώθηση συγκεκριμένων επενδυτικών προϊόντων εν αγνοία του επενδυτή-πελάτη της. Η προσδοκία της τράπεζας- επενδυτικού συμβούλου ότι θα επιτύχει οφέλη με αυτόν τον τρόπο είναι δυνατόν να επηρεάσει την αμεροληψία της και να αμβλύνει την αφοσίωση της στην εξυπηρέτηση των συμφερόντων αποκλειστικά του πελάτη της. Η κατάσταση αυτή μπορεί να γεννήσει ένα πεδίο σοβαρής σύγκρουσης των συμφερόντων της τράπεζας και του επενδυτή στο πλαίσιο της μεταξύ τους σχέσης, η σύγκρουση αυτή εμφανίζει ιδιαίτερη σημασία για τη θεμελίωση αξιώσεων αποζημίωσης του επενδυτή κατά της τράπεζας- επενδυτικού συμβούλου. Σύμφωνα με πάγια γερμανική νομολογία, χαρακτηριζόμενη ως «Kick Back»³²¹, αν μια τράπεζα παρέχει επενδυτικές συμβουλές και κερδίζει εσωτερικές προμήθειες από τους προτεινόμενους τίτλους, τα συμφέροντα των πελατών της εκτίθενται σε κίνδυνο, αφού η σύσταση της τράπεζας υποκινείται τότε από το ίδιο συμφέρον της να κερδίζει τις υψηλότερες δυνατές προμήθειες. Προς αποφυγή αυτής της σύγκρουσης συμφερόντων η τράπεζα πρέπει να φανερώσει στον επενδυτή τις προσδοκώμενες αντιπαροχές της. Την παραπάνω νομολογιακή αρχή εξέτασε νομολογία και επιστήμη αν μπορεί να εφαρμοσθεί για τη θεμελίωση της ευθύνης των τραπεζών λόγω προώθησης δομημένων προϊόντων της Lehman Brothers³²². Υποστηρίζεται³²³ ότι ελλείπει ειδικής ρύθμισης της παροχής επενδυτικών

³¹⁹ Βλ. ΠΠρΑθ 7169/2010, ο.π., ΜΠρΑθ 299/2012, ο.π..

³²⁰ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.215επ.

³²¹ Στην γερμανική νομολογία έχει παγιωθεί τα τελευταία χρόνια ειδικότερα η θέση ότι ο επενδυτικός σύμβουλος πρέπει να αποκαλύπτει στον πελάτη του τα συγκεκριμένα ανταλλάγματα, τα οποία λαμβάνει από τον εκδότη των προτεινόμενων τίτλων, η ερμηνευτική αυτή γραμμή συνηθίζεται να λέγεται «Kick Back», βλ. απόφαση από 19.12.2006 του Bundesgerichtshof XI ZR 56/05, BGHZ 170, 226, 234, BGH NJW 2009, 1416, 1417, η νομολογία αυτή μάλιστα επιβεβαιώθηκε από το Γερμανικό Ομοσπονδιακό Συνταγματικό Δικαστήριο BVerfG WM 2012, 68επ., βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ. 219. Επίσης, KININH, ΧρηΔικ 2011, 362, 363.

³²² Κατά αυτής της σύνδεσης προβάλλεται το επιχείρημα ότι η γερμανική νομολογία διαμορφώθηκε για την αντιμετώπιση περιπτώσεων στις οποίες η τράπεζα έδωσε ή έλαβε από άλλον σύμβουλο ή τον εκδότη του προταθέντος επενδυτικού τίτλου προμήθειες πίσω από την πλάτη του επενδυτή, δηλαδή σε καταστάσεις με τρεις μετέχοντες, ενώ στις υποθέσεις της Lehman Brothers οι επενδυτές αγόραζαν απευθείας από τις τράπεζες συμβούλους στο πλαίσιο διμερούς σχέσης. Στη τελευταία περίπτωση ο επενδυτικός σύμβουλος εμφανίζεται ο ίδιος ως πωλητής τίτλων επιδιώκοντας το προσωπικό του συμφέρον για την επίτευξη των κερδών. Η απάντηση στη αυτή στην κριτική έγκειται στον προστατευτικό σκοπό της υποχρέωσης αποκάλυψης. Η ανάγκη προστασίας του επενδυτή φαίνεται να βρίσκεται σε αντίθεση με το συμφέρον της τράπεζας για τη διαφύλαξη των επιχειρηματικών της απορρήτων.

³²³ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.224επ., παραπέμπει στο Ομοσπονδιακό Συνταγματικό Δικαστήριο BVerfG WM 2012, 68επ.

υπηρεσιών ως συμβατικού τύπου, εγγύτερη προς τις πραγματικές ανάγκες των μερών θα ήταν η θεμελίωση της υποχρέωσης αποκάλυψης συγκεκριμένων ανταλλαγμάτων στην αρχή της καλής πίστης (ΑΚ 288). Η αποκάλυψη των εσωτερικών προμηθειών και ανταλλαγμάτων μπορεί να θεωρηθεί εκδήλωση της υποχρέωσης για τη διαφώτιση ως προς όλες τις ουσιώδεις ιδιότητες της προτεινόμενης επένδυσης, ώστε ο πελάτης να μπορεί να σταθμίσει τις εντεύθεν ευκαιρίες και κινδύνους³²⁴. Ακόμα η αποκάλυψη της σύγκρουσης των συμφερόντων του παρέχοντος τις συμβουλευτικές υπηρεσίες επιτρέπει στον πελάτη του να γνωρίζει ότι ο σύμβουλος του είναι αντιμέτωπος με το δίλημμα να ευνοήσει το δικό του προσωπικό συμφέρον αντί του συμφέροντος του πελάτη του και άρα μπορεί να θεμελιωθεί και αυτή στην υποχρέωση πίστης του άρθρου 288 ΑΚ³²⁵. Η υποχρέωση γνωστοποίησης της γενικής φύσης της σύγκρουσης συμφερόντων και των πηγών της καθιερώνεται, εξάλλου, και στο άρθρο 13 παρ. 2 του ν. 3606/2007³²⁶. Στο σύστημα του νόμου αυτού η υποχρέωση αποκάλυψης της σύγκρουσης συμφερόντων συνδέεται πάντως με την έλλειψη ικανοποιητικών οργανωτικών και διοικητικών μηχανισμό για τον εντοπισμό και την αντιμετώπιση της³²⁷. Λεπτομερέστερες ρυθμίσεις ως προς τις προερχόμενες από ή τις καταβαλλόμενες προς τρίτους αντιπαροχές των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών εισάγονται και στο άρθρο 27 της υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 Απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς³²⁸.

³²⁴ Βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.224επ. Ο ίδιος παρατηρεί ότι αυτή η αντίληψη βρίσκεται μάλιστα στο τελολογικό υπόβαθρο του ευρωπαϊκού Draft Common Frame of Reference του 2009, όπου ο σχετικός με τις συμβάσεις παροχής πληροφοριών και συμβουλών κανόνας προβλέπει ειδικότερα υπό τον τίτλο: «Conflict of Interest» (άρθρο IV. C. 7:107) ότι «(1) When the provider expressly or impliedly undertakes to provide the client with a recommendation to enable the client to make a subsequent decision, the information provider must disclose a possible conflict of interest which might influence the performance of the provider's obligations».

³²⁵ ΠΑΠΑΝΤΩΝΗ (2000), σελ. 56επ.

³²⁶ Ανήκει στο σύστημα οργανωτικών μέτρων που προβλέπονται για τις ΑΕΠΕΥ και αποβλέπει στη διασφάλιση της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, ενώ το άρθρο 27 της Απόφασης επιβάλλει την υποχρέωση αποκάλυψης των ανταλλαγμάτων από τρίτους χάριν της άμεσης προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών. Υπό το πρίσμα αυτό έχει υποστηριχθεί ότι οι κανόνες περί οργανωτικών υποχρεώσεων έχουν διοικητικό χαρακτήρα και δεν ασκούν επίδραση στη θεμελίωση αξιώσεων ιδιωτικού δικαίου, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.231, ΚΟΥΛΟΡΙΔΑ, ΧρηΔικ 2010, 25, 38επ., βλ. αντίθετα ΑΠ 1486/2008, ΕΕμπΔ 2009, 89, 90 η οποία δέχθηκε ότι η παράλειψη από μέρους μια ΑΧΕ των επιβαλλόμενων από τη χρηματιστηριακή νομοθεσία οργανωτικών μέτρων πχ για τον εσωτερικό έλεγχο των στελεχών τους μπορεί να θεμελιώσει αδικοπρακτική ευθύνη του 914 ΑΚ έναντι των πελατών της που υπέστησαν ζημίες από την υπεξαίρεση κεφαλαίων τους από στελέχη της. Πάντως η απόφαση, ενώ σημειώνει ότι «..η οργάνωση αποσκοπεί στη διασφάλιση της δυνατότητας αποτελεσματικής άσκησης διοικητικού ελέγχου και εποπτείας», δεν εξηγεί πως οι σχετικοί οργανωτικοί κανόνες διοικητικού ελέγχου παράγουν ιδιωτικού δικαίου συνέπειες. Επίσης, και ΑΛΕΞΑΝΔΡΙΔΟΥ, ΔΕΕ 2010, 132, 135, ΚΑΡΑΓΚΟΥΝΙΔΗΣ, ΕπισκΕΔ 2009, 321, 348επ. οι οποίοι τελικά τάσσονται υπέρ της συναγωγής συνεπειών ιδιωτικού δικαίου από την παράβαση οργανωτικών κανόνων.

³²⁷ Βλ. ΚΟΥΛΟΡΙΔΑ, ΧρηΔικ 2010, 25, 37επ. πρόκειται για ένα σύστημα τριών βαθμίδων: διάγνωση, αποφυγή και εν ανάγκη αποκάλυψη της σύγκρουσης συμφερόντων.

³²⁸ Με την εν λόγω διάταξη ενσωματώθηκαν στο ελληνικό δίκαιο επιταγές του άρθρου 19 παρ. 1 της MiFID και κυρίως του άρθρου 26 της εκτελεστικής της Οδηγίας 2006/73. Υπό το πρίσμα αυτών καταρχήν δεν είναι επιτρεπτές οποιεσδήποτε αντιπαροχές από ή προς τρίτους δηλ. πρόσωπα εκτός της σχέσης ΕΠΕΥ και πελάτη. Εξαίρεση μπορεί να υπάρξει (αρ. 27 παρ 2 στοιχ β΄ της απόφασης) αν η αμοιβή, η προμήθεια και το η επιχειρηματικό όφελος καταβάλλονται σύννομα, γνωστοποιούνται οι αντιπαροχές στον επενδυτή με πλήρη, ακριβή και κατανοητό τρόπο και αποσκοπούν στην ενίσχυση της ποιότητας της παρεχόμενης υπηρεσίας χωρίς να πλήττεται η καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση των συμφερόντων του πελάτη πχ. δεν θα έπρεπε η αντιπαροχή από τρίτο να εξαρτηθεί από την επίτευξη κάποιου κέρδους κατά τη διάθεση των κρίσιμων επενδυτικών προϊόντων. Όσον αφορά στην υποχρέωση αποκάλυψης των περιθωρίων κέρδους ή του τρόπου υπολογισμού τους δεν προβλέπεται στο άρθρο 27 τέτοια υποχρέωση και άρα αυτή πρέπει να συναχθεί από το άρθρο 288 ΑΚ, καθώς υπάρχει και εδώ υποχρέωση αποφυγής συγκρουόμενων συμφερόντων και εξάλλου τα εθνικά δικαστήρια δεν εμποδίζονται να εξάγουν από την αρχή της καλής πίστης αυστηρότερους κανόνες από τη MiFID. Μια τέτοια υποχρέωση δεν είναι άγνωστη στο ίδιο το σύστημα υποχρεώσεων της MiFID. Υπό το

Σύμφωνα με τη MiFID II ότι οι ΕΠΕΥ και οι Τράπεζες, όταν παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ανεξάρτητα, θα πρέπει να αξιολογούν ένα επαρκώς ευρύ αριθμό χρηματοοικονομικών μέσων από τα διαθέσιμα στην αγορά. Αυτά θα πρέπει να είναι διαφοροποιημένα από τη σκοπιά του είδους του εκδότη τους ή αυτών που τα προσφέρουν και να μην περιορίζονται σε χρηματοοικονομικά μέσα τα οποία εκδίδονται από επιχειρήσεις με στενούς δεσμούς με την ΕΠΕΥ. Επίσης, οι ΕΠΕΥ δεν θα πρέπει να αποδέχονται ή να λαμβάνουν αμοιβές, προμήθειες ή άλλα χρηματικά οφέλη, τα οποία πληρώνει ή παρέχει οποιοδήποτε τρίτο μέρος ή πρόσωπο που δρα για τρίτο μέρος ως προς την παροχή των υπηρεσιών στον πελάτη. Η νέα ρύθμιση μπορεί να επηρεάσει σε κάποιο βαθμό την ελευθερία των ΕΠΕΥ και των τραπεζών να επιφέρουν στους πελάτες τους δικά τους επενδυτικά προϊόντα ή προϊόντα στενά συνδεδεμένων επιχειρήσεων και να άρει τις ισχύουσες σήμερα εξαιρέσεις υπό τις οποίες οι επιχειρήσεις μπορούν να λαμβάνουν χρηματικές προμήθειες κοκ από τρίτους όταν παρέχουν επενδυτικές συμβουλές³²⁹. Σε κάθε περίπτωση ο νέος εποπτικός κανόνας εκφράζει την ανάγκη περιορισμού των περιθωρίων εμφάνισης συγκρούσεων συμφερόντων ανάμεσα στην ΕΠΕΥ και τον επενδυτή- πελάτη της, αποβλέπει, δηλαδή, στη βελτίωση του επιπέδου προστασίας των δικαιολογημένων συμφερόντων του επενδυτή.

πρίσμα αυτό ο επενδυτικός σύμβουλος θα πρέπει να ενημερώσει τον υποψήφιο πελάτη του για τη δομή της προσδοκώμενης από τη διάθεση των προτεινόμενων τίτλων ωφέλειας του, για το ότι προσδοκά να κερδίσει όχι μόνο την προμήθεια της αγοράς από τον επενδυτή αλλά και τη διαφορά μεταξύ ονομαστικής αξίας και τιμής κτήσης. Επίσης ότι ενεργεί υπό τον κίνδυνο της οικονομικής απώλειας από τη μη διάθεση των τίτλων. Άρα να ενημερώσει στην ουσία τον επενδυτή ότι έχει διττό ρόλο, ήτοι είναι τόσο επενδυτικός σύμβουλος όσο και πωλητής των επενδυτικών τίτλων και δεν το γνωρίζει ο επενδυτής, βλ. ΛΙΑΠΠΗ (2012), σελ.227επ, ΚΙΝΙΝΗ, ΧρηΔικ 2011, 362, 364, 365, ΚΟΥΛΟΡΙΔΑ, ΧρηΔικ 2010, 25.

³²⁹ ΛΙΑΠΠΗΣ (2012), σελ. 233.

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Ανακεφαλαιώνοντας, όπως γίνεται αντιληπτό, το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς στοχεύει τόσο στην διασφάλιση της αποτελεσματικής λειτουργίας της αγοράς όσο και στην προστασία των επενδυτών. Για το σκοπό της προστασίας των επενδυτών, η Οδηγία 2004/39/EK θεσπίζει υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας για τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών κατά την παροχή των υπηρεσιών αυτών απέναντι στους πελάτες- επενδυτές τους. Κατά το πρότυπο της Οδηγίας 2004/39/EK, ο Ν. 3606/2007 επιβάλλει τρεις γενικές αρχές συμπεριφοράς, τις οποίες οφείλουν να τηρούν οι ΕΠΕΥ όταν συναλλάσσονται με τους πελάτες τους: α) να ενεργούν έντιμα, δίκαια και με επαγγελματισμό για τη διασφάλιση των συμφερόντων του πελάτη τους, β) να παρέχουν κατάλληλη και κατανοητή πληροφόρηση στον πελάτη τους, η οποία είναι ακριβής, σαφής και μη παραπλανητική, έτσι ώστε να κατανοήσει τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις υπηρεσίες και να λάβει αποφάσεις και γ) να παρέχουν υπηρεσίες έχοντας λάβει υπόψη τα ατομικά χαρακτηριστικά του πελάτη. Οι γενικές αυτές αρχές εξειδικεύονται με ειδικότερες υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ, το περιεχόμενο των οποίων διαφοροποιείται ανάλογα με το είδος της παρεχόμενης υπηρεσίας, την κατάταξη του πελάτη στην κατηγορία του επαγγελματία ή του ιδιώτη πελάτη, καθώς και το ειδικότερο στάδιο συναλλακτικής σχέσης με τον πελάτη- πριν την παροχή της υπηρεσίας, κατά τη διάρκεια της και μετά από αυτή.

Ο έλεγχος της τήρησης των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας ανατίθεται πρωταρχικά στην κυρίαρχη δράση των εποπτικών αρχών της κεφαλαιαγοράς, ενώ η θεμελίωση υπέρ των αξιώσεων για αποζημίωση, εξαιτίας της παραβίασης των κανόνων αυτών, είναι ένα ζήτημα που εξαρτάται αποκλειστικά από το εθνικό δίκαιο των κρατών- μελών και συγκεκριμένα στην ελληνική έννομη τάξη από το κοινό δίκαιο της αστικής ευθύνης. Κατά μια πρώτη εκδοχή, οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς της MiFID καθιερώνουν κανόνες διττής φύσης, κανόνες δημοσίου δικαίου για την εποπτεία της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και κανόνες ευθείας ρύθμισης των αναπτυσσόμενων συμβατικών σχέσεων ΕΠΕΥ/τράπεζας και πελάτη. Υπό την εκδοχή αυτή, η παράβαση των υποχρεώσεων του άρθρου 25 του ν. 3606/2007 αποτελεί παράβαση παρεπόμενων *ex lege* υποχρεώσεων της ατομικής σύμβασης μεταξύ τράπεζας και πελάτη. Κατά άλλη άποψη, όμως, που φαίνεται και η ορθότερη, οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς της MiFID είναι εποπτικού δικαίου και όχι ιδιωτικού, ακτινοβολούν, όμως, εμμέσως και στο πεδίο του ιδιωτικού δικαίου μέσω της κατ' ΑΚ 288 αρχής της καλής πίστης και εκεί θα αναζητηθεί η θεμελίωση της ευθύνης των επιχειρήσεων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παραβίαση των κανόνων επαγγελματικής δεοντολογίας. Επίσης, η παράβαση των υποχρεώσεων επαγγελματικής συμπεριφοράς θα μπορούσε κατ' αρχήν να θεμελιώσει αδικοπρακτική ευθύνη της ΕΠΕΥ ή της τράπεζας κατ' ΑΚ 914 ή κατ' άρθρο 8 ν.2251/1994. Όπως διαπιστώνεται οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς της MiFID αποτελούν και στο πεδίο του ιδιωτικού δικαίου προστατευτικούς νόμους, που υπηρετούν οπωσδήποτε και τα περιουσιακά συμφέροντα του πελάτη της ΕΠΕΥ/τράπεζας επενδυτή.

Τέλος, ειδικά η παροχή επενδυτικών συμβουλών, ως κύρια επενδυτική υπηρεσία, εμφανίζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον λόγω της αναπτυσσόμενης στους κόλπους της διακινδύνευσης των συμφερόντων του επενδυτή. Στα πλαίσια της διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, πολυάριθμοι επενδυτές υπέστησαν μεγάλες ζημιές, αφού προηγουμένως είχαν επενδύσει σε σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα υψηλού ρίσκου. Καθοριστικό ρόλο στη λήψη της απόφασης τους για τέτοιες ριψοκίνδυνες επενδυτικές επιλογές έπαιξαν χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι. Ο επενδυτικός σύμβουλος έχει αυξημένες δυνατότητες επενέργειας στον σχηματισμό της επενδυτικής απόφασης του πελάτη του. Για να διαμορφωθεί η απόφαση του επενδυτή αυτόνομα, πρέπει ο επενδυτικός

σύμβουλος να εξασφαλίσει ότι ο επενδυτής έχει κατανοήσει ακριβώς τους αναλαμβανόμενους κινδύνους και τη σχέση τους με τις προσωπικές του συνθήκες και δυνατότητες. Εξαιτίας των κινδύνων που ελλοχεύουν για τον επενδυτή κρίσιμο είναι ο επενδυτικός σύμβουλος να ανταποκριθεί στα standards συμπεριφοράς, όπως επιτάσσουν τα άρθρα 25- 30 του ν. 3606/2007.

ΠΗΓΕΣ

I. ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ

Διεθνές Δίκαιο

Objectives and Principles of Securities Regulation, OICV-IOSCO, May 2003

Objectives and Principles of Securities Regulation, OICV-IOSCO, June 2010

Ευρωπαϊκό Δίκαιο

Συνθήκη «για την Ευρωπαϊκή Ένωση» (Ενοποιημένη απόδοση, EE C 326, 26.10.2012)

Συνθήκη «για τη λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης» (Ενοποιημένη απόδοση, EE C 326, 26.10.2012)

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 600/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 648/2012 (MiFIR)

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 596/2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Απριλίου 2014, για την κατάχρηση της αγοράς (κανονισμός για την κατάχρηση της αγοράς) και την κατάργηση της οδηγίας 2003/6/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και των οδηγιών της Επιτροπής 2003/124/EK, 2003/125/EK και 2004/72/EK (MAR)

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 862/2012 της Επιτροπής, της 4ης Ιουνίου 2012, περί τροποποιήσεως του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 809/2004 όσον αφορά τις πληροφορίες σχετικά με τη συναίνεση για τη χρήση του ενημερωτικού δελτίου, τις πληροφορίες για τους υποκείμενους δείκτες και την απαίτηση έκθεσης ανεξάρτητων λογιστών ή ελεγκτών

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 486/2012 της Επιτροπής, της 30ής Μαρτίου 2012, για τροποποίηση του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 809/2004 όσον αφορά τη μορφή και το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου, του βασικού ενημερωτικού δελτίου, του περιληπτικού σημειώματος και των τελικών όρων και όσον αφορά τις απαιτήσεις γνωστοποίησης

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών- ESMA), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/EK και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/EK

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 583/2010 της Επιτροπής, της 1ης Ιουλίου 2010 για την εφαρμογή της οδηγίας 2009/65/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές και ειδικές προϋποθέσεις που χρειάζεται να πληρούνται, όταν οι βασικές πληροφορίες για τους επενδυτές ή το ενημερωτικό δελτίο διατίθενται σε άλλο σταθερό μέσο πλην του χαρτιού και μέσω δικτυακού τόπου

Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1287/2006 της Επιτροπής, της 10ης Αυγούστου 2006, για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής

Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Μαΐου 2014 , για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ (MiFID II)

Οδηγία 2013/36/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 26ης Ιουνίου 2013 σχετικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα πιστωτικών ιδρυμάτων και την προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων επενδύσεων, για την τροποποίηση της οδηγίας 2002/87/ΕΚ και για την κατάργηση των οδηγιών 2006/48/ΕΚ και 2006/49/ΕΚ

Οδηγία 2010/73/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010 , για τροποποίηση των οδηγιών 2003/71/ΕΚ σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και 2004/109/ΕΚ για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά

Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009 , για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)

Οδηγία 2006/48/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου Και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2006, σχετικά με την ανάληψη και την άσκηση δραστηριότητας πιστωτικών ιδρυμάτων

Οδηγία 2006/73/ΕΚ της Επιτροπής, της 10ης Αυγούστου 2006 , για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας

Οδηγία 2006/49/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 14ης Ιουνίου 2006 , για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων των επιχειρήσεων επενδύσεων και των πιστωτικών ιδρυμάτων

Οδηγία 2005/68/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 16ης Νοεμβρίου 2005, σχετικά με τις αντασφαλίσεις και την τροποποίηση των οδηγιών 73/239/ΕΟΚ, 92/49/ΕΟΚ του Συμβουλίου, καθώς και των οδηγιών 98/78/ΕΚ και 2002/83/ΕΚ

Οδηγία 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Δεκεμβρίου 2004, για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ

Οδηγία 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Δεκεμβρίου 2004, για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ

Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 21ης Απριλίου 2004, για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την τροποποίηση των οδηγιών 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και της οδηγίας 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και για την κατάργηση της οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου (MiFID I)

Οδηγία 2004/25/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 σχετικά με τις δημόσιες προσφορές εξαγοράς

Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 28ης Ιανουαρίου 2003, για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς)

Οδηγία 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Νοεμβρίου 2003, σχετικά με το ενημερωτικό δελτίο που πρέπει να δημοσιεύεται κατά τη δημόσια προσφορά κινητών αξιών ή την εισαγωγή τους προς διαπραγμάτευση και την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ

Οδηγία 97/9/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 3ης Μαρτίου 1997 σχετικά με τα συστήματα αποζημίωσης των επενδυτών

Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου 1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στον τομέα των κινητών αξιών (ISD)

Οδηγία 94/19/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 30ής Μαΐου 1994 περί των συστημάτων εγγύησης των καταθέσεων

Ελληνικό Δίκαιο

Σύνταγμα της Ελλάδος (Σ)

Αστικός Κώδικας (ΑΚ)

Εισαγωγικός Νόμος του Αστικού Κώδικα (άρθρα 105-106 ΕισΝΑΚ)

Ν. 4261/2014 (ΦΕΚ Α 107 5.5.2014): Πρόσβαση στη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων και προληπτική εποπτεία πιστωτικών ιδρυμάτων και επιχειρήσεων (ενσωμάτωση της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ), κατάργηση του ν. 3601/2007 και άλλες διατάξεις

Ν. 4099/2012 (ΦΕΚ Α' 250/20/12/2012): Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες και ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, Οδηγία 2009/65/ΕΚ. Προσαρμογή της ελληνικής νομοθεσίας στις διατάξεις των Οδηγιών 2010/78/ΕΕ, 2010/73/ΕΕ, 2011/96/ΕΕ, 2009/133/ΕΚ, 2004/113/ΕΚ Ευρωπαϊκή Συνεταιριστική Εταιρεία. Μέτρα εφαρμογής των Κανονισμών (ΕΚ) 1338/2001 και (ΕΕ) 1210/2010 περί προστασίας του ευρώ και άλλες διατάξεις

Ν. 3756/2009 (ΦΕΚ Α 53/31.03.2009): Σύστημα Άϋλων Τίτλων, διατάξεις για την Κεφαλαιαγορά, φορολογικά θέματα και λοιπές διατάξεις

Ν. 3746/2009 (ΦΕΚ Α 27 16.2.2009): Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ), ενσωμάτωση των Οδηγιών 2005/14/ΕΚ για την υποχρεωτική ασφάλιση οχημάτων και 2005/68/ΕΚ σχετικά με τις αντασφαλίσεις και λοιπές διατάξεις

Ν. 3606/2007: Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις- ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου

Ν. 3556/ 2007 ΦΕΚ Α 91/30.04.2007: Προϋποθέσεις διαφάνειας για την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη αγορά και άλλες διατάξεις

N. 3461/2006 (ΦΕΚ Α 106/30.5.2006): Δημόσιες Προτάσεις Αγοράς Κινητών Αξιών- Ενσωμάτωση στο Εθνικό Δίκαιο της Οδηγίας 2004/25/ΕΚ

N 3340/2005 (ΦΕΚ Α' 112/10.5.2005): Προστασία Κεφαλαιαγοράς από πράξεις προσώπων που κατέχουν προνομιακές πληροφορίες

N. 3401/ 2005 (ΦΕΚ Α 257/17.10.2005): Ενημερωτικό δελτίο δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών και εισαγωγής τους για διαπραγμάτευση

N. 3371/2005 (ΦΕΚ Α 178/14.7.2005): "Θέματα Κεφαλαιαγοράς και άλλες διατάξεις

N. 3152/2003 (ΦΕΚ Α 152/19.6.2003): Ίδρυση και εποπτεία χρηματιστηρίων και οργανωμένων αγορών νέες αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς χρηματιστηριακής νομοθεσίας και άλλες διατάξεις

N.3016/2002 (ΦΕΚ Α' 110/17.5.2002): Για την εταιρική διακυβέρνηση, θέματα μισθολογίου και άλλες διατάξεις

N. 2533/1997 (ΦΕΚ Α'228/11/11/97): Χρηματιστηριακή αγορά παραγώγων και άλλες διατάξεις

N. 2251/1994: Προστασία των καταναλωτών

Αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς: 1/452/1.11.2007 «Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ» (ΦΕΚ Β/2136/1.11.2007), **2/452/1.11.2007** «Οργανωτικές απαιτήσεις για τη λειτουργία των ΑΕ-ΠΕΥ» (Β/2137/1.11.2007)

II. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ- ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

A. ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ

Αλεξανδρίδου, Ελ. (2010), Τα επενδυτικά προϊόντα της Leyman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών* 2/2010, 132επ.

Αλεξανδρίδου, Ελ. (2001), *Ο επενδυτής ως καταναλωτής*, στον τόμο: Χρηματιστήριο και προστασία των επενδυτών- Το ελληνικό θεσμικό πλαίσιο και ο ευρωπαϊκός και διεθνής οικονομικός χώρος, Σάκκουλας Αντ. Ν., Αθήνα- Κομοτηνή.

Αλεξανδρίδου, Ελ. (1996), *Δίκαιο προστασίας του καταναλωτή II*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη.

Αλεξανδρίδου, Ελ., Απαλαγάκη Χαρ. κ.α. (2008), *Δίκαιο της Προστασίας Καταναλωτή*, Ελληνικό-Κοινοτικό, Κατ' άρθρο ερμηνεία του 2251/1994 όπως ισχύει μετά το Ν. 3587/2007 (επιμ. Αλεξανδρίδου Ελ.), Νομική Βιβλιοθήκη, σελ. 435-458, 569- 578, 665- 690.

Αυγητίδης, Δημ. (2014)., *Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς*, Νομική Βιβλιοθήκη.

Αυγητίδης, Δημ. (2005), *Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή*, έκδ. Αντ. Σάκκουλα.

Αυγητίδης, Δημ. (1998), Η εμπορική ιδιότητα του παραγγελέα χρηματιστηριακής συναλλαγής, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου* ΜΘ΄ 1998, σελ. 241επ.

Βερβεσός, Νικ. (2011), *Η σχέση ανάμεσα στο δίκαιο της ανώνυμης εταιρίας και στο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς*, σε «Η ανώνυμη εταιρία μεταξύ εταιρικού και πτωχευτικού δικαίου και δικαίου της κεφαλαιαγοράς» (επιμ. Μ.- Θ. ΜΑΡΙΝΟΣ), Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.

Γεωργιάδης, Γεωρ. (2008), Οι υποχρεώσεις της τράπεζας για ενημέρωση, διαφώτιση και παροχή συμβουλών στον πελάτη, *Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου* 2008, σελ. 865επ.

Γεωργιάδης, Στ.(2003), *Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών*, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα- Κομοτηνή.

Γεωργιάδης, Αστ. (1998), *Η ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες*, στο Αφιέρωμα στην Αλίκη Κιάντου Παμπούκη, ΝΟΜΟC αριθμ. 5, 143επ.

Γεωργακόπουλος, Λ.(1985), *Εγχειρίδιο εμπορικού δικαίου, τόμος 2ος*, Εκδόσεις Σάκκουλα, τεύχος 1.

Γιοβαννόπουλος, Ρ. (2005), *Νεότερες εξελίξεις στο ευρωπαϊκό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς*, σε *Ευρωπαϊκό Δίκαιο – Νεότερες εξελίξεις* (επιμ. Π. Νάσκου- Περρράκη), Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα- Κομοτηνή.

Γκόρτσος, Χρ. Βλ. (2011), *Εισαγωγή στο διεθνές χρηματοπιστωτικό δίκαιο*, Νομική Βιβλιοθήκη.

Γκόρτσος, Χρ. Βλ. / Σταϊκούρας Παν./ Λιβαδά Χρ. (2007), *Το θεσμικό και κανονιστικό πλαίσιο της κεφαλαιαγοράς*, Ελληνική Ένωση Τραπεζών- Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, Αθήνα.

Δελλής, Γ. (2002), Οι διατάξεις της Σύμβασης των Βρυξελλών για την προστασία του καταναλωτή και η περίπτωση των επενδυτών σε παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, Με αφορμή την απόφαση 8032/2001 του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών, *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών* τεύχος 11-2002, σελ. 1082επ.

Καράκωστας, Γ. (2002), *Η προστασία του καταναλωτή- ν. 2251/ 1994*, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα- Κομοτηνή.

Καραγκουνίδης, Αποστ. (2007), *Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών- Οι υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας των επιχειρήσεων επενδύσεων στο μεταίχμιο αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς και προστασίας του καταναλωτή*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα- Θεσσαλονίκη.

Κινινή, Έφη (2011), Συγκρούσεις Συμφερόντων κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών στο παράδειγμα των «αντιπαροχών», *Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο* 2011, σελ.362επ.

Κορδή- Αντωνοπούλου, Μ. (2010), *Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων και η αγορά αξιών της «Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.»*, 2^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα- Θεσσαλονίκη.

Κορνηλάκης, Π.(2002), *Ειδικό Ενοχικό Δίκαιο Ι*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα- Θεσσαλονίκη.

Κουλορίδας, Αθ. (2010), Η ρύθμιση των «αντιπαροχών» inducements- kick backs στο δίκαιο των Επενδυτικών Υπηρεσιών- Μέρος Α: Το κανονιστικό πλαίσιο- Ζητήματα ερμηνείας και εφαρμογής, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο 2010, 25.

Λιάπης, Δημ. (2012), *Αποζημίωση των επενδυτών και δίκαιο της κεφαλαιαγοράς*, Νομική Βιβλιοθήκη.

Λιβαδά, Χρ. (2005), *Κώδικες Δεοντολογίας του χρηματοοικονομικού τομέα- Νομική φύση και λειτουργία*, Εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, Αθήνα- Κομοτηνή.

Μεντής, Γ. (2002), *Ευθύνη των διοικητικών οργάνων της εταιρίας για ζημιές του επενδυτή, σε Ανώνυμη Εταιρία και κεφαλαιαγορά- Η προστασία του επενδυτή* (11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου), εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, σελ. 105επ.

Μήτσου, Άννα- Όλγα (2006), Η αστική ευθύνη των εποπτικών αρχών στον τομέα της κεφαλαιαγοράς έναντι των επενδυτών, ιδίως υπό το πρίσμα της απόφασης Peter Paul, *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών* 2006, σελ. 999επ.

Μιχαλόπουλος, Γ. (2002), *Η πληροφόρηση των επενδυτών, σε Ανώνυμη Εταιρία και κεφαλαιαγορά- Η προστασία του επενδυτή* (11^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου), εκδόσεις Αντ. Σάκκουλα, σ.251επ.

Παπαντώνη, Μ. (2000), *Επενδυτικές συμβουλές- Διαχείριση χαρτοφυλακίου*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Προβόπουλος, Γ./ Καπόπουλος Π. (2001), *Η δυναμική του χρηματοοικονομικού συστήματος*, Εκδόσεις Κριτική.

Ρόκας, Ν./Γκόρτσος, Χρ. Βλ. (2012), *Στοιχεία τραπεζικού δικαίου, Δημόσιο και Ιδιωτικό Τραπεζικό Δίκαιο*, Νομική Βιβλιοθήκη.

Ρόκας, Ν. (2008), σχόλιο- γνωμοδότηση στην υπ' αριθμ. 1367/ 2008 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου* 2008, 634 (γνμδ).

Σπηλιωτόπουλος, Επ. (2010), *Εγχειρίδιο Διοικητικού Δικαίου Ι*, 13^η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

Σταϊκούρας, Π. (2007), Η αδειοδότηση των επενδυτικών διαμεσολαβητών και η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών υπό το πρίσμα της Οδηγίας 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου* 2007, 261επ.

Τέλλης, Ν.(2009), Από την προστασία του μετόχου στην προστασία του επενδυτή- Παράλληλες και ειδικές μορφές προστασίας, *Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου* 2009, σελ. 273επ.

Τουντόπουλος, Β. (2005), *Η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα-Κομοτηνή.

Τουντόπουλος, Β. (2001), Η ευθύνη των ΕΠΕΥ έναντι των επενδυτών για παράλειψη πληροφόρησης στα πλαίσια των συμβάσεων απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών (execution only business), *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών* 2001, σελ. 481.

Τριανταφυλλάκης, Γ. (2008), Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), *Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών* 2008, σελ. 521επ.

Τριανταφυλλάκης, Γ. (2001), Ευθύνη των χρηματιστηριακών επιχειρήσεων έναντι των επενδυτών από παράλειψη πληροφόρησης ή από παροχή εσφαλμένων συμβουλών, *Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου* 2001, σελ. 17επ.

Φλώρος, Ν. (2012), *Η ευθύνη των εποπτικών αρχών στο χρηματοπιστωτικό τομέα- Η αστική ευθύνη του επόπτη προς αποζημίωση λόγω πλημμελούς εποπτείας*, Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2012.

Φλώρος, Ν. (2008), σχόλιο στην υπ' αριθμ. 1367/2008 απόφαση του Διοικητικού Εφετείου Αθηνών, *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου* 2008, σελ. 639επ.

Ψαρουδάκης, Γ. (2011), Σκέψεις για την υποχρέωση δημοσιοποίησης προνομιακών πληροφοριών- με αφορμή την ΔΕφαΘ 1925/2010 και την BGH ZBB 2011, 72 (Schrempp) *Επιθεώρηση Εμπορικού Δικαίου* 2011, σελ. 492επ.

Ψυχομάνης, Σπ. (2006), *Οι τράπεζες και η εποπτεία τους*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα- Θεσσαλονίκη.

Ψυχομάνης, Σπ. (2008), *Τραπεζικό Δίκαιο- Δίκαιο των Τραπεζικών Συμβάσεων I*, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη.

B. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Avgouleas, E. (2007), *The Regulation of Investment Services in Europe under MiFID: Implementation and Practice*, Tottel Publishing.

Köndgen, Johannes (2010), *Structured Products from the Prospective of Investor Protection Can the Courts Police the Market or Do We Need More Regulation?*, *Festschrift für Klaus J. Hopt (Unternehmen, Markt und Verantwortung)*, Berlin- New York, σελ. 2113επ.

Tison, Michel (2010), *The civil law effects of MiFID in a comparative law perspective*, *Festschrift für Klaus, J. Hopt (Unternehmen, Markt und Verantwortung)*, Berlin- New York, 2621επ.

FERRARINI, G. and RECINE, F. (2006), *The MiFID and Internalisation, Investor Protection in Europe, Corporate Law Making, the MiFID and Beyond (edited by Guido Ferrarini and Eddy Wymeersch)*, Oxford University Press, σελ. 235επ.

III. ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ

Αποφάσεις του ΔΕΕ:

Απόφαση του Δικαστηρίου (ολομέλεια) της 12ης Οκτωβρίου 2004, Peter Paul, Cornelia Sonnen-Lütte και Christel Mörkens κατά της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας, Υπόθεση C-222/02

Απόφαση του Δικαστηρίου της 10^{ης} Μαΐου 1995, Alpine Investments BV κατά Minister van Financiën, Υπόθεση C- 384/93

Αποφάσεις των Ελληνικών Δικαστηρίων:

ΣτΕ 1299/2013, ΝΟΜΟΣ

ΣτΕ 4203/2011, ΝΟΜΟΣ

ΣτΕ 1425/2006, ΝΟΜΟΣ

ΣτΕ 2938/2001, ΕΕμπΔ 2002, 864- ΝοΒ 2002,1348, 1350

ΑΠ 9/2011, ΧρηΔικ 2011, 146

ΑΠ 631/2011 ΧρηΔικ 2011, 466

ΑΠ 335/2010, ΧρηΔικ 2010, 238, 240

ΑΠ 993/2010, ΕΕμπΔ 2011, 153

ΑΠ 446/2010, ΧρηΔικ 2010, 231επ

ΑΠ 676/2010, ΧρηΔικ3/2010, 365επ

ΟΛΑΠ 7/2010, ΧρηΔικ 2010, 227επ

ΟΛΑΠ 5/2009, ΧρηΔικ 2009, σελ.397, 308

ΑΠ 290/2009, ΝοΒ 2009, 2116

ΑΠ 1093/2008, ΕΕμπΔ 2009, 375, 377

ΑΠ 899/2008, ΝΟΜΟΣ

ΑΠ 460/2007, ΝοΒ 2007, 1327

ΑΠ 1775/2006, ΕΕμπΔ 2007, 639

ΑΠ 1003/1976, ΝοΒ 1977, 365

ΔΕΦΑΘ 2744/2011, ΝΟΜΟΣ

ΔΕΦΑΘ 1791/2010, ΝΟΜΟΣ

ΔΕΦΑΘ 1151/2010, ΧρηΔικ 2010, 88, 91

ΔΕΦΑΘ 1367/2008, ΕΕμπΔ 2008, 628, 630

ΔΠρΑΘ 859/2008 ΝοΒ 2009, 979, 980 και 988

ΔΕΦΑΘ 722/2007 ΝΟΜΟΣ

ΔΕΦΑΘ 1896/2003, ΝοΒ 2005, 1186

ΔΠρΑΘ 15526/2003, ΔΕΕ 2004, 553

ΕΦΑΘ 116/2011 ΧρηΔικ 2011

ΕφΑθ 465/2011, ΔΕΕ 6/2011, 699επ
ΕφΠειρ332/2010, ΕΕμπΔ 2011, σελ. 420, 421
ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 351
ΠΠρΘεσ 4481/2009, Αρμ 2009, 891επ
ΠΠρΘεσ 19932/2009, ΕφΑΔ 2009, 803επ
ΠΠρΑθ 8032/2001, ΔΕΕ 2000, 1144
ΠΠΑ 9193/00, ΔΕΕ 2001, 884
ΠΠΑ 10379/97, ΕΕμπΔ 1998, 296
ΜΠρΑθ 299/2012, ΧρηΔικ 2012, 154, 159
ΜΠρΑθ 7715/2009, ΕΤρΑξΧρΔ2009, 860, 862
ΜΠρΚαβ 192/2000, Αρμ 2001, 1242
ΕιρΑθ 3076/2011, ΧρηΔικ 2011, 486επ

IV. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ

Βάση Νομικών Δεδομένων (<https://lawdb.intrasoftnet.com>)
Διεθνής Οργάνωση Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς: (www.iosco.org)
Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (<http://curia.europa.eu>)
Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς (<http://www.hcmc.gr/pages/index.asp>)
Ελληνικά Χρηματιστήρια (<http://www.helex.gr/el/>)
Ευρωπαϊκή Ένωση (www.europa.eu)
Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών Ισοκράτης (<http://www.dsnet.gr/1024x768.htm>)