

**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**ΤΜΗΜΑ ΔΗΜΟΣΙΑΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
«ΔΗΜΟΣΙΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗ»**

ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΗ: ΔΙΚΑΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ & ΔΙΟΙΚΗΣΗ

**ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΕΥΘΥΝΗ ΤΟΥ ΠΑΡΕΧΟΝΤΟΣ
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ
Η ΕΞΕΛΙΚΤΙΚΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΕΝΩΣΙΑΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΜΕΣΑ ΑΠΟ ΤΙΣ ΟΔΗΓΙΕΣ
MiFID I, MiFID II ΚΑΙ ΤΟΝ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟ 600/2014**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Δημητρίου Ε. Χωματά

(Α.Μ.:7114Μ073)

Τριμελής Επιτροπή

Επίκ. Καθηγητής Ά. Μπώλος (Επιβλέπων)

Λέκτορας Χρ.Χριστοπούλου

Ειδικός Επιστήμονας Δ.Ρούσσης

ΑΘΗΝΑ 2016

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ.....	5
---------------------	---

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
----------------	---

ΜΕΡΟΣ Α΄

§1. MiFID II & Κανονισμός 600/2014 – Η πρώτη προσέγγιση

1.1. Πιστωτικά ιδρύματα και ΑΕΠΕΥ.....	10
1.2. Η αναγκαιότητα τροποποίησης της οδηγίας MiFID I – Γέννηση της οδηγίας MiFID II.....	10
1.2.1. Το επενδυτικό και κοινωνικοοικονομικό πλαίσιο των αλλαγών.....	11
1.2.2. Συνοπτική παρουσίαση των αλλαγών της οδηγίας MiFID II και του Κανονισμού 600/2014.....	15

§2. Γενικό πλαίσιο υποχρεώσεων Πιστωτικών Ιδρυμάτων και ΕΠΕΥ

2.1. Επίδειξη επιμέλειας και διαφύλαξη συμφερόντων κατά την οδηγία MiFID I και MiFID II	17
2.2. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εντολών κατά την οδηγία MiFID I.....	19
2.2.1. Η ένταξη του καθήκοντος βέλτιστης εκτέλεσης στο σύστημα της οδηγίας MiFID I και του Ν.3606/2007.....	19
2.2.2. Περιεχόμενο της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης.....	20
2.3. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης κατά τη MiFID II - παρεχόμενη προστασία και σύγκριση με την MiFID I.....	21
2.4. Υποχρέωση πληροφόρησης-συμβουλευτικής καθοδήγησης επενδυτών.....	24
2.4.1. Εισαγωγή του συστήματος κανόνων πληροφόρησης από την Οδηγία 93/22 ΕΟΚ και η αρχή της καταλληλότητας (suitability doctrine).....	24
2.4.2. Περιεχόμενο της υποχρέωσης πληροφόρησης κατά την MiFID I.....	26

§3. Ενίσχυση προστασίας επενδυτών και της υποχρέωσης για συναλλακτική διαφάνεια κατά την οδηγία MiFID II

3.1. Ενίσχυση προστασίας επενδυτών.....	29
3.1.1. Το γενικό πνεύμα προστασίας των επενδυτών της MiFID II.....	29

3.1.2. Η αναγκαιότητα για την ενίσχυση του δικαιώματος πληροφόρησης των επενδυτών.....	29
3.1.3. Η προστασία των επενδυτών μέσα από την υποχρέωση πληροφόρησης - άρθρο 24 MiFID II.....	32
3.1.4. Η επέκταση κανόνων της οδηγίας MiFID σε όμοια προϊόντα και υπηρεσίες (άρθρα 1.3.4).....	35
3.1.5. Ειδικά η ανάγκη προστασίας για συμβάσεις εξωχρηματοπιστηριακών παραγώγων (OTC).....	36
3.2. Ενίσχυση της υποχρέωσης για συναλλακτική διαφάνεια.....	39
3.2.1. Το πλαίσιο άσκησης εποπτείας κατά τη MiFID I.....	39
3.2.2. Προστασία του επενδυτή, έλεγχος συμβατότητας και εξαιρέσεις: Υπόθεση Bankiter.....	40
3.2.3. Δάνεια σε συνάλλαγμα ως επενδυτική υπηρεσία - Υπόθεση Banif Plus Bank.....	43
3.2.4. Εξουσίες των αρμοδίων αρχών, ρόλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) και των μακροπροληπτικών αρχών.....	45
3.2.5. Η ενίσχυση της εποπτείας μέσω του Κανονισμού EMIR.....	49
3.2.6. Επέκταση των κανόνων διαφάνειας στις ομολογίες, τα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τα παράγωγα - προσυναλλακτική και η μετασυναλλακτική διαφάνεια.....	51

ΜΕΡΟΣ Β΄

§4. Περιεχόμενο ελέγχου καταλληλότητας και ελέγχου συμβατότητας

4.1. Γενική επισκόπηση.....	55
4.2. Έλεγχος καταλληλότητας.....	55
4.3. Έλεγχος συμβατότητας.....	57
4.4. Αυστηροποίηση του πλαισίου για τα μη πολύπλοκα (non-complex) χρηματοπιστωτικά προϊόντα κατά την οδηγία MiFID II.....	58
4.4.1. Έλεγχος συμβατότητας για τα 'non-complex' χρηματοπιστωτικά προϊόντα σύμφωνα με την MiFID II.....	58
4.5 Έλεγχος συμβατότητας για τις non advised πωλήσεις χρηματοπιστωτικών προϊόντων.....	59
4.6. ΕΠΕΥ με καθήκοντα λήψης και εκτέλεσης εντολών.....	60

§5. Περιεχόμενο ευθύνης και η ένταξη του στους κανόνες δικαίου

5.1. Η αξιολόγηση των κανόνων της MiFID από τη σκοπιά ιδιωτικού και δημοσίου δικαίου.....	62
5.1.1. Κλασικές υποχρεώσεις κατά το κοινό Αστικό δίκαιο.....	62
5.1.2. Σύγχρονη προσέγγιση της ευθύνης κατά το κοινό Αστικό δίκαιο.....	62
5.2. Σύνθετα Χρηματοπιστωτικά Προϊόντα – Νομολογιακή Προσέγγιση.....	63
5.2.1. Η εξωσυμβατική και ενδοσυμβατική ευθύνη πιστωτικού ιδρύματος υπό το πρίσμα της Lehman Brothers.....	63
5.2.2. Απόφαση ΑΠ 1028/2015.....	66
5.2.3. ΜΠρΜυτιλ 212/2014 - Σιωπηρή κατάρτιση σύμβασης επενδυτικών συμβουλών.....	68
5.2.4. Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου – ΠΠρΠατ. 255/2014.....	71
5.2.5. Το ζήτημα του αιτιώδους συνδέσμου στην ευθύνη επί επενδυτικών συμβουλών (ΑΠ 1738,1739/2013).....	73
5.3. Η ερμηνεία της έννοιας του επενδυτή ως καταναλωτή.....	74
5.3.1. Η εφαρμογή του Ν.2251/94 για την προστασία του καταναλωτή ως επενδυτή.....	74
5.4. Απλά Χρηματοπιστωτικά Προϊόντα – Νομολογιακή Προσέγγιση	
5.4.1. Το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (PSI) και η σύζευξη των κανόνων ιδιωτικού και δημοσίου δικαίου.....	76
5.4.2. Ιδιωτικά περιουσιακά δικαιώματα και κρατικός νομοθετικός εξαναγκασμός: η περίπτωση του ελληνικού PSI	81
5.4.3. Υπόθεση ΔικΕΕ <i>Fahnenbrock</i>	83
5.4.4. Ερμηνευτικές προεκτάσεις.....	84
5.5. Η γενική ρήτρα της καλής πίστης (288 ΑΚ) και η συμπληρωματική λειτουργία της ως ρήτρα ελέγχου συμβατικής ευθύνης.....	86
5.6. Ο διφυής χαρακτήρας των κανόνων της MiFID (:).....	90
§6. Συμπερασματική αξιολόγηση από τη σύγκριση των οδηγιών MiFID I και MiFID II	92

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

Αδημ:	Αδημοσίευτη
ΑΕΠΕΥ:	Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΑΕΕΔ:	Ανώνυμες Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης
ΑΕΔΑΚ:	Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων
ΔΕΕ:	Δίκαιο Επιχειρήσεων και Εταιριών
ΕΑΚΑΑ:	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
ΕΑΤ:	Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών
ΕΕ:	Ευρωπαϊκή Ένωση
ΕΚ:	Ευρωπαϊκή Κοινότητα
ΕΟΚ:	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
ΕΠΕΥ:	Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΕπισκΕδ:	Επισκόπηση Εμπορικού Δικαίου
ΕΣΣΚ:	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
ΕΤραΧρΔ:	Επιθεώρηση Τραπεζικού, Αξιογραφικού, Χρηματοπιστηριακού Δικαίου
ΚΔΕΠΕΥ:	Κώδικας Δεοντολογίας Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΜΟΔ:	Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης
ΜΠρΜυτιλ:	Μονομελές Πρωτοδικείο Μυτιλήνης
ΝοΒ:	Νομικό Βήμα
ΟΣΕΚΑ:	Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
ΠΜΔ:	Πολυμελής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
ΠΠρΑθ:	Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών
ΠΠρΘεσ.:	Πολυμελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης

ΧρηΔικ:	Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο
ΧρΙΔ:	Χρονικά Ιδιωτικού Δικαίου
CESR:	European Securities Regulators
CRA:	Credit Rating Agencies
EBA:	European Banking Authority
EIOPA:	European Insurance and Occupations Pensions Authority
EMIR:	European Markets Infrastructure Regulation
ESAs:	European Supervisory Authorities
ESMA:	European Securities and Markets Authority
ESRB:	European Systemic Risk Board
IOI:	Indication Of Interest
MAR:	Market Abuse Regulation
MAD:	Market Abuse Directive
MiFID:	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR:	Markets in Financial Instruments Regulation
OTC:	Over The Counter
PRIP:	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products
PSI:	Private Sector Involvement

Εισαγωγή

Τα τελευταία χρόνια έχει αυξηθεί σημαντικά ο αριθμός των επενδυτών που συμμετέχουν ενεργά στις χρηματοπιστωτικές αγορές, ενώ το φάσμα των υπηρεσιών και των μέσων που τους προσφέρονται έχει ομοίως διευρυνθεί σημαντικά με αποτέλεσμα να είναι σήμερα αρκετά πολυσύνθετο.

Περαιτέρω, η χρηματοπιστωτική κρίση των τελευταίων ετών έχει αποκαλύψει τις αδυναμίες όσον αφορά τη λειτουργία και τη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Οι αδυναμίες της εταιρικής διακυβέρνησης σε ορισμένους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, καθώς επίσης η απουσία ασφαλιστικών δικλείδων, αποτελούν μεταξύ άλλων τους βασικούς παράγοντες που συνέβαλαν στη χρηματοπιστωτική κρίση. Η υπέρμετρη και απερίσκεπτη ανάληψη κινδύνων από τους οργανισμούς αυτούς μπορεί να οδηγήσει στη χρεοκοπία μεμονωμένων χρηματοπιστωτικών οργανισμών και σε συστημικά προβλήματα τόσο στα κράτη μέλη, όσο και παγκοσμίως. Επιπλέον, η λανθασμένη διαχείριση των επιχειρήσεων που παρέχουν υπηρεσίες σε πελάτες μπορεί να αποβεί επιζήμια για τον επενδυτή και να οδηγήσει σε απώλεια της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Συνεπώς, η εξέλιξη των χρηματοπιστωτικών αγορών έχει καταδείξει την ανάγκη δημιουργίας ενός αυστηρού νομοθετικού πλαισίου για τη ρύθμιση των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, με σκοπό την αύξηση της διαφάνειας, την καλύτερη προστασία των επενδυτών, την ενίσχυση της εμπιστοσύνης και τη διασφάλιση της εκχώρησης επαρκών εξουσιών στους εποπτικούς φορείς για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους. Παράλληλα όμως θα διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία των αγορών κινητών αξιών ενώ θα διευκολύνει και την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται εντός του χώρου της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Είναι αναγκαίο, λοιπόν, να θεσπιστεί ένα πλήρες και συνεκτικό κανονιστικό πλαίσιο που να διέπει την εκτέλεση των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων, ώστε να εξασφαλισθεί η υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των συναλλαγών των επενδυτών και να διασφαλισθεί η ακεραιότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.

Την πρωτοβουλία θέσπισης αυτού του νομοθετικού πλαισίου ανέλαβαν τα όργανα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ήδη από το 2004. Σήμερα το νομοθετικό αυτό πλαίσιο αποτελείται από τις Οδηγίες MiFID I και II καθώς και από τον κανονισμό 600/2014. Οι

ρυθμίσεις των Οδηγιών MiFID επικεντρώνονται στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, στην επέκταση των τομέων αρμοδιότητας και εποπτείας των ρυθμιστικών φορέων και στην ευρύτερη ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας των χρηματοπιστωτικών αγορών. Περαιτέρω, οι ρυθμίσεις του κανονισμού σκοπó έχουν να εξαλείψουν τα εμπόδια στις συναλλαγές και τις σημαντικές στρεβλώσεις του ανταγωνισμού που απορρέουν από τις διαφορές μεταξύ των εθνικών νομοθεσιών και να αποτρέψουν εμφάνιση νέων εμποδίων και στρεβλώσεων του ανταγωνισμού στις συναλλαγές.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η παρουσίαση της διαμόρφωσης του πλαισίου προστασίας του επενδυτή και της ανάδειξης ευθύνης των πιστωτικών ιδρυμάτων και των εταιρειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών μέσα από τις κοινοτικές οδηγίες MiFID I και II καθώς και από τον κανονισμό 600/2014.

Αρχικά γίνεται αναφορά στις νέες πολυσύνθετες χρηματοπιστωτικές συναλλακτικές ανάγκες που οδήγησαν στην αναδιάρθρωση του ισχύοντος νομικού πλαισίου καθώς και μια πρώτη αποτύπωση των αλλαγών που επιφέρει η θέσπιση της MiFID II.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύονται οι βασικές υποχρεώσεις των Πιστωτικών Ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ, όπως η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εντολών σύμφωνα με τις οδηγίες MiFID I και II και η υποχρέωση πληροφόρησης – συμβουλευτικής καθοδήγησης των επενδυτών.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η μέσω των οδηγιών ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών μέσω της αναγκαιότητας για ενίσχυση του δικαιώματος πληροφόρησής τους, η υποχρέωση για συναλλακτική διαφάνεια και η ιδιαίτερως ενδιαφέρουσα υπόθεση Bankīter, ενώ στο τέταρτο κεφάλαιο και πέμπτο κεφάλαιο αναλύεται ο τρόπος και το περιεχόμενο της διενέργειας ελέγχων καταλληλότητας και συμβατότητας του επενδυτή και η αυστηροποίηση του πλαισίου για τα μη πολύπλοκα χρηματοπιστωτικά προϊόντα δυνάμει της οδηγίας MiFID II.

Τέλος, στο πέμπτο κεφάλαιο η διπλωματική αναφέρεται στο περιεχόμενο της ευθύνης των παρόχων επενδυτικών υπηρεσιών επιχειρώντας αξιολόγηση των κανόνων της οδηγίας MiFID από τη σκοπιά τόσο του ιδιωτικού όσο και Δημοσίου δικαίου μέσα από νομολογιακά παραδείγματα, αποφάσεις όπως οι υπ' αριθμ. 19932/2009 ΠΠρΘεσσ, 212/2014 ΜΠρΜυτιλήνης, ΑΠ 1738,1739/2013, ΑΠ 1028/2015,

ΠΠρΠατρών 255/2014, ΕιρΑθ 2724/2015. Περαιτέρω, το ανωτέρω κεφάλαιο θέτει προβληματισμούς σχετικά με τον διφυή χαρακτήρα των κανόνων της MiFID και αναλύει το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (PSI), τη σύζευξη των κανόνων ιδιωτικού και δημοσίου δικαίου, την περίπτωση του ελληνικού PSI καθώς και την υπόθεση ΔικΕΕ *Fahnenbrock*.

ΜΕΡΟΣ Α΄

§1. MiFID II – ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ 600/2014 – Η ΠΡΩΤΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

1.1. Πιστωτικά ιδρύματα και ΑΕΠΕΥ

Κατά το άρθρο 2 παρ. 1 Ν. 3606/2007¹ : «1. "Επιχείρηση Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών" (ΕΠΕΥ): κάθε νομικό πρόσωπο του οποίου το σύνηθες επάγγελμα ή δραστηριότητα είναι η παροχή μιας ή περισσότερων επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή η διενέργεια μιας ή περισσότερων επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση. Ως ΕΠΕΥ νοείται και κάθε φυσικό πρόσωπο στο οποίο έχει χορηγηθεί σχετική άδεια από άλλο κράτος - μέλος σύμφωνα με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ». Η έννοια της ΕΠΕΥ, δηλαδή, περιλαμβάνει κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την εποπτική αρχή του κράτους καταγωγής του για παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Στην Ελλάδα οι ΕΠΕΥ οφείλουν να έχουν αποκλειστικά τη μορφή ανώνυμης εταιρείας, αφού όπως ορίζεται στην παράγραφο 2 του ως άνω άρθρου « "Ανώνυμη Εταιρία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών" (ΑΕΠΕΥ): ΕΠΕΥ η οποία έχει λάβει άδεια λειτουργίας από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με τις διατάξεις του νόμου αυτού». Ωστόσο, πέραν των ΕΠΕΥ, επενδυτικές υπηρεσίες σύμφωνα με το άρθρο 8 του ίδιου νόμου, παρέχουν και τα πιστωτικά ιδρύματα – τράπεζες αφού όπως ορίζεται : «.....η καθ' οιονδήποτε τρόπο κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων στην Ελλάδα επιτρέπεται μόνο στις ΑΕΠΕΥ και στα πιστωτικά ιδρύματα, καθώς και στις ΑΕΕΔ και στις ΑΕΔΑΚ, κατά τις διακρίσεις που προβλέπονται στην κείμενη νομοθεσία και την άδεια λειτουργίας τους». Το πιστωτικό ίδρυμα πρέπει αρχικώς να λάβει τη σύμφωνη γνώμη της Τράπεζας της Ελλάδος και έπειτα να απευθυνθεί στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προκειμένου να λάβει την άδεια να παρέχει τις επενδυτικές υπηρεσίες υπό τις προϋποθέσεις του άρθρου 3 παρ. 2 του Ν. 3606/2007. Συμπερασματικά, ο παρέχων επενδυτικές υπηρεσίες που ιδρύεται στην Ελλάδα και αδειοδοτείται από την ελληνική εποπτική αρχή είναι είτε ανώνυμη εταιρεία (ΑΕΠΕΥ) είτε πιστωτικό ίδρυμα.

Με σκοπό τη διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών αλλά και της ακεραιότητας και διαφάνειας ο κοινοτικός και εν συνεχεία ο εθνικός νομοθέτης θέσπισε μια σειρά νομοθετικών κειμένων, τα οποία άπτονται του ζητήματος της αστικής ευθύνης

¹ ΦΕΚ/Α/195/17.8.2007.

των ΕΠΕΥ. Βασικό νομοθέτημα είναι η Οδηγία 2004/39 (MiFID)² η οποία ενσωματώθηκε στην εθνική έννομη τάξη με το Ν. 3606/2007 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ, δηλαδή οι κανόνες δεοντολογίας, ιδίως η υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς³, που έχουν ισχύ νόμου και είναι εφαρμοστέοι κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.

1.2. Η αναγκαιότητα της τροποποίησης της Οδηγίας MiFID - Η γέννηση της MifID II

1.2.1. Το επενδυτικό και κοινωνικοοικονομικό πλαίσιο των αλλαγών

Σε ένα έντονα παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, οι αγορές βασικών εμπορευμάτων διαφέρουν ουσιωδώς από τις αμιγείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Τα παράγωγα επί εμπορευμάτων, τα οποία έχουν τη μορφή συμβάσεων που ορίζουν μια τιμή για μελλοντική παράδοση, προϋπήρχαν αρκετά χρόνια πριν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, η μεγέθυνση των χρηματοπιστωτικών αγορών είχε ως αποτέλεσμα κατά την τελευταία δεκαετία τα αγαθά να θεωρούνται «επενδυτικά στοιχεία», όπως τα ομόλογα και οι μετοχές⁴.

Δεδομένης και της ζωτικής σημασίας των βασικών εμπορευμάτων, παραμένει αναμφισβήτητο ότι μια συνολική ενωσιακή στρατηγική συνεργασίας για την ανάπτυξη θα έπρεπε να συμβαδίζει με καλύτερα ρυθμιζόμενες και πιο διαφανείς αγορές, που συνδέονται με τα βασικά εμπορεύματα στην ΕΕ. Η παραπάνω ανάγκη είναι ιδιαίτερα σημαντική στην ΕΕ, όπου οι χρηματοπιστωτικές αγορές που συνδέονται με τα βασικά εμπορεύματα ρυθμίζονται σε μικρότερο βαθμό από ό,τι στις ΗΠΑ.

² Οδηγία 2004/39ΕΚ της 21^{ης} 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, ΕΕ 21.4.2004, L 145/1.

³ Απόφαση η οποία εκδόθηκε βάσει νομοθετικής εξουσιοδότησης του αρθ.25§10 του Ν.3606/2007 για την εξειδίκευση των υποχρεώσεων επαγγελματικής συμπεριφοράς ΕΠΕΥ.

⁴ Βλ. Γνωμοδότηση της Επιτροπής Ανάπτυξης προς την Επιτροπή Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων σχετικά με την πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού [EMIR] για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο 20.6.2012, 2011 (COD) 0296, 3.

Υπό το παραπάνω κοινωνικοοικονομικό πλαίσιο και δεδομένης της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης από το 2008, ο πολιτικός και οικονομικός διάλογος για την αυστηροποίηση των κανόνων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών εντάθηκε και απέκτησε καινούριες νομικές προεκτάσεις. Στις 20 Οκτωβρίου 2011, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εξέδωσε συνολικά τέσσερις προτάσεις για να αντικαταστήσει τις οδηγίες 2004/39/EK και 2003/6/EK⁵, οι οποίες αποσκοπούσαν στην αποτελεσματικότητα, την ακεραιότητα, την ανθεκτικότητα και τη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Συγκεκριμένα, η προτεινόμενη τότε MiFID II αναδιατύπωσε την οδηγία 2004/39/EK αναφορικά με την πρόσβαση στη δραστηριότητα των επιχειρήσεων επενδύσεων, των ρυθμιζόμενων αγορών και των παρόχων υπηρεσιών δεδομένων, των όρων διακυβέρνησής τους και το εποπτικό τους πλαίσιο, την εκτέλεση επενδυτικών δραστηριοτήτων και την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από επιχειρήσεις τρίτων χωρών μέσω υποκαταστήματος. Ο προτεινόμενος MiFIR αποσκοπούσε στο να ενισχύσει ακόμα περισσότερο την οδηγία 2004/39/EK και να εισαγάγει νέους κανόνες για την δημοσιοποίηση στο κοινό των συναλλακτικών δεδομένων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, την υποχρεωτική διαπραγμάτευση παραγώγων προϊόντων σε οργανωμένους τόπους συναλλαγών, την χωρίς διακρίσεις πρόσβαση στα συστήματα εκκαθάρισης, την παρέμβαση σχετικά με προϊόντα και τη διαχείριση θέσεων παραγώγων, καθώς και την παροχή υπηρεσιών από επιχειρήσεις τρίτων χωρών χωρίς υποκατάστημα^{6 7}.

Οι προτάσεις της Επιτροπής κατά το έτος το 2011 για την αναδιατύπωση της Οδηγίας και του Κανονισμού για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (MIFID και MIFIR), σε μία εποχή όπου οι συνέπειες της χρηματοπιστωτικής κρίσης της Lehman Brothers είχαν γίνει ήδη περισσότερο αντιληπτές από ποτέ, περιελάμβαναν διατάξεις με σαφή σκοπό την αντιμετώπιση της ανάγκης για ενίσχυση της εποπτείας και της ρύθμισης

⁵ Οδηγία 2003/6/EK της 28ης Ιανουαρίου 2003 για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), ΕΕ 12.4.2003, L 96.

⁶ Ο προτεινόμενος MAR (Market Abuse Regulation) καταργούσε και αντικαθιστούσε την Οδηγία 2003/6/EK. Η προτεινόμενη MAD (Market Abuse Directive), βασιζόμενη στο άρθρο 83 παράγραφος 2 της Συνθήκης, απαιτεί από τα κράτη μέλη την εισαγωγή ελάχιστων επιπέδων ποινικών κυρώσεων για τις πλέον σοβαρές μορφές καταχρήσεων αγοράς.

⁷ Γνώμη της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας της 22ας Μαρτίου 2012 σχετικά με i) πρόταση οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την κατάργηση της οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, ii) πρόταση κανονισμού για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού (EMIR) για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, iii) πρόταση οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγηση αγοράς και iv) πρόταση κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα 7.6.2012, C 161/03, 4.

των χρηματοπιστωτικών αγορών που αφορούν στα βασικά εμπορεύματα.⁸ Ο παραπάνω διπλός πυλώνας αλλαγών και ενισχυμένης προστασίας αποτυπώθηκε κατά τρόπο εμβληματικό κατ' αρχήν στις προτάσεις που προέβλεπαν α) ιδίως όρια θέσεων ή εναλλακτικές διευθετήσεις (άρθρο 59) σχετικά με παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα που αφορούν εμπορεύματα και συνιστούν θετική εξέλιξη, εάν ο γενικός στόχος είναι η διευκόλυνση της ανακάλυψης της τιμής και β) η χρηματιστηριακή κάλυψη των κινδύνων σε σχέση με τις τιμές, στους οποίους βρίσκονται εκτεθειμένοι οι παραγωγοί και οι καταναλωτές και κατά συνέπεια η πρόληψη και η λήψη διορθωτικών μέτρων σε σχέση με τις αποκαλούμενες «φούσκες» στοιχείων ενεργητικού αλλά και άλλες στρεβλώσεις. Ως αναγκαίο συμπλήρωμα των ορίων θέσεων, οι προτάσεις εισάγουν απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων σχετικά με τις θέσεις ανά κατηγορία εμπορών στην αγορά και στις ρυθμιστικές αρχές (άρθρο 60). Οι διατάξεις αυτές συνιστούν βήματα προς τη σωστή κατεύθυνση, ωστόσο είναι απαραίτητο αλλά και δυνατό να γίνουν περισσότερα.

Κατά την προαναφερόμενη χρονική περίοδο η αναθεώρηση της MiFID αποτελούσε πρωταρχική προτεραιότητα και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Στην συνοδευτική της πρότασης τροποποίησης της MiFID αιτιολογική της Έκθεση, η Επιτροπή θεωρούσε την τροποποίηση του υφιστάμενου νομικού πλαισίου ως αναπόσπαστο μέρος των μεταρρυθμίσεων που αποσκοπούν στη δημιουργία, μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, ενός ασφαλέστερου, υγιέστερου, περισσότερο διαφανούς και περισσότερο υπεύθυνου χρηματοπιστωτικού συστήματος, το οποίο θα ωφελεί την οικονομία και την κοινωνία στο σύνολό τους, καθώς και στην εξασφάλιση μιας ενοποιημένης σε μεγαλύτερο βαθμό, αποτελεσματικής και ανταγωνιστικής χρηματοπιστωτικής αγοράς στην ΕΕ.⁹ Η αναγκαιότητα για ενισχυμένη διαφάνεια μέσα από την MiFID II θα αναλυθεί διεξοδικότερα στο κεφάλαιο Β της παρούσας εργασίας. Συμπληρωματικά, η αναγκαιότητα της μεταρρύθμισης αποτέλεσε και το απαραίτητο εκείνο εργαλείο για την εκπλήρωση της δέσμευσης του G20, με απώτερο σκοπό να αντιμετωπισθούν τα λι-

⁸ Γνωμοδότηση της 20^{ης} Ιουνίου 2012 της Επιτροπής Ανάπτυξης προς την Επιτροπή Οικονομικών και Νομισματικών Θεμάτων σχετικά με πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού EMIR για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, COD 2011/0296, 4.

⁹ Αιτιολογική Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με πρόταση Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού [EMIR] για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, Ευρωπαϊκή Επιτροπή 2011, COM (2011) 0652 τελικό, 1.

γότερο ρυθμιζόμενα και περισσότερο αδιαφανή τμήματα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και να βελτιωθούν η οργάνωση, η διαφάνεια και η επίβλεψη των διαφόρων επιμέρους αγορών, ιδίως όσον αφορά στα μέσα εκείνα η διαπραγμάτευση των οποίων γίνεται ως επί το πλείστον σε εξωχρηματιστηριακές αγορές (Over The Counter-OTC), αποτελώντας συμπλήρωμα της νομοθετικής πρότασης για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών¹⁰.

Σε μία πρώτη αποτίμηση των νεωτερισμών που επέφερε η MiFID, και με γνώμονα την απόπειρα δημιουργίας ενός κοινού ευρωπαϊκού πλαισίου για την παροχή χρηματοπιστωτικών μέσων, η Οδηγία κατήργησε τη δυνατότητα των κρατών μελών να απαιτούν τη διεξαγωγή όλων των διαπραγματεύσεων σε χρηματοπιστωτικά μέσα σε ειδικά χρηματιστήρια και επέτρεψε τον ελεύθερο ανταγωνισμό σε ευρωπαϊκό επίπεδο μεταξύ των παραδοσιακών χρηματιστηρίων και εναλλακτικών τόπων¹¹, ενώ παράλληλα επέτρεψε στις επιχειρήσεις και στις τράπεζες να παρέχουν τις υπηρεσίες τους σε όλη την Ένωση ως ενιαία αγορά βάσει ενός αποτελεσματικού διαβατηρίου τονώνοντας περισσότερο τον ανταγωνισμό μεταξύ των συντελεστών της αγοράς.

Εντούτοις, τα οφέλη από αυτόν τον αυξημένο ανταγωνισμό δεν διοχετεύθηκαν σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά και δεν μετακυλίσθηκαν πάντοτε στους τελικούς επενδυτές, ιδιώτες ή επαγγελματίες¹².

Επιπλέον, η Οδηγία ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις έσπασε το μονοπώλιο που είχαν οι εταιρείες των χρηματιστηρίων κάθε χώρας, ταυτόχρονα δημιούργησε ένα περίπλοκο θεσμικό πλαίσιο που προσέθεσε περισσότερη γραφειοκρατία και περιόρισε ξανά τη διαφάνεια στις συναλλαγές.

Ο εύλογος αρχικός προβληματισμός, ότι το παρεχόμενο καθεστώς διαφάνειας από την οδηγία MiFID είχε κριθεί ήδη από το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 ως ανεπαρκές, επιβεβαιώθηκε από την πεποίθηση ότι οι επενδυτές παγκοσμίως δεν απολαμβάνουν το κατάλληλο επίπεδο προστασίας. Επιπλέον, και η

¹⁰ Βλ. ειδικά την προεργασία στο συγκεκριμένο θέμα, Ανακοίνωση της 20ης Οκτωβρίου 2009 της Επιτροπής: Διασφάλιση αποδοτικών, ασφαλών και υγιών αγορών παραγώγων προϊόντων: μελλοντικές δράσεις πολιτικής, COM (2009) 563 τελικό.

¹¹ Έγγραφο Εργασίας των Υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 20ης Οκτωβρίου 2011 υπό τον τίτλο σύνοψη της αξιολόγησης επιπτώσεων συνοδευτικό του εγγράφου i) πρόταση οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων ii) πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, Ευρωπαϊκή Επιτροπή 20.10.2012, SEC (2011)1227 τελικό, 3.

¹² Αιτιολογική Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 2011, 1.

εμφάνιση ταχύρυθμων τεχνολογικών εξελίξεων και ειδικότερα η ανάπτυξη των αυτοματοποιημένων συναλλαγών, κατέστησαν επιτακτική την αναθεώρηση της οδηγίας με κατεύθυνση την ενίσχυση του εποπτικού πλαισίου σε όλα τα τμήματα των αγορών και με μεταρρυθμίσεις που να εστιάζουν στις ελλείψεις που εντοπίστηκαν στο θεσμικό πλαίσιο του χρηματοοικονομικού συστήματος, έτσι ώστε τελικά να επιτευχθεί η ριζική αναδιάρθρωση των ευρωπαϊκών αγορών.

1.2.2. Συνοπτική παρουσίαση των αλλαγών της Οδηγίας MiFID II και του Κανονισμού 600/2014

Ο Κανονισμός 600/2014¹³ ή αλλιώς Κανονισμός MiFIR (Markets in Financial Instruments Regulation) και η οδηγία 2014/65 MiFID II¹⁴, αποτέλεσαν το επιστέγασμα των διαβουλεύσεων που προηγήθηκαν τα προηγούμενα χρόνια και θεσπίστηκαν για να αποτελέσουν το από κοινού νομικό πλαίσιο, που διέπει τις απαιτήσεις, οι οποίες ισχύουν για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τις ρυθμιζόμενες αγορές, τους παρόχους υπηρεσιών αναφοράς δεδομένων και τις επιχειρήσεις τρίτων χωρών που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή δραστηριότητες εντός της Ένωσης.

Από την μία πλευρά, οι διατάξεις σχετικά με τις συναλλαγές και τις κανονιστικές απαιτήσεις διαφάνειας πήραν τη μορφή κανονισμού με άμεση ισχύ και εφαρμογή σε όλες τις επιχειρήσεις επενδύσεων οι οποίες θα πρέπει να ακολουθούν ενιαίους κανόνες σε όλες τις αγορές της Ένωσης. Συγκεκριμένα, ο Κανονισμός θεσπίζει ενιαίες υποχρεώσεις σε σχέση με τα ακόλουθα: α) ανακοίνωση συναλλακτικών δεδομένων στο κοινό· β) γνωστοποίηση συναλλαγών στις αρμόδιες αρχές· γ) διαπραγμάτευση παραγώγων προϊόντων σε οργανωμένους τόπους διαπραγμάτευσης· δ) μη διακριτική πρόσβαση στην εκκαθάριση και μη διακριτική πρόσβαση στη διαπραγμάτευση βάσει δεικτών αναφοράς· ε) αρμοδιότητες παρέμβασης των αρμοδίων αρχών· και στ) παροχή επενδυτικών υπηρεσιών ή δραστηριότητες από επιχειρήσεις τρίτων χωρών.

Από την άλλη πλευρά, και λειτουργώντας σε ένα αλληλοσυμπληρωματικό πλαίσιο προστασίας, οι γενικοί στόχοι του θεσμικού πλαισίου της MiFID II τόσο με την τρο-

¹³ 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, ΕΕ 12.6.2014, L 173/84.

¹⁴ Οδηγία της 15ης Μαΐου 2014 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την τροποποίηση της οδηγίας 2002/92/ΕΚ και της οδηγίας 2011/61/ΕΕ, ΕΕ 12.6.2014, L 173/349.

ποποίηση των υφιστάμενων διατάξεων όσο και με την θέσπιση νέων, επικεντρώνονται στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, στην επέκταση των τομέων αρμοδιότητας και εποπτείας των ρυθμιστικών φορέων και στην ευρύτερη ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας των χρηματοπιστωτικών αγορών.

I) Ειδικότερα, ενισχύεται το κανονιστικό πλαίσιο για τους υφιστάμενους τόπους διαπραγμάτευσης με την εισαγωγή της έννοιας ενός νέου πολυμερούς τόπου διαπραγμάτευσης του Μηχανισμού Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ) που αφορά μη μετοχικούς τίτλους. Ανταποκρινόμενη δε στην δυσκολία πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στις χρηματοπιστωτικές αγορές όσον αφορά κυρίως στην εξεύρεση κεφαλαίων, προβλέπει τη δημιουργία νέας υποκατηγορίας τόπου διαπραγμάτευσης με την ονομασία «Αγορά για την ανάπτυξη μικρομεσαίων επιχειρήσεων» και είναι πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ).

II) Ενισχύεται περαιτέρω η διαφάνεια σε θέματα συναλλαγών με την επέκταση των κανόνων συναλλακτικής διαφάνειας, που ισχύουν σήμερα για μετοχές τόσο σε άλλους μετοχικούς τίτλους, όπως τα αποθετήρια έγγραφα, όσο και σε μη μετοχικούς τίτλους (π.χ. ομόλογα, παράγωγα).

III) Επιβάλλεται σε πιστωτικά ιδρύματα και ΕΠΕΥ να διασφαλίζουν ότι οι συναλλαγές τους σε μετοχές πραγματοποιούνται σε ρυθμιζόμενους τόπους εκτέλεσης συναλλαγών ή σε ισοδύναμους τόπους διαπραγμάτευσης τρίτης χώρας. Με τον τρόπο αυτό, περιορίζονται οι εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές (ΟΤC) σε μετοχές.

IV) Υποχρεώνονται τα συμβαλλόμενα μέρη να καταρτίζουν συναλλαγές σε παράγωγα που πληρούν κάποιες προϋποθέσεις μόνο σε ρυθμιζόμενους τόπους διαπραγμάτευσης (ρυθμιζόμενες αγορές, ΠΜΔ, ΜΟΔ).

V) Δημιουργούνται νέες υποχρεώσεις για τις ΕΠΕΥ και για τους τόπους διαπραγμάτευσης. Στόχο έχουν την αντιμετώπιση κινδύνων σχετικά με την ορθή λειτουργία των χρηματαγορών που σχετίζονται με τη διαρκώς αυξανόμενη κατάρτιση αλγοριθμικών συναλλαγών ή και χρήση τεχνικών κατάρτισης αλγοριθμικών συναλλαγών σε υψηλή συχνότητα (High Frequency Trading).

VI) Δημιουργούνται νέες οργανωτικές απαιτήσεις για τις ΕΠΕΥ, στα πλαίσια ενίσχυσης της λειτουργίας τους ενώ συστήνεται ένα νέο εναρμονισμένο πλαίσιο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από επιχειρήσεις τρίτων χωρών στην Ε.Ε. με βάση το εάν οι υπηρεσίες αφορούν σε ιδιώτες πελάτες, ή απευθύνονται σε επαγγελματίες.

Οι τροποποιήσεις του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου αναμένεται να συνεισφέρουν θετικά στην μεγαλύτερη προστασία του επενδυτή, προωθώντας περαιτέρω τη διαφάνεια, τον ανταγωνισμό, την χρηματοοικονομική σταθερότητα και την εύρυθμη λειτουργία των χρηματαγορών.

§2. ΓΕΝΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΥ

2.1. Επίδειξη επιμέλειας και διαφύλαξη συμφερόντων κατά την οδηγία MiFID I και MiFID II

Η πληροφοριακή ασυμμετρία που ενδημεί στις κεφαλαιαγορές¹⁵ και η προνομιακή κατοχή κρίσιμων πληροφοριών από τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που δραστηριοποιούνται σε αυτές, καθιστά αναγκαία την προσφυγή των επενδυτών στις υπηρεσίες των ΕΠΕΥ προκειμένου αυτοί να διαμορφώσουν τις επενδυτικές τους αποφάσεις και να προωθήσουν τις επενδυτικές τους επιδιώξεις. Δίχως ωστόσο την παρέμβαση των κανόνων του δικαίου, οι επιχειρήσεις που έχουν στη κατοχή τους κρίσιμες για τον επενδυτή πληροφορίες δεν θα τις διέθεται απαραίτητα στους επενδυτές που τις χρειάζονται ή τουλάχιστον δεν θα το έπρατταν στην έκταση που επιβάλλει η εύρυθμη λειτουργία των αγορών. Υπό αυτήν την έννοια λοιπόν, η εισαγωγή υποχρέωσης επιμελούς μεταχείρισης και προστασίας των συμφερόντων του αποδέκτη επενδυτικών υπηρεσιών από τις οικείες επιχειρήσεις, αποτελεί τρόπο της αντιμετώπισης και άμβλυνσης της πληροφοριακής ασυμμετρίας των κεφαλαιαγορών με νομικά μέσα.

Σύμφωνα με το άρθρο 19 παρ.1 της Οδηγίας MiFID «τα κράτη μέλη απαιτούν από κάθε επιχείρηση επενδύσεων να ενεργεί κατά την παροχή επενδυτικών ή και κατά περίπτωση παρεπόμενων υπηρεσιών σε πελάτες με εντιμότητα, δικαιοσύνη και επαγγελματισμό, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών της...». Το άρθρο αυτό ενσωματώθηκε στο Ελληνικό δίκαιο με το άρθρ.25 παρ.1 Ν.3606/2007 με την ίδια ακριβώς λεκτική διατύπωση. Η εντιμότητα η δικαιοσύνη, ο επαγγελματισμός επιτάσσουν έτσι τη σταθερή αποχή των ΕΠΕΥ από κάθε συμπεριφορά, πρακτική ή μεμονωμένη ενέργεια που είναι αντικειμενικά πρόσφορες να θέσουν σε κίνδυνο τα συμφέροντα του πελάτη της. Η εμβέλεια της διάταξης είναι τέτοια ώστε να καταλαμβάνει όλες αδιακρίτως τις κατηγορίες επενδυτικών υπηρεσιών.

Η υποχρέωση των ΕΠΕΥ να εξυπηρετούν τα συμφέροντα των πελατών τους αφορά κάθε πελάτη ξεχωριστά. Αυτό προκύπτει από τη διατύπωση των άρθρων 4 και 5 της Οδηγίας, σύμφωνα με την οποία υποχρέωση των ΕΠΕΥ είναι «να ζητούν από τον πελάτη ή το δυνητικό πελάτη να δίνει πληροφορίες σχετικά με τη γνώση του και την πείρα του στον επενδυτικό τομέα σε σχέση με το συγκεκριμένο τύπο προσφερόμενου ή ζητούμενου προϊόντος ή υπηρεσίας». Καθίσταται λοιπόν σαφές ότι μέσω αυ-

¹⁵ *Καραγκουνίδης*, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007, 442.

τής της επικοινωνίας και της ανταλλαγής πληροφοριών, προσδιορίζεται η βούληση και το υποκειμενικό συμφέρον κάθε υποψήφιου πελάτη και έτσι καθίσταται εφικτή η εξυπηρέτηση των συμφερόντων των επενδυτών με τον καλύτερο τρόπο.

Επισημαίνεται ότι αυτή η υποχρέωση επίδειξης επιμέλειας, εντιμότητας, αμεροληψίας και επαγγελματισμού αποτυπώνεται τόσο στον καταργηθέντα σήμερα ΚΔΕΠΕΥ, σύμφωνα με τον οποίο «οι εταιρείες και τα καλυπτόμενα πρόσωπα θα λαμβάνουν κάθε ενδεικνυόμενο μέτρο και θα ενεργούν κατά την άσκηση των καθηκόντων τους έτσι ώστε να προστατεύονται τα συμφέροντα των πελατών τους και να διασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς», όσο και στην υπ' αριθμ. 4/505/3.4.2009 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς «περί πιστοποίησης επαγγελματικής επάρκειας των «υπαλλήλων και στελεχών πιστωτικών ιδρυμάτων αναφορικά με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών». Η ανωτέρω υποχρέωση των ΕΠΕΥ καταλαμβάνει κάθε στάδιο της επενδυτικής διαδικασίας τόσο πριν την επένδυση όσο και κατά τη διάρκεια και μετά την επένδυση ούτως ώστε να διασφαλίζονται επαρκώς τα συμφέροντα των επενδυτών.

Κρίσιμο, με άλλα λόγια, δεν είναι τόσο να διασφαλισθεί ότι η επιχείρηση επενδύσεων θα λειτουργεί πάντοτε με αυξημένη επιμέλεια¹⁶. Άλλωστε η επιμελής εκπλήρωση των συμβατικών ή νόμιμων υποχρεώσεων των εν γένει ασχολούμενων με την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών βρίσκει επαρκές έρεισμα στο κοινό ιδιωτικό δίκαιο όλων των κρατών μελών. Κρισιμότερο είναι, αντίθετα, να θεσπισθεί με σαφήνεια και κανονιστική πληρότητα, η υποχρέωση της ΕΠΕΥ να ενεργεί πάντοτε ως προστάτης και αρωγός του συμφέροντος του πελάτη της. Αυτό συνάγεται σήμερα από την ανύψωση των δεοντολογικών προτύπων της εντιμότητας, της δικαιοσύνης και του επαγγελματισμού σε νομικές έννοιες-μέτρα για την εκτίμηση της συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ. Η χρήση των όρων αυτών επιβάλλει ιδίως στο νομικό του ηπειρωτικού ευρωπαϊκού χώρου τον επαναπροσδιορισμό της φυσικής σύγκρουσης συμφερόντων που υποκρύπτεται σε κάθε αμφοτεροβαρή σύγκρουση και την κατανόηση της έννομης σχέσης ΕΠΕΥ και πελάτη ως ενός δεσμού, όσο το δυνατόν απαλλαγμένου από τον ακραίο ατομικισμό και την επιτρεπτή ιδιοτέλεια που συγκροτούν τον κανόνα στο χώρο των συναλλαγών¹⁷. Η εντιμότητα, η δικαιοσύνη και ο επαγγελματισμός επιτάσσουν

¹⁶ Επιμέλεια την οποία στο ελληνικό δίκαιο επιβάλλει η ΑΚ 714 που βρίσκει αναλογική εφαρμογή σε κάθε σύμβαση με αντικείμενο την επ' αμοιβή διεξαγωγή αλλότριων υποθέσεων. Ως μέτρο δε της απαιτούμενης επιμέλειας νοείται η επιμέλεια του μέσου συνετού επαγγελματία που δραστηριοποιείται στο πεδίο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

¹⁷ Καραγκουνίδης, 2007, 453.

έτσι τη σταθερή αποχή των ΕΠΕΥ από κάθε συμπεριφορά, πρακτική ή μεμονωμένη ενέργεια που είναι αντικειμενικά πρόσφορη να θέσει σε κίνδυνο τα συμφέροντα του πελάτη τους ή αποτελεί ένδειξη πρόταξης άλλων συμφερόντων πέραν των πρώτων¹⁸. Η εμπέλεια της υποχρέωσης διαφύλαξης του συμφέροντος του πελάτη είναι στο πεδίο της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και ισχύει ανεξάρτητα από την κατά το κοινό δίκαιο διαμόρφωση της έννομης σχέσης ΕΠΕΥ-πελάτη.

2.2. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εντολών κατά την οδηγία MiFID I

2.2.1. Η ένταξη του καθήκοντος βέλτιστης εκτέλεσης στο σύστημα της MiFID και του Ν.3606/2007.

Τόσο ο κοινοτικός όσο και ο εθνικός νομοθέτης προσδίδουν στο καθήκον βέλτιστης εκτέλεσης μια οργανωτική και διαδικαστική διάσταση η οποία δείχνει να απορροφά την συναλλακτική της όψη, δηλαδή την κατά κυριολεξία υποχρέωση για βέλτιστη εκτέλεση κάθε μεμονωμένης εντολής. Αυτό άλλωστε αποτελεί σταθερό ρυθμιστικό γνώρισμα του σύγχρονου δικαίου της κεφαλαιαγοράς. Παράλληλα, η θέση αυτή εναρμονίζεται πλήρως με τους κανόνες προστασίας που εισάγεται από τη MiFID και το Ν.3606/2007 από τους οποίους απουσιάζει αρχικά η μέριμνα για την παροχή εξατομικευμένης προστασίας σε κάθε πελάτη ΕΠΕΥ ανάλογα με την έκταση και την ένταση της σχετικής ανάγκης του. Εξάλλου, και πριν τη MiFID οι κανόνες δεοντολογίας δεν είχαν ως σκοπό τη δημιουργία ενός αυτοτελούς προστατευτικού πλαισίου αλλά τη προστασία του επενδυτή μέσα από την δημιουργία συνθηκών αποτελεσματικότητας και σταθερότητας για το ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα. Έτσι λοιπόν οι κανόνες δεοντολογίας του δικαίου κεφαλαιαγοράς αποσκοπούν πρωτίστως στην εδραίωση «δημόσιας εμπιστοσύνης» στη λειτουργία της αγοράς επενδυτικών υπηρεσιών. Πρωτογενής στόχος είναι η θεμελίωση της λειτουργικής και θεσμικής αποτελεσματικότητας της κεφαλαιαγοράς. Επομένως η ενσωμάτωση των υποχρεώσεων δεοντολογίας σε κανόνες δικαίου που αποτελούν αντικείμενο διαρκούς εποπτείας ελέγχου και επιβολής κυρώσεων από τις αρμόδιες αρχές, καθιστούν τις οικείες υποχρεώσεις «εργαλεία» για την άσκηση εποπτικής πολιτικής¹⁹ και τη διαρκή προσαρμογή της συμπεριφοράς των επιχειρήσεων επενδύσεων στους στόχους της χρηματοπιστωτικής εποπτείας.

¹⁸ *Καραγκουνίδης*, 2007, 456.

¹⁹ *Καραγκουνίδης*, Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση των εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution), ΕπισκεΔ 2009, 328.

2.2.2. Περιεχόμενο της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης

Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης δεν εισάγεται για πρώτη φορά στο ελληνικό δίκαιο με την ενσωμάτωση της MiFID. Το άρθ.9 του (καταργηθέντος σήμερα) ΚΔΕΠΕΥ είχε ήδη προβλέψει την υποχρέωση των ΕΠΕΥ να επιδιώκουν την εξασφάλιση της καλύτερης διαθέσιμης τιμής στην αγορά κατά την υλοποίηση της εντολής του πελάτη. Με την υιοθέτηση της MiFID η υποχρέωση επιδίωξης του βέλτιστου αποτελέσματος διευρύνεται περισσότερο καθώς πέραν της εξασφάλισης της καλύτερης δυνατής τιμής θα πρέπει να εξασφαλίζεται από την ΕΠΕΥ και μια σειρά άλλων παραγόντων όπως ο όγκος και η φύση της εκτέλεσης εντολής.

Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των ΕΠΕΥ εδράζεται σήμερα τόσο στο αρ.27 Ν.3606/2007 (με τον οποίο εισήχθη στην ελληνική έννομη τάξη η Οδηγία MiFID) όσο και στο αρθ.21 της υπ'αριθμ. 1/452/2007 απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (με την οποία ενσωματώθηκε η εκτελεστική της MiFID I οδηγία 2006/73 ΕΚ²⁰). Το ισχύον κανονιστικό πλαίσιο διακρίνει την υποχρέωση επίτευξης βέλτιστου αποτελέσματος ανάλογα με τον αν μία ΕΠΕΥ έχει πρόσβαση στον τόπο εκτέλεσης ή χρησιμοποιεί τρίτα πρόσωπα για την εκτέλεση εντολών πελατών της, οπότε η υποχρέωση επιμέλειας επικεντρώνεται στην επιλογή της αντισυμβαλλόμενης εκτελούσας επιχείρησης. Δηλαδή, η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εξαρτάται από την παρεχόμενη από την ΕΠΕΥ επενδυτική υπηρεσία²¹.

Περαιτέρω, σύμφωνα με το αρθ.27 παρ.1 του Ν.3606/2007, «οι ΕΠΕΥ λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο ώστε να επιτυγχάνουν κατά την εκτέλεση εντολών το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη λαμβάνοντας υπόψη την τιμή το κόστος, την ταχύτητα, την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, τον όγκο, τη φύση και οποιονδήποτε άλλο παράγοντα αφορά στην εκτέλεση της εντολής». Η διάταξη αυτή αφορά τις ΕΠΕΥ και τα πιστωτικά ιδρύματα όταν εκτελούν εντολές πελατών τους χωρίς να τις διαβιβάζουν σε τρίτα πρόσωπα. Οι υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης για τις ΕΠΕΥ που παρέχουν την υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου εντάσσονται γενικότερα στο αρθ.25 παρ.1 του Ν.3606/2007 σύμφωνα με το οποίο η υποχρέωση των ΕΠΕΥ συνίσταται απλώς στην εξυπηρέτηση με τον καλύ-

²⁰ 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, ΕΕ. 2.9.2006, L 241/26.

²¹ Κουλορίδας, Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με το Ν.3606/2007, ΔΕΕ 2009, 416.

τερο δυνατό τρόπο των συμφερόντων των πελατών τους. Η βέλτιστη εκτέλεση αποτελεί την συνισταμένη μιας σειράς επιμέρους παραγόντων όπως η τιμή, το κόστος, η ταχύτητα, η πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, η φύση της εντολής όπου κάθε επενδυτής αποδίδει ξεχωριστή βαρύτητα. Κατά κανόνα οι πελάτες έχουν ελάχιστες δυνατότητες να ελέγξουν αν η ΕΠΕΥ που εκτελεί τις εντολές τους έχει πράγματι ενεργήσει για την καλύτερη δυνατή εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους, καθώς είτε δεν είναι δυνατή η ευχερής πρόσβαση στις σχετικές πληροφορίες, είτε ακόμη και αν οι πληροφορίες είναι ελεύθερα προσιτές, δεν θα διαθέτουν την απαιτούμενη εξειδικευμένη γνώση και πείρα ώστε να κατανοήσουν και να αξιολογήσουν τις πληροφορίες που σχετίζονται με την εκτέλεση των εντολών τους. Πολύ περισσότερο να αξιολογήσουν συγκριτικά την ποιότητα της προσφερόμενης υπηρεσίας σε σχέση με την πολιτική εκτέλεσης που εφαρμόζει η ΕΠΕΥ ή άλλες επιχειρήσεις επενδύσεων που προσφέρουν παρόμοιες υπηρεσίες.

Η ΕΠΕΥ οφείλει να διερευνήσει τις διαθέσιμες αγορές και να διασφαλίσει τις καλύτερες συνθήκες εκτέλεσης της εντολής του πελάτη της (υποχρέωση παροχής μέσων και όχι επίτευξης ενός αποτελέσματος) όχι σε απόλυτες τιμές αλλά την καταβολή κάθε εύλογης προσπάθειας εξασφαλίζοντας ιδίως ότι έχει πρόσβαση σε επαρκές φάσμα αγορών τις οποίες μπορεί να επιλέξει για τη διαπραγμάτευση ενός χρηματοπιστωτικού μέσου που τον ενδιαφέρει σύμφωνα με τις εκάστοτε συνθήκες που επικρατούν στην αγορά²². Θα πρέπει δηλαδή η ΕΠΕΥ να υιοθετεί κατάλληλες διαδικασίες και να εφαρμόζει κατάλληλη πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης ώστε να της επιτρέπεται να αυξάνει την πιθανότητα επίτευξης βέλτιστου αποτελέσματος.

2.3. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης κατά τη MiFID II-παρεχόμενη προστασία και σύγκριση με την MiFID I

Σε μία πρώτη συνολική αποτίμηση της MiFID II αναφορικά στο θέμα της βέλτιστης εκτέλεσης των ΕΠΕΥ, ο αποτελεσματικός ανταγωνισμός ανάμεσα στους τόπους διαπραγμάτευσης που επιφέρει η MiFID II, θα έπρεπε να επιφέρει ως αποτέλεσμα τις καλύτερες τιμές και τους καλύτερους όρους συναλλαγών για τους επενδυτές. Ωστόσο, βάσει μίας άλλης προσέγγισης υποστηρίζεται και η άποψη ότι ο πολλαπλασιασμός του τόπου διαπραγμάτευσης ως δυνητική επιλογή για τον επενδυτή θα δημιουργήσει αποκλίνουσες τιμές και διαφορετικούς όρους για την

²² Παναγιωτοπούλου, Οι πρωτογενείς υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης (best execution principle) και αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων (conflict of interests) κατά την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου: με αφορμή το Ν.3606/2007, μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/30/EK (Οδηγία MiFID), ΕτρΑξΧρΔ 2010, 58.

αγορά και πώληση μετοχών, εξέλιξη που κατ'επέκταση θα δυσχεράνει τη διασφάλιση της υποχρέωσης των ΕΠΕΥ για βέλτιστη εκτέλεση²³. Η υποχρέωση για βέλτιστη εκτέλεση ρυθμίστηκε και προβλέφθηκε αρχικά στο άρθρο 21 της Οδηγίας MiFID I και εν συνεχεία στο άρθρο 27 της MiFID II. Αρχικά, οι υποχρεώσεις των κρατών μελών, όπως ορίζονται στο άρθρο 27, αφορούν την μέριμνα να απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να λαμβάνουν μία σειρά από επαρκή μέτρα ώστε να επιτυγχάνουν, κατά την εκτέλεση εντολών, το λεγόμενο "βέλτιστο αποτέλεσμα" για τον πελάτη. Το βέλτιστο αποτέλεσμα δεν είναι μία αόριστη νομική και οικονομική έννοια ή ένας αφηρημένος στόχος τόσο για τα κράτη μέλη όσο και για τις επιχειρήσεις επενδύσεων αλλά η επίτευξη του εξειδικεύεται μέσα από μία σειρά από παραμέτρους για τα επενδυτικά προϊόντα όπως είναι ιδίως i) η τιμή, ii) το κόστος, iii) η ταχύτητα, iv) η πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, v) η φύση του προϊόντος αλλά και οποιοδήποτε άλλου παράγοντα, που δύναται να αφορά την ποιότητα εκτέλεσης της εντολής. Ειδικότερα, πρὸς εξειδίκευση των παραπάνω παραμέτρων η οδηγία MiFID II προβλέπει συγκεκριμένα ότι *"όταν μια επιχείρηση επενδύσεων εκτελεί εντολή για λογαριασμό ιδιώτη πελάτη, το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα προσδιορίζεται συνολικά, λαμβάνοντας υπόψη την τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου και το κόστος που συνδέεται με την εκτέλεση, που περιλαμβάνει όλα τα έξοδα που βαρύνουν τον πελάτη και συνδέονται άμεσα με την εκτέλεση της εντολής, στα οποία περιλαμβάνονται τα τέλη που εισπράττει ο τόπος εκτέλεσης, τα τέλη εκκαθάρισης και διακανονισμού και όλες οι λοιπές αμοιβές που καταβάλλονται σε τρίτους που συμμετέχουν στην εκτέλεση της εντολής"*²⁴. Ο παραπάνω ορισμός της βέλτιστης εντολής είναι αρκετά διευρυμένος έτσι ώστε να μπορεί να ανταποκριθεί σε διαφορετικές επενδυτικές ιδιαιτερότητες, που αναμφισβήτητα τα επενδυτικά προϊόντα διαθέτουν μεταξύ τους²⁵. Από την άλλη πλευρά ένας αρκετά διευρυμένος ορισμός της βέλτιστης εκτέλεσης ενδέχεται να δυσχεραίνει την διαπίστωση εάν οι παραπάνω αναφερόμενες παράμετροι εκτέλεσης έχουν τηρηθεί στην πράξη από τις ΕΠΕΥ καθώς ο έλεγχος γίνεται ταυτόχρονα πιο απαιτητικός και πιο δύσκολος.

Επιπλέον το άρθρο 27 της MiFID II και στο πλαίσιο της εξειδίκευσης της βέλτιστης εκτέλεσης ορίζει ότι *όταν "υπάρχουν περισσότεροι του ενός ανταγωνιστικοί τόποι για την εκτέλεση μιας εντολής που αφορά χρηματοπιστωτικό μέσο, προκειμένου να αξιο-*

²³ Βλ. αναλυτικότερα *Clausen/Srensen*, Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II- Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?, *European Company and Financial Law Review*, 2012, 299.

²⁴ Βλ. Άρθρο 27 της οδηγίας MiFID II.

²⁵ Βλ. ειδικά στο σημείο αυτό *Ferrarini*, „Best execution and competition between trading venues-MiFIDs likely impact“, *Capital Markets Law Journal* 2007, 407.

λογηθούν και να συγκριθούν τα αποτελέσματα για τον πελάτη που θα επιτυγχάνονταν με την εκτέλεση της εντολής σε καθέναν από τους τρόπους εκτέλεσης που περιλαμβάνονται στην πολιτική εκτέλεσης εντολών της επιχείρησης επενδύσεων και μπορούν να εκτελέσουν τη σχετική εντολή, στην αξιολόγηση αυτή λαμβάνονται υπόψη οι προμήθειες που εισπράττει η ίδια η επιχείρηση επενδύσεων και τα κόστη που βαρύνουν τον πελάτη για την εκτέλεση της εντολής σε καθέναν από τους επιλέξιμους τρόπους εκτέλεσης". Με βάση την παραπάνω διατύπωση και δεδομένης της παρεχόμενης πλέον δυνατότητας για ανταγωνισμό ανάμεσα στους τρόπους διαπραγμάτευσης, που επιφέρει η MiFID II, είναι εμφανής και η λογική ενός συγκριτικού μοντέλου, ως μεθόδου αξιολόγησης, των αποτελεσμάτων συνολικά για τον πελάτη/επενδυτή που θα επιτυγχάνονταν με την εκτέλεση της εντολής σε καθέναν από τους τρόπους εκτέλεσης. Η παραπάνω λογική, φαντάζει ως μία καταρχήν "ουδέτερη" και αντικειμενική μέθοδος αξιολόγησης, προσαρμοσμένη και σε μία λογική ανταγωνισμού ανάμεσα στους τρόπους διαπραγμάτευσης, με απώτερο σκοπό πάντοτε την καλύτερη προστασία του εύλογου συμφέροντος του επενδυτή μέσω και της αρχής της βέλτιστης εκτέλεσης.

Παράλληλα με τις παραπάνω ρυθμίσεις στην MiFID II, σκόπιμο είναι επίσης να επισημανθούν και οι ακόλουθες παράμετροι, που αφορούν την προστασία και την εγγύηση της βέλτιστης εκτέλεσης. Ήδη, από το πλαίσιο της παροχής προστασίας της MiFID I και συγκεκριμένα στο άρθρο 21 παρ.2 και παρ.3 προβλεπόταν ότι τα κράτη μέλη απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν αποτελεσματικές ρυθμίσεις και ειδικότερα, να απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν πολιτική εκτέλεσης εντολών, η οποία με την σειρά της να τους επιτρέπει να επιτυγχάνουν το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα για τις εντολές των πελατών τους. Ειδικότερα, το περιεχόμενο της πολιτικής εκτέλεσης εντολών, ήδη από την MiFID I, περιελάμβανε για κάθε κατηγορία μέσων, στοιχεία σχετικά με τους διάφορους τρόπους όπου η επιχείρηση επενδύσεων εκτελεί τις εντολές των πελατών της και τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή τρόπου εκτέλεσης, με ιδιαίτερη υποχρέωση να επιλέγονται τουλάχιστον οι τόποι εκείνοι όπου η επιχείρηση επενδύσεων μπορεί συστηματικά να επιτυγχάνει το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για την εκτέλεση των εντολών των πελατών²⁶. Το παραπάνω παρεχόμενο πλαίσιο προστασίας είχε κριθεί στην ξενόγλωσση θεωρία συχνά ως επαρκές μεν για τους αποκαλούμενους "professional investors" αλλά όχι και τους μικροεπενδυτές (retail), όπου το παρεχόμενο πλέγμα πληροφόρησης είναι πιο δύσκολο να αξιολογηθεί και συνε-

²⁶ Βλ. συνδυαστικά άρθρα 21 παρ.2 και 21 παρ.3 της Οδηγίας MiFID I.

πώς διαθέτει μικρότερη αξία κατά την λήψη της επενδυτικής τους απόφασης²⁷. Υπό το παραπάνω πρίσμα, η γενικότερη υποχρέωση για βέλτιστη εκτέλεση συμπλέκεται αιτιωδώς και με μία αυξημένη υποχρέωση πληροφόρησης ειδικά για τις προϋποθέσεις της βέλτιστης εκτέλεσης, η οποία συγκεκριμένα συνίσταται στην υποχρέωση οι πληροφορίες αυτές να “επεξηγούν σαφώς, με επαρκείς λεπτομέρειες και με τρόπο εύκολα κατανοητό από τους πελάτες, τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση επενδύσεων θα εκτελέσει τις εντολές για λογαριασμό του πελάτη”²⁸. Δικαιολογημένα η παραπάνω προσθήκη, κρίνεται ότι στοχεύει ειδικά στους μη έμπειρους επενδυτές (μικροεπενδυτές), υπό την έννοια ότι συμπληρώνει και βελτιώνει τόσο με βάση τα διδάγματα της πρόσφατης χρηματοοικονομικής κρίσης όσο και με βάση τις διατυπώσεις της MiFID I, το πλαίσιο προστασίας για την βέλτιστη εκτέλεση²⁹.

Ωστόσο, σκεπτικισμό προκάλεσε η αναθεώρηση του περιεχομένου της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης για τις ΕΠΕΥ κατά την MiFID II στο σημείο της πρόβλεψης και της παραμέτρου της τιμής του χρηματοπιστωτικού μέσου, καθώς ενδέχεται η παραπάνω πρόβλεψη να προσδώσει ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα στις αγορές εκείνες με (εκ της φύσεως τους) μεγαλύτερη ρευστότητα σε σχέση με κάποιες άλλες. Παρόλα αυτά ασφαλέστερη ερμηνευτικά κρίνεται η εκτίμηση και η αξιολόγηση ότι το πνεύμα της MiFID II διέπεται από την λογική ότι μέσω του ανταγωνισμού αναφορικά στους τόπους διαπραγμάτευσης, θα επιτευχθεί και ο πολυπόθητος περιορισμός των εξόδων που βαρύνουν τον πελάτη και συνδέονται άμεσα με την εκτέλεση της εντολής, και συνεπώς η παράμετρος της τιμής συνδέεται αιτιωδώς με την λογική αυτή³⁰.

2.4. Υποχρέωση πληροφόρησης-συμβουλευτικής καθοδήγησης επενδυτών

2.4.1. Εισαγωγή του συστήματος κανόνων πληροφόρησης από την Οδηγία 93/22 και η αρχή της καταλληλότητας (suitability doctrine)

Τουλάχιστον μέχρι την έκδοση της Οδηγίας 2004/39/EK, η εννοιολογική διάκριση ανάμεσα σε εξατομικευμένες και μη πληροφοριακές παροχές μπορούσε να αποτελέσει

²⁷ Βλ. *Moloney*, How to protect investors, Lessons from the EC and the UK, 2010, 359 και 360.

²⁸ Βλ. Άρθρο 27 παρ.5 της MiFID II; επίσης γίνεται σαφής αναφορά στην υποχρέωση των κρατών μελών να απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να λαμβάνουν εκ των προτέρων τη συναίνεση των πελατών τους σχετικά με την εν λόγω πολιτική εκτέλεσης εντολών.

²⁹ *Clausen/Srensen*, European Company and Financial Law Review, 2012, 300.

³⁰ Βλ. συνδυαστικά *Clausen/Srensen*, European Company and Financial Law Review, 2012, 300 και *Ferrarini*, Capital Markets Law Journal 2007, 410.

τη βάση για μία νομικά συνεπή διάκριση και αξιολόγηση του εύρους των υποχρεώσεων πληροφόρησης που το σύγχρονο δίκαιο κεφαλαιαγοράς θεσπίζει για τις επιχειρήσεις επενδύσεων. Υπό το κράτος έτσι των-λακωνικών στη διατύπωση τους-διατάξεων του αρθ.11 παρ.1 εδαφ. δ' περιπτώσεις δ και ε της Οδηγίας 93/22 ΕΟΚ, κρατούσα άποψη είναι ότι υποχρέωση των ΕΠΕΥ προς ανακοίνωση στους πελάτες τους όλων των χρήσιμων πληροφοριών (περ.ε') καταλαμβάνει όλες τις ειδικότερες πληροφοριακές παροχές των ΕΠΕΥ δηλαδή τόσο τη μη εξατομικευμένη πληροφόρηση των επενδυτών (ιδίως τυποποιημένες πληροφορίες, διαφημίσεις) όσο και την εξατομικευμένη πληροφόρηση τους (συστάσεις, συμβουλές). Κατά την ίδια άποψη, ωστόσο, οι κανόνες δεοντολογίας δεν εισάγουν υποχρέωση των ΕΠΕΥ προς παροχή εξατομικευμένων πληροφοριακών παροχών (συμβουλών, συστάσεων) εκτός αν μεταξύ τους καταρτισθεί ρητά ή σιωπηρά σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών. Η παροχή επενδυτικών συμβουλών, άλλωστε, αποτελεί στην Οδηγία 93/22 ΕΟΚ ιδιαίτερη (παρεπόμενη) επενδυτική υπηρεσία πράγμα που σημαίνει ότι δεν αποτελεί αναγκαίο (υποχρεωτικό) παρακολούθημα άλλων επενδυτικών υπηρεσιών όπως η λήψη και εκτέλεση εντολών. Η άποψη αυτή παρίσταται κρατούσα μέχρι σήμερα και στη χώρα μας, βρίσκοντας έρεισμα στο άρθ.6 ΚΔΕΠΕΥ σύμφωνα με το οποίο «όταν μία εταιρεία παρέχει αμέσως ή εμμέσως επενδυτική συμβουλή σε πελάτες, ευθύνεται [...] για την καταλληλότητα της παρεχόμενης συμβουλής». Από τη διάταξη δε του αρθ.4 του ίδιου Κώδικα, μπορεί να συναχθεί εξ αντιδιαστολής πως η απλή (μη εξατομικευμένη) πληροφόρηση παρέχεται διαρκώς και άνευ ειδικής συμφωνίας στο πεδίο όλων των επενδυτικών υπηρεσιών που προσφέρει η ΕΠΕΥ.

Η αρχή της καταλληλότητας (suitability doctrine) που διέπει την παροχή επενδυτικών συμβουλών μεταφέρθηκε στον ευρωπαϊκό χώρο από τη νομολογία του γερμανικού ακυρωτικού, ήδη πριν ακόμα από την έκδοση της Οδηγίας 93/22 ΕΟΚ. Με την απόφαση του της 6.7.1993 στην υπόθεση Bond, το γερμανικό ακυρωτικό έκρινε πως με την έναρξη συζήτησης σχετικά με μία επενδυτική υπηρεσία ανάμεσα σε ένα πιστωτικό ίδρυμα και σε έναν επενδυτή, καταρτίζεται σιωπηρά μεταξύ τους σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών στο πλαίσιο της οποίας «το περιεχόμενο και η έκταση της συμβουλευτικής υποχρέωσης εξαρτάται αποφασιστικά από τις συνθήκες κάθε ατομικής περίπτωσης». Η διατύπωση αυτή του δικαστηρίου θεωρήθηκε πως αποδίδει την αρχή της καταλληλότητας των παρεχόμενων συμβουλών σε συνάρτηση προς το πρόσωπο του επενδυτή και προς το αντικείμενο της επένδυσης. Η κρίση αυτή επικυρώθηκε λίγο αργότερα από πολλές ευρωπαϊκές νομοθεσίες που μετέφεραν στο

εσωτερικό τους δίκαιο το άρθρο 11 της Οδηγίας 93/22 ΕΟΚ μεταξύ των οποίων η γερμανική και η ελληνική³¹.

2.4.2. Περιεχόμενο της υποχρέωσης πληροφόρησης κατά την οδηγία MiFID I

Η πληροφόρηση αποτελεί ουσιώδες στοιχείο για την κατάρτιση επενδυτικής σύμβασης και τη λήψη επενδυτικής απόφασης. Για το λόγο αυτό, προβλέπονται στο νόμο ειδικές ρυθμίσεις σχετικά με τις πληροφορίες που παρέχουν οι π'αροχοι επενδυτικών υπηρεσιών προς τους επενδυτές πριν την κατάρτιση της επενδυτικής σύμβασης ή τη λήψη της επενδυτικής απόφασης. Οι πληροφορίες διακρίνονται σε πληροφορίες που παρέχονται υποχρεωτικά και πληροφορίες που παρέχονται προαιρετικά. Στις προαιρετικά παρεχόμενες πληροφορίες ανήκουν μεταξύ άλλων οι διαφημιστικές ανακοινώσεις προς τους επενδυτές και οι πληροφορίες με τις οποίες γίνεται σύγκριση επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών. Στις πληροφορίες που παρέχονται υποχρεωτικά ανήκει κατά πρώτο λόγο η ενημέρωση του επενδυτή για την κατάταξη του στην κατηγορία των ιδιωτών, των επαγγελματιών ή των επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων.

Η καθιερούμενη με το Ν.3606/2007 κατηγοριοποίηση των επενδυτών πελατών περιλαμβάνει τους ιδιώτες πελάτες ('the man on the street')³², τους επαγγελματίες πελάτες (οι οποίοι έχουν κατά κανόνα υψηλότερο επίπεδο γνώσεων ή/και εμπειρίας από τους ερασιτέχνες επενδυτές) και τους επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους (κατεξοχήν οι θεσμικοί επενδυτές). Σημείο αναφοράς της διάκρισης αποτελεί ο ορισμός του επαγγελματία πελάτη καθώς ο ιδιώτης ορίζεται αρνητικά, ως κάθε πελάτης που δεν είναι επαγγελματίας.(αρθ.2 παρ.8). Τα γενικά χαρακτηριστικά του επαγγελματία πελάτη όπως προκύπτει από το αρθ.2 παρ.7 σε συνδυασμό με το αρθ.6, είναι ότι διαθέτει την πείρα, τις γνώσεις και την εξειδίκευση ώστε να λαμβάνει τις δικές του επενδυτικές αποφάσεις και να εκτιμά δεόντως τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται. Υπό την έννοια αυτή, οι εν λόγω επενδυτές δεν χρήζουν της αυξημένης προστασίας που επιφυλάσσει ο νόμος στους μη επαγγελματίες και η οποία αποσκοπεί στην κατανόηση εκ μέρους τους των χαρακτηριστικών των επενδυτικών υπηρεσιών.

Συναφής είναι και η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων να γνωστοποιούν στους πελάτες τους το δικαίωμα να ζητήσουν την κατάταξή τους σε άλλη κατηγορία πελατών από αυτήν που έχουν ήδη υπαχθεί, καθώς και κάθε περιορισμό που αυτό συνε-

³¹ Καραγκουνίδης,2007, 507.

³² Ρόκας/Γκόρτσος, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου δημόσιο & ιδιωτικό τραπεζικό δίκαιο, 2012,311.

πάγεται όσον αφορά στο επίπεδο προστασίας τους. Ο νόμος παρέχει τη δυνατότητα στους επαγγελματίες επενδυτές να ζητήσουν να αντιμετωπιστούν ως ιδιώτες (αρθ.6 παρ2). Ωστόσο, το πιστωτικό ίδρυμα δεν υποχρεούται αλλά δύναται να δεχθεί να παράσχει στο συγκεκριμένο επενδυτή το υψηλότερο επίπεδο προστασίας. Αντίστροφα, ο νόμος (αρθ. 7 παρ.1) παρέχει τη δυνατότητα σε επενδυτές που δεν περιλαμβάνονται στις κατηγορίες προσώπων που εκ του νόμου θεωρούνται επεγγελματίες να ζητήσουν –υπό αυστηρές προϋποθέσεις- να αντιμετωπιστούν ως επαγγελματίες είτε για όλες είτε για ορισμένες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες.

Η έκταση και η ένταση της υποχρέωσης πληροφόρησης συναρτάται με την κατηγορία στην οποία ανήκει ο επενδυτής προς τον οποίο παρέχεται η επενδυτική υπηρεσία αλλά και το είδος της επενδυτικής υπηρεσίας. Έτσι, η έκταση των παρεχομένων πληροφοριών προς τους επαγγελματίες επενδυτές είναι περιορισμένη σε σχέση με την παρεχόμενη προς τους ιδιώτες επενδυτές πληροφόρηση. Οι τράπεζες έχουν μάλιστα τη δυνατότητα να συμφωνούν με επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους τη διενέργεια συναλλαγών χωρίς να συμμορφώνονται με συγκεκριμένες υποχρεώσεις.

Δυνάμει του άρθ.25 παρ 2 του Ν.3606/2007, οι πληροφορίες που παρέχει η εταιρεία παροχής επενδυτικών συμβουλών πρέπει να είναι σαφείς και μη παραπλανητικές. Συγκεκριμένα στο άρθ.25 παρ. 3 του Ν.3606/2007 ορίζεται ότι « Οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν στους πελάτες ή τους δυνητικούς πελάτες κατάλληλη πληροφόρηση σε κατανοητή μορφή ώστε αυτοί να είναι 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. Οι πληροφορίες αυτές μπορεί να παρέχονται σε τυποποιημένη μορφή. Η πληροφόρηση περιλαμβάνει στοιχεία σχετικά με α) την ΑΕΠΕΥ και τις υπηρεσίες της, β) τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, καθώς και κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποιήσεις σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στα εν λόγω χρηματοπιστωτικά μέσα ή με την υιοθέτηση των εν λόγω επενδυτικών στρατηγικών γ) τους τόπους εκτέλεσης δ) το κόστος και τις σχετικές επιβαρύνσεις.»

Παράλληλα, η τράπεζα η οποία πρόκειται να παράσχει σε νέο ιδιώτη πελάτη επενδυτικές υπηρεσίες, συνάπτει εγγράφως σύμβαση η οποία καθορίζει τα ουσιώδη δικαιώματα και υποχρεώσεις του πελάτη, στοιχεία που μπορεί να ενσωματώνονται με μορφή παραπομπής σε άλλα έγγραφα ή νομικά κείμενα.

Οι πληροφορίες προς τους ιδιώτες σχετικά με τους όρους της σύμβασης, την εταιρεία παροχής επενδυτικών συμβουλών και τις υπηρεσίες που παρέχει, παρέχονται πριν την κατάρτιση της σύμβασης ή την παροχή των επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών, όποιο από τα ανωτέρω χρονικά σημεία προηγείται χρονικά. Οι λοιπές πληροφορίες παρέχονται σε εύλογο χρόνο πριν την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών.

Υποχρέωση ακρίβειας της πληροφορίας:

Πρόκειται για υποχρέωση που διέπει όλο το περιεχόμενο της επενδυτικής συζήτησης. Μια επενδυτική πρόταση θεωρείται εσφαλμένη όταν α) οι πληροφορίες στις οποίες στηρίζεται είναι εσφαλμένες β) η ΕΠΕΥ δεν έχει αντλήσει όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες για το αντικείμενο της επένδυσης με αποτέλεσμα αυτές που διαθέτει να οδηγούν τον πελάτη - επενδυτή σε εσφαλμένα συμπεράσματα γ) έχει στη διάθεσή της όλες τις απαραίτητες ορθές πληροφορίες αλλά αυτές δεν μπορούν να στηρίξουν δηλαδή να δικαιολογήσουν την επενδυτική πρόταση στην οποία προβαίνει³³. Η κρίση περί του εσφαλμένου θα γίνεται αποκλειστικά με βάση τα δεδομένα που είναι γνωστά κατά το χρόνο παροχής της συμβουλής.

Υποχρέωση πληρότητας της πληροφορίας :

Η τράπεζα οφείλει να μεταδώσει στον πελάτη όλες τις πληροφορίες, ευνοϊκές και μη ευνοϊκές, που μπορούν να επηρεάσουν την επενδυτική του απόφαση. Ο επενδυτής πρέπει να σχηματίζει ολοκληρωμένη εικόνα τόσο για τις δυνατότητες κερδών που θα έχει όσο και για τον κίνδυνο ζημιών που θα διατρέξει ώστε να κρίνει αν το επενδυτικό προϊόν ανταποκρίνεται στις ανάγκες του και να λάβει επαρκώς ενημερωμένος την επενδυτική του απόφαση³⁴. Σε περίπτωση που η ΕΠΕΥ δεν διαθέτει πλήρη και ολοκληρωμένη εικόνα για το αντικείμενο της επένδυσης ή τα διαθέσιμα σε αυτήν στοιχεία, οφείλει να το ανακοινώσει στον πελάτη και να τον προειδοποιήσει ότι δεν είναι σε θέση να τον συμβουλευτεί.

Υποχρέωση σαφήνειας :

³³ Γεωργιάδης, Η ευθύνη της ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003.

³⁴ Υποστηρίζεται ότι και η υπερφόρτωση του επενδυτή με πληροφορίες μπορεί να τον βλάψει αν δεν μπορεί να ξεχωρίσει τι είναι ουσιώδες και τι όχι. Αν η ΕΠΕΥ παραλείπει κάποιες λεπτομέρειες που δεν έχουν κάτι να προσθέσουν στην εικόνα που σχηματίζει ο επενδυτής από τις υπόλοιπες πληροφορίες που του παρέχει δεν τίθεται ζήτημα ευθύνης της διότι σκοπός της υποχρέωσης πληρότητας είναι να συνειδητοποιήσει ο επενδυτής την ακριβή έκταση της περιουσιακής διάθεσης στην οποία προβαίνει και όχι να γίνει ειδικός στις χρηματιστηριακές συναλλαγές.

Ο παρέχων επενδυτικές υπηρεσίες οφείλει να ενημερώνει τον επενδυτή με τρόπο εύλογα κατανοητό και με τη μέγιστη δυνατή σαφήνεια. Επομένως οφείλει να λαμβάνει υπόψη της τον ορίζοντα αντίληψης, τις γνώσεις για το αντικείμενο της επένδυσης και τη μόρφωση του επενδυτή και να απλοποιεί τις πληροφορίες αυτές ώστε να γίνονται κατανοητές από τον πελάτη. Στην απλοποίηση αυτή εντάσσεται και η επαρκής επεξήγηση των ειδικών, οικονομικών και χρηματιστηριακών όρων που τυχόν μεταχειρίζεται ο παρέχων επενδυτικές υπηρεσίες.

§3. ΕΝΙΣΧΥΣΗ ΠΡΟΣΤΑΣΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΗΣ ΓΙΑ ΣΥΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΟΔΗΓΙΑ MiFID II

3.1. Ενίσχυση προστασίας επενδυτών

3.1.1. Το γενικό πνεύμα προστασίας των επενδυτών της MiFID II

Με τη MiFID II επιχειρείται η ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και με έμμεσους – λιγότερο εμφανείς τρόπους αλλά και με άμεσους. Από τη μία πλευρά ενισχύεται ο έμμεσος έλεγχος των προϊόντων μέσω της αυστηροποίησης των οργανωτικών απαιτήσεων για τις επενδυτικές εταιρείες ενώ από την άλλη πλευρά ο άμεσος έλεγχος συνίσταται στην απαγορευτική αρμοδιότητα των αρμοδίων εποπτικών αρχών σε μία σειρά από περιπτώσεις³⁵. Κατά συνέπεια το πλαίσιο προστασίας της MiFID II διαθέτει την αποφασιστική δυνατότητα να έχει εφεξής η Οδηγία σημαντικό αντίκτυπο στις συμβάσεις που καταρτίζονται ανάμεσα στις ΕΠΕΥ και τους επενδυτικούς καταναλωτές. Με ενδιαφέρον αναμένεται με ποιο τρόπο η αυστηροποίηση του ελέγχου αναμένεται να επηρεάσει τα επόμενα χρόνια στο εθνικό ιδιωτικό δίκαιο των κρατών μελών και ιδιαίτερα στο δίκαιο των συμβάσεων δεδομένου ότι με τους νέους κανόνες τίθενται σημαντικοί περιορισμοί στη σύναψη των συμβάσεων³⁶.

3.1.2. Η αναγκαιότητα για την ενίσχυση του δικαιώματος πληροφόρησης των επενδυτών

Τα κράτη μέλη στην νέα εποχή ρυθμιστικού πλαισίου των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών οφείλουν να διασφαλίσουν ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων ενεργούν προς το βέλτιστο συμφέρον των πελατών τους και είναι σε θέση να συμμορφώνονται με τις

³⁵ *Cherednychenko*, Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?, ERCL, 2014, 485.

³⁶ *Cherednychenko*, ERCL 2014, 486.

υποχρεώσεις τους που απορρέουν από την καινούρια Οδηγία. Η νέα λογική της MiFID II προσπαθεί να υποχρεώσει τις επιχειρήσεις επενδύσεων να κατανοούν καλύτερα τα χαρακτηριστικά των προσφερόμενων ή προτεινόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων και να θεσπίζουν και να επανεξετάζουν αποτελεσματικές πολιτικές και ρυθμίσεις, για να εντοπίζουν την κατηγορία πελατών προς τους οποίους πρόκειται να παρασχεθούν προϊόντα και υπηρεσίες³⁷. Συνεπώς, μπορεί να γίνει καταρχήν λόγος για μια υποχρέωση “εσωτερικού ελέγχου-internal control” για τις ΕΠΕΥ, η οποία λογικά προηγείται χρονικά του σταδίου εκείνου, που επιχειρήσεις επενδύσεων οργανώνουν την προσφορά των παρεχόμενων χρηματοπιστωτικών προϊόντων και απευθύνονται στις διάφορες κατηγορίες επενδυτών³⁸. Η παραπάνω προσέγγιση συνδέεται προφανώς με το ενισχυμένο προληπτικό πλαίσιο που διέπει συνολικά την MiFID II. Οι αποδέκτες των ρυθμίσεων καθώς και της - με κάθε τρόπο - εγκατεστημένης κρατικής και ευρωπαϊκής εποπτείας, ως αντισυμβαλλόμενοι έμμεσοι και άμεσοι των επενδυτών είναι κυρίως οι ακόλουθοι: οι επιχειρήσεις που δημιουργούν (κατασκευάζουν) τα ελεγχόμενα προϊόντα “*manufacturers of products*” και β) οι εταιρίες που πωλούν και εμπορεύονται τα παραπάνω προϊόντα “*firms selling financial products*”³⁹.

Τα κράτη μέλη θα πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων, που κατασκευάζουν χρηματοπιστωτικά μέσα εξασφαλίζουν ότι τα εν λόγω προϊόντα έχουν κατασκευαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να ανταποκρίνονται στις ανάγκες της προσδιορισμένης αγοράς-στόχου, τελικών πελατών, εντός της σχετικής κατηγορίας πελατών, να λαμβάνουν εύλογα μέτρα για να διασφαλίσουν ότι τα χρηματοπιστωτικά μέσα διανέμονται στην προσδιορισμένη αγορά-στόχο και να επανεξετάζουν περιοδικά την ταυτοποίηση της αγοράς-στόχου και τις επιδόσεις των προϊόντων που προσφέρουν⁴⁰. Οι επιχειρήσεις επενδύσεων που προσφέρουν ή προτείνουν σε πελάτες χρηματοπιστωτικά μέσα, που δεν έχουν δημιουργήσει οι ίδιες, θα πρέπει επίσης να διαθέτουν κατάλληλες “εσωτερικές” ρυθμίσεις για να αποκτούν, να κατανοούν και σε τελικό στάδιο να αξιολογούν τις σχετικές πληροφορίες σχετικά με τη διαδικασία έγκρισης προϊόντων, μεταξύ άλλων την προσδιορισμένη αγορά-στόχο και τα χαρακτηριστικά του προϊόντος που προσφέρουν ή προτείνουν. Η υποχρέωση αυτή θα πρέπει να ισχύει με την επιφύλαξη τυχόν αξιολόγησης της συμβατότητας ή της κα-

³⁷ *Willemaers*, Client protection on European financial markets-from inform your client to know your product and beyond: an assesments of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, *Revue Trimestrielle de Droit Financier* (Autumn 2014), σελ.1-4, διαθέσιμο σε <http://papers.ssrn.com>.

³⁸ Βλ. ομοίως *Ferrarini*, *Capital Markets Law Journal* 2007,410.

³⁹ Βλ. ειδικότερα το άρθρο 24 της MiFID II.

⁴⁰ Βλ. Απιολογική Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 2011, 5-8.

ταλληλότητας που θα διενεργηθεί εν συνεχεία από την επιχείρηση επενδύσεων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε επιμέρους πελάτες βάσει των προσωπικών τους αναγκών, χαρακτηριστικών και στόχων.

Προκειμένου να εξασφαλιστεί ότι τα χρηματοπιστωτικά μέσα προσφέρονται και προτείνονται μόνον όταν αυτό είναι προς το συμφέρον του πελάτη, οι επιχειρήσεις επενδύσεων οι οποίες προσφέρουν ή προτείνουν το προϊόν που έχει δημιουργηθεί από εταιρείες που δεν υπόκεινται στις απαιτήσεις σχετικά με την παρακολούθηση του προϊόντος που καθορίζονται στην Οδηγία MiFID II ή έχει δημιουργηθεί από εταιρείες τρίτης χώρας, θα πρέπει επίσης να διαθέτουν κατάλληλες ρυθμίσεις για την εύλογη προστασία⁴¹.

Τα επενδυτικά ασφαλιστικά προϊόντα που δεν προσφέρουν επενδυτικές ευκαιρίες και οι καταθέσεις που είναι εκτεθειμένες αποκλειστικά στα επιτόκια, θα πρέπει να αποκλείονται από το πεδίο εφαρμογής της παρούσας Οδηγίας. Προσωπικά και επαγγελματικά συνταξιοδοτικά προϊόντα, που έχουν ως πρωταρχικό σκοπό την παροχή εισοδήματος στον επενδυτή κατά τη συνταξιοδότησή του θα πρέπει να εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, λαμβανομένων υπόψη των ιδιαιτεροτήτων και των στόχων τους.

Κατά παρέκκλιση από την αρχή σύμφωνα με την οποία το κράτος μέλος καταγωγής χορηγεί άδεια λειτουργίας, ασκεί εποπτεία και ελέγχει την τήρηση των υποχρεώσεων των σχετικών με τη λειτουργία υποκαταστημάτων, είναι σκόπιμο να αναλάβει η αρμόδια αρχή του κράτους μέλους υποδοχής την ευθύνη της τήρησης ορισμένων υποχρεώσεων που θεσπίζει η παρούσα Οδηγία, σχετικών με τις δραστηριότητες που ασκούνται μέσω υποκαταστήματος εντός του εδάφους όπου βρίσκεται το εν λόγω υποκατάστημα, δεδομένου ότι η αρχή αυτή βρίσκεται πλησιέστερα στο υποκατάστημα και μπορεί καλύτερα να εντοπίσει παραβάσεις των κανόνων που διέπουν τις πράξεις του υποκαταστήματος και να παρέμβει.

Επιπλέον, δικαιολογητικό θεμέλιο για να επιβληθεί η αποτελεσματική υποχρέωση «βέλτιστης εκτέλεσης», αποτέλεσε η ανάγκη να διασφαλιστεί ότι οι επιχειρήσεις επενδύσεων εκτελούν τις εντολές των πελατών με τους πλέον ευνοϊκούς γι' αυτούς όρους. Η εν λόγω υποχρέωση δεν υποχωρεί και θα πρέπει επίσης να εφαρμόζεται όταν μια επιχείρηση επενδυτικών υπηρεσιών δεσμεύεται έναντι του πελάτη λόγω

⁴¹ Συνοδευτική σκέψη 71 της Οδηγίας.

συμβατικών υποχρεώσεων ή ενέχει υποχρεώσεις αντιπροσώπου.

Δεδομένου ότι στην Ευρωπαϊκή Ένωση ενυπάρχει σήμερα ένα ευρύτερο φάσμα τόπων εκτέλεσης, κρίθηκε σκόπιμο να ενισχυθεί το πλαίσιο της βέλτιστης εκτέλεσης για τους ιδιώτες επενδυτές. Κατά την εφαρμογή του πλαισίου βέλτιστης εκτέλεσης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις στην τεχνολογία παρακολούθησης της βέλτιστης εκτέλεσης σύμφωνα με το άρθρο 27 παράγραφος 1 δεύτερο και τρίτο εδάφιο της Οδηγίας MiFID II.

Για τους σκοπούς του προσδιορισμού της βέλτιστης εκτέλεσης κατά την εκτέλεση εντολών ιδιωτών πελατών, το κόστος εκτέλεσης θα πρέπει να περιλαμβάνει την προμήθεια της ίδιας της επιχείρησης επενδύσεων ή τις αμοιβές που χρεώνονται στον πελάτη για ορισμένους σκοπούς, στις περιπτώσεις στις οποίες περισσότεροι του ενός τόποι που προβλέπονται στην πολιτική εκτέλεσης της επιχείρησης μπορούν να εκτελέσουν μια συγκεκριμένη εντολή. Στις περιπτώσεις αυτές, και όπως προκύπτει από την συναλλακτική πρακτική, 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 ενδεχομένως θα επιτυγχάνονταν για τον πελάτη εάν η εντολή εκτελούνταν σε καθέναν από τους τόπους αυτούς⁴². Ωστόσο, δεν απαιτείται από την επιχείρηση να συγκρίνει τα αποτελέσματα που θα επιτυγχάνονταν για τον πελάτη της βάσει της πολιτικής εκτέλεσής της και των δικών της προμηθειών και αμοιβών, με τα αποτελέσματα που θα μπορούσαν να επιτευχθούν για τον ίδιο πελάτη από οιαδήποτε άλλη επιχείρηση επενδύσεων βάσει διαφορετικής πολιτικής εκτέλεσης ή διαφορετικής διάρθρωσης προμηθειών ή αμοιβών. Ούτε απαιτείται από την επιχείρηση να συγκρίνει εκείνες τις διαφορές στις δικές της προμήθειες οι οποίες μπορούν να αποδοθούν σε διαφορές στη φύση των υπηρεσιών που η επιχείρηση παρέχει στους πελάτες.

3.1.3. Η προστασία των επενδυτών μέσα από την υποχρέωση πληροφόρησης- άρθρο 24 MiFID II

Η παραπάνω σημαντική παράμετρος, που σχετίζεται εμμέσως και με την ενισχυμένη υποχρέωση συναλλακτικής διαφάνειας αλλά και το εν γένει πλαίσιο προστασίας των επενδυτών, η αυξημένη υποχρέωση πληροφόρησης των επενδυτών ρυθμίζεται αναλυτικά στο άρθρο 24 της MiFID II. Σύμφωνα με το νέο πλαίσιο για τις επενδυτικές

⁴² Ομοίως *Cherednychenko*, 2014, 398.

συμβουλές είναι πλέον υποχρεωτικό καταρχήν να διευκρινίζεται εάν οι συμβουλές παρέχονται σε ανεξάρτητη βάση ή όχι⁴³. Ειδικότερα, η Οδηγία στα πλαίσια ενός υποχρεωτικού ρυθμιστικού πλαισίου πληροφόρησης προβλέπει ότι *“στους πελάτες ή τους δυνητικούς πελάτες παρέχεται εγκαίρως κατάλληλη πληροφόρηση σχετικά με την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες της, τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, τους τόπους εκτέλεσης και το κόστος και τις συναφείς επιβαρύνσεις”*. Στο περιεχόμενο πληροφόρησης περιλαμβάνεται, εκτός από την ανεξάρτητη ή μη βάση της, η πληροφόρηση για το εάν α) *“οι συμβουλές στηρίζονται σε ευρεία ή πιο περιορισμένη ανάλυση των διαφόρων ειδών χρηματοπιστωτικών μέσων και, ιδίως, εάν το εύρος αυτό περιορίζεται στα χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται ή διατίθενται από οντότητες που έχουν στενούς δεσμούς με την επιχείρηση επενδύσεων”*⁴⁴. Η αναφερόμενη ευρύτητα των πληροφοριών (“sufficient range”) σχετίζεται προφανώς στενά με την επιθυμητή “ανεξαρτησία” του φορέα παροχής τους καθώς γίνεται αντιληπτό ότι όσο πιο στενές είναι ενδεχομένως οι σχέσεις (λ.χ συμβατικές σχέσεις) ανάμεσα στην επιχείρηση επενδύσεων και τον φορέα που διαθέτει τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τόσο ελλοχεύει ο κίνδυνος εξασθένησης της ανεξάρτητης βάσης των παρεχομένων συμβουλών. Επιπλέον, αναπόσπαστο περιεχόμενο της υποχρέωσης πληροφόρησης αποτελεί και η παράμετρος για το εάν β) *“η επιχείρηση επενδύσεων διαθέτει στον πελάτη περιοδική αξιολόγηση της καταλληλότητας των χρηματοπιστωτικών μέσων που προτείνονται στον εν λόγω πελάτη”*. Μέρος της παραπάνω υποχρέωσης σύμφωνα πάντα με το κείμενο της Οδηγίας αποτελούν και *“οι πληροφορίες για τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές (.....) στρατηγικές προειδοποιήσεις σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στα εν λόγω μέσα ή με την υιοθέτηση συγκεκριμένων επενδυτικών στρατηγικών και να αναφέρεται εάν το χρηματοπιστωτικό μέσο απευθύνεται σε ιδιώτες ή επαγγελματίες πελάτες”*. Το παραπάνω αυστηρό πλέγμα των υποχρεώσεων πληροφόρησης δεν μπορεί παρά να συνδέεται αιτιωδώς με την υποχρέωση του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες να ασκεί έναν προληπτικό έλεγχο συμβατότητας και καταλληλότητας του επενδυτικού προϊόντος, προτού προβεί αρχικά στην επενδυτική συμβουλή και στην μετέπειτα επένδυση σε συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό προϊόν. Υπό το παραπάνω πρίσμα και σε απόλυτη αλληλεξάρτηση με το περιεχόμενο του άρθρου 24, το αμέσως επόμενο άρθρο της Οδηγίας MiFID II (άρθρο 25) έρχεται απολύτως φυσιολογικά να συγκεκριμενοποιήσει το περιεχόμενο του ελέγχου συμβατό-

⁴³ Βλ. άρθρο 24 παρ. 4 στοιχείο 1 της Οδηγίας MiFID II.

⁴⁴ Βλ. αναλυτικά για την ερμηνεία του άρθρου 24 της MiFID II: *Cherednychenko*, «Contract Governance in EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law », *European Law Journal* 2015, 510 επ.

τητας και καταλληλότητας του προτεινόμενου επενδυτικού προϊόντος και προφανώς και της ίδιας της επενδυτικής πρότασης επίσης μέσα από ένα πλέγμα συγκεκριμένων κανόνων⁴⁵. Επανερχόμενοι στο περιεχόμενο πληροφόρησης, σε περίπτωση που η επιχείρηση επενδύσεων αναλαμβάνει την ευθύνη να ενημερώσει τον πελάτη ότι παρέχονται επενδυτικές συμβουλές σε ανεξάρτητη βάση, η εν λόγω επιχείρηση επενδύσεων συνεπάγεται ότι αναλαμβάνει παράλληλα δύο ρητές δεσμεύσεις: α) αφενός ότι αξιολογεί ένα επαρκώς “*ευρύ φάσμα χρηματοπιστωτικών μέσων*” που διατίθενται στην αγορά και τα οποία πρέπει να είναι επαρκώς διαφορετικά ως προς τον τύπο και τους εκδότες τους ή τους παρόχους των προϊόντων, ώστε να εξασφαλίζεται ότι μπορούν να επιτευχθούν κατάλληλα οι επενδυτικοί στόχοι του πελάτη, και αφετέρου β) ότι “*δεν αποδέχεται και δεν παρακρατεί αμοιβές*”, προμήθειες ή άλλα χρηματικά ή μη χρηματικά οφέλη που καταβάλλονται ή παρέχονται από τρίτο ή από πρόσωπο που ενεργεί για λογαριασμό τρίτου σε σχέση με την παροχή της υπηρεσίας προς τους πελάτες⁴⁶. Το παραπάνω διττό περιεχόμενο πληροφόρησης διαφοροποιείται σαφώς, παντοτε σε μία κατεύθυνση σαφούς αυστηροποίησης, από την προγενέστερη Οδηγία MiFID I καθώς κατά το προηγούμενο καθεστώς οι παρέχοντες επενδυτικές συμβουλές περιορίζονταν σε μία γενική υποχρέωση αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων (με τον υποψήφιο μικροεπενδυτή) ενώ το δικαίωμα σωστής πληροφόρησης του υποψήφιου επενδυτή προσδιοριζόταν επιγραμματικά στην παρακάτω διατύπωση: «*τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές· εδώ θα πρέπει να περιλαμβάνονται κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποιήσεις σχετικά με τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις στα εν λόγω μέσα ή με την υιοθέτηση των εν λόγω επενδυτικών στρατηγικών(.....) ώστε να είναι ευλόγως σε θέση να κατανοούν τη φύση και τους κινδύνους της προσφερόμενης επενδυτικής υπηρεσίας και του συγκεκριμένου τύπου του προτεινόμενου χρηματοπιστωτικού μέσου και ως εκ τούτου να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις εν επιγνώσει*»⁴⁷. Αναπόφευκτη συνέπεια της αυστηροποίησης του πλαισίου πληροφόρησης προς όφελος του επενδυτή είναι και ο περιορισμός στην συμβατική ελευθερία όχι μόνο ανάμεσα στις ΕΠΕΥ και τον υποψήφιο επενδυτή αλλά ιδίως ανάμεσα στους παρέχοντες επενδυτικές υπηρε-

⁴⁵ Η αλληλεξάρτηση των δύο διατάξεων αποτυπώνεται ρητά στο άρθρο 25 παρ.2 εδάφιο 2 της MiFID II όπου αναφέρεται ρητά ότι «τα κράτη μέλη διασφαλίζουν ότι, όταν μια επιχείρηση επενδύσεων παρέχει επενδυτικές συμβουλές στο πλαίσιο των οποίων συστήνει πακέτο υπηρεσιών ή προϊόντων σύμφωνα με το άρθρο 24 παράγραφος 11, το συνολικό πακέτο είναι κατάλληλο για τον πελάτη».

⁴⁶ Βλ. άρθρο 24 παρ.7 της MiFID II ·ομοίως *Cherednychenko*, *Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis?*, ERCL 2014, 391-398.

⁴⁷ Βλ. άρθρο 19 της Οδηγίας MiFID I.

σίες και σε τρίτους (συμβαλλομένους)⁴⁸. Δεδομένου του πλήθους των περιορισμών-υποχρεώσεων προς τις ΕΠΕΥ για την παροχή μίας ολοκληρωμένης επενδυτικής εικόνας για τον υποψήφιο μικροεπενδυτή, η απαρρέγκλιτη τήρηση του άρθρου 24 της MiFID II αναγκαστικά θα μετεπιδράσει και στις ισχύουσες συναλλακτικές πρακτικές των ΕΠΕΥ πρίν την υιοθέτηση της οδηγίας.

3.1.4. Η επέκταση κανόνων της Οδηγίας MiFID σε όμοια προϊόντα και υπηρεσίες (άρθρα 1,3,4)

Στο πλαίσιο των εργασιών για τα επενδυτικά προϊόντα για ιδιώτες επενδυτές (PRIP)⁴⁹, η Επιτροπή δεσμευτήκε ήδη από το 2012 να διασφαλίσει μια συνεπή ρυθμιστική προσέγγιση βάσει των διατάξεων της οδηγίας MiFID για τη διανομή στους ιδιώτες επενδυτές διαφορετικών χρηματοπιστωτικών προϊόντων που πληρούν παρόμοιες επενδυτικές ανάγκες και εγείρουν συγκρίσιμες προκλήσεις όσον αφορά στην προστασία των επενδυτών⁵⁰. Μία από τις εντονότερες ανησυχίες για μία "μη (επαρκώς) ρυθμιζόμενη" προβληματική εκφράστηκε σχετικά με την δυνατότητα εφαρμογής της οδηγίας MiFID σε περίπτωση που οι επιχειρήσεις επενδύσεων ή τα πιστωτικά ιδρύματα εκδίδουν και πωλούν δικές τους κινητές αξίες. Ενώ η εφαρμογή της οδηγίας MiFID I είναι σαφής όταν παρέχονται επενδυτικές συμβουλές ως μέρος της πώλησης, απαιτείται μεγαλύτερη σαφήνεια στην περίπτωση μη συμβουλευτικών υπηρεσιών, όταν η επιχείρηση επενδύσεων ή η τράπεζα μπορεί να θεωρηθεί ότι δεν παρέχουν υπηρεσία υπαγόμενη στην οδηγία MiFID⁵¹. Τέλος, οι διαφορές μεταξύ των κανόνων των κρατών μελών που ισχύουν για τις εξαιρούμενες της οδηγίας MiFID τοπικά ενεργές οντότητες, οι οποίες παρέχουν περιορισμένο εύρος επενδυτικών υπηρεσιών δεν είναι πλέον αποδεκτή με βάση την εμπειρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης, την πολυπλοκότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και των προϊόντων και την ανάγκη οι επενδυτές να μπορούν να βασίζονται σε παρόμοια επίπεδα προστασίας ανεξαρτήτως της τοποθεσίας ή της φύσης των παρόχων υπηρεσιών.

⁴⁸ Βλ. *Cherednychenko*, ERCL 2014, 398.

⁴⁹ Είναι τα λεγόμενα Packaged retail and insurance-based investment products.

⁵⁰ Πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σχετικά με: Οδηγία του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με την ασφαλιστική διαμεσολάβηση, Ευρωπαϊκή Επιτροπή 3.7.2012, COM/2012/0360 τελικό.

⁵¹ Βλ. Έγγραφο εργασίας των Υπηρεσιών της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της 20ης Οκτωβρίου 2011 υπό τον τίτλο σύνοψη της αξιολόγησης επιπτώσεων συνοδευτικό του εγγράφου i) πρόταση οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων ii) πρόταση κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων 2011 (SEC) 1227 τελικό, 7-9.

Συνεπώς, ήδη από την πρώιμη μορφή τους, οι προτάσεις του Οκτωβρίου 2011⁵² που αποσκοπούσαν εκτός των άλλων στο να επεκτείνουν τις κανονιστικές απαιτήσεις της οδηγίας MiFID και ειδικότερα του κώδικα δεοντολογίας και των κανόνων για την σύγκρουση συμφερόντων, στις πωλήσεις δομημένων καταθέσεων από πιστωτικά ιδρύματα με παροχή ή χωρίς την παροχή συμβουλών, καθορίζουν ότι η Οδηγία MiFID θα είχε πεδίο εφαρμογής και για τις επιχειρήσεις επενδύσεων και πιστωτικά ιδρύματα, που πωλούν τις δικές τους κινητές αξίες, όταν δεν παρέχουν συμβουλές και απαιτούν από τα κράτη μέλη την εφαρμογή απαιτήσεων χορήγησης άδειας και κώδικα δεοντολογίας ανάλογων της οδηγίας MiFID στην εθνική νομοθεσία που ισχύει για τις τοπικές οντότητες.

3.1.5. Ειδικά η ανάγκη προστασίας για συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων) (OTC)

Αναφορικά με τους Κανόνες της ΕΕ για τις συμβάσεις παραγώγων, τα λεγόμενα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα (OTC) υπόκεινται κατά κανόνα σε ιδιωτική διαπραγμάτευση. Οι σχετικές με αυτά πληροφορίες, κατά συνέπεια, είναι διαθέσιμες μόνον στα αντισυμβαλλόμενα μέρη, κάτι που μπορεί να καταστήσει δυσχερή τον εντοπισμό της φύσης και του επιπέδου των συναφών κινδύνων. Στόχος του παρόντος κανονισμού είναι να βελτιωθούν η διαφάνεια, η αποτελεσματικότητα και η ασφάλεια της αγοράς εξωχρηματιστηριακών παραγώγων⁵³.

Τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα (OTC) υπόκεινται κατά κανόνα σε ιδιωτική διαπραγμάτευση γεγονός που διευκολύνει την δημιουργία λιγότερης διαφάνειας λόγω και των ασαφών όρων σχηματισμού των συναλλακτικών όρων. Η Επιτροπή εστίασε στην δημιουργία πέπλου προστασίας και για τα παραπάνω προϊόντα λαμβάνοντας υπόψιν και το ποσοστό της έκθεσης του επενδυτή και του μικροεπενδυτή με βάση τα διδάγματα της χρηματοπιστωτικής κρίσης ύστερα από το 2009⁵⁴. Οι σχετικές με αυτά πληροφορίες, κατά συνέπεια, είναι διαθέσιμες μόνον στα αντισυμβαλλόμενα μέρη,

⁵² Βλ. Πρόταση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου και Κοινοβουλίου σχετικά με: Οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την κατάργηση της οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, 2011 (COM) 656 τελικό, 7.

⁵³ Βλ. Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, ΕΕ 27.7.2012, L 201/1, 1-59.

⁵⁴ Βλ. στο σημείο αυτό *Willemaers*, Client protection on European financial markets-from inform your client to know your product and beyond: an assesments of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, *Revue Trimestrielle de Droit Financier* (Autumn 2014), σελ.9-11, διαθέσιμο σε : <http://papers.ssrn.com>.

κάτι που μπορεί να καταστήσει δυσχερή τον εντοπισμό της φύσης και του επιπέδου των συναφών κινδύνων. Στόχος και φιλοδοξία του νέου παρόντος κανονισμού (EMIR), είναι να βελτιωθούν η διαφάνεια, η αποτελεσματικότητα και η ασφάλεια της αγοράς εξωχρηματιστηριακών παραγώγων.

Η Οδηγία MiFID I μπορούσε να συνδεθεί με την αλλαγή επιχειρηματικών συμπεριφορών και με μη ανακατανομή για τα κέρδη των συναλλαγών μετοχικών τίτλων (τα λεγόμενα "equity trading") των διαφόρων συμμετεχόντων σε αυτές τις συναλλαγές. Μία από τις αλλαγές που επιφέρει η MiFID II και σχετίζεται συνολικά με τους κανόνες της MiFID I είναι η κατάργηση ενός συγκεντρωτικού κανόνα πλαισίου αναφορικά στα equity tradings⁵⁵. Μία από τις επιδιώξεις της MiFID I ήταν η επίτευξη συγκεκριμένων αποτελεσμάτων στην κατεύθυνση της μείωσης του κόστους συναλλαγών για τους επενδυτές και στην εγκαθίδρυση μεγαλύτερης μετασυναλλακτικής διαφάνειας. Ωστόσο, παρατηρήθηκε ότι ειδικά για το πλαίσιο που αφορά τις λεγόμενες συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων ήταν χαμηλότερης προστασίας από ότι το αντίστοιχο σε ορισμένα κράτη μέλη⁵⁶. Η παραπάνω προσθήκη επιβεβαιώνει ότι η ουσία και ο τρόπος της προστασίας υπό το πρίσμα της MiFID II και του Κανονισμού φιλοδοξεί να μην επικεντρώνει πλέον αποκλειστικά σε μία τυποποιημένη υποχρέωση πληροφόρησης των ΕΠΕΥ αλλά στην αυστηρότερη και καταλληλότερη επεξεργασία ενός πλέγματος πληροφοριών, που παρέχονται στον υποψήφιο (μικρό) επενδυτή με απώτερο σκοπό την καλύτερη επίγνωση των συνεπειών που επιφέρει η αγορά συγκεκριμένων προϊόντων ("know your product").

Ο Κανονισμός (γνωστός ως κανονισμός για τις υποδομές των ευρωπαϊκών αγορών - «EMIR») θεσπίζει κανόνες για συμβάσεις εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και αρχεία καταγραφής συναλλαγών σύμφωνα με τις δεσμεύσεις των G20 που αναλήφθηκαν τον Σεπτέμβριο του 2009 στο Πίτσμπουργκ⁵⁷. Ο Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 648/2012 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 4ης Ιουλίου 2012, για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, για να βελτιώσει τη διαφάνεια στην αγορά εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, προέβλεψε ότι όλες οι πληροφορίες που αφορούν ευρωπαϊκές συμβάσεις

⁵⁵ *Ferrarini/Molloney*, Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: from MiFID I to MiFID II, *European Business Organization Law Review* (E.B.O.R) 2012, 558-580, 581.

⁵⁶ *Ferrarini/Molloney*, (E.B.O.R) 2012, 581.

⁵⁷ Βλ. επίσης Κανονισμός (ΕΕ) 648/2012.

παραγώγων πρέπει να αναφέρονται σε αρχεία καταγραφής συναλλαγών και να δημοσιοποιούνται σε εποπτικές αρχές, συμπεριλαμβανομένης της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ-ESMA)⁵⁸. Επιπλέχθηκε η δημιουργία ενός διπλού πυλώνα προστασίας και μία κατηγοριοποίηση με βάση το είδος του επαπειλούμενου κινδύνου. Από την μία πλευρά ο Κανονισμός για να περιορίσει τον *πιστωτικό κίνδυνο* αντισυμβαλλόμενου, θεσπίζει αυστηρές υποχρεώσεις όσον αφορά στην οργάνωση, την άσκηση επιχειρηματικής δραστηριότητας και την προληπτική εποπτεία για τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους ενώ και οι τυποποιημένες συμβάσεις παραγώγων πρέπει να εκκαθαρίζονται από κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους. Από την άλλη πλευρά, για να περιορίσει τον λεγόμενο *λειτουργικό κίνδυνο*, ο κανονισμός απαιτεί τη χρήση ηλεκτρονικών μέσων για την έγκαιρη επιβεβαίωση των όρων των συμβάσεων εξωχρηματιστηριακών παραγώγων, ενώ οι υποχρεώσεις εκκαθάρισης και υποβολής εκθέσεων ισχύουν και α) για τις χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, π.χ. τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες, αλλά και για β) για τις μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις, π.χ. επιχειρήσεις ενέργειας και αεροπορικές εταιρείες, οι οποίες κατέχουν μεγάλες θέσεις στα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα.

Επιπλέον, η βασική λογική ως προς τη *διαφάνεια* είναι να δοθεί στους επενδυτές πρόσβαση στις πληροφορίες σχετικά με τις τρέχουσες ευκαιρίες συναλλαγών, να διευκολυνθεί η διαμόρφωση των τιμών και να βοηθούνται οι επιχειρήσεις όσον αφορά στη βέλτιστη εκτέλεση έναντι των πελατών τους. Η MiFID καθιέρωσε κανόνες διαφάνειας, τόσο προ όσο και μετά τη συναλλαγή, οι οποίες εφαρμόζονται σε μετοχές εισηγμένες προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενες αγορές, συμπεριλαμβανομένων των περιπτώσεων που οι εν λόγω μετοχές αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ΠΜΔ ή σε εξωχρηματιστηριακή αγορά (OTC)⁵⁹. Οι νεοεμφανιζόμενες διατάξεις στην MiFID II, κατά πρώτον, επεκτείνουν τους κανόνες διαφάνειας που ισχύουν για τις μετοχές αυτές σε παρόμοια με μετοχές μέσα, όπως πιστοποιητικά αποθετηρίου, διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια, πιστοποιητικά και άλλα παρόμοια χρηματοπιστωτικά μέσα που εκδίδονται από εταιρείες. Τα μέσα αυτά είναι παρόμοια με τις μετοχές και επομένως θα πρέπει να υπόκεινται στο ίδιο καθεστώς διαφάνειας. Η επέκταση των απαιτήσεων διαφάνειας θα καλύπτει επίσης τις επιδεκτικές ενέργειας εκδηλώσεις ενδιαφέροντος (IOI). Με τον

⁵⁸ Βλ. άρθρα 1 με 5 του Κανονισμού 648/2012.

⁵⁹ Βλ. Αιτιολογική Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 2011, στο κεφάλαιο «Επέκταση των κανόνων διαφάνειας σε μέσα παρόμοια με τις μετοχές και σε επιδεκτικές ενέργειας εκδηλώσεις ενδιαφέροντος» (τίτλος II, κεφάλαιο 1 – άρθρα 3-6).

τρόπο αυτό φιλοδοξία του νομοθέτη αποτέλεσε καταρχήν η πρόθεση να αποφευχθεί να χρησιμοποιούνται οι ενδείξεις ενδιαφέροντος για την παροχή πληροφοριών σε μια ομάδα συμμετεχόντων στην αγορά, αποκλείοντας ταυτόχρονα άλλους⁶⁰, επομένως στοχεύει στον περιορισμό της διακριτικής και προνομιακής πληροφόρησης.

3.2. Ενίσχυση της υποχρέωσης για συναλλακτική διαφάνεια- προστασία του επένδυτη

3.2.1. Το πλαίσιο άσκησης εποπτείας κατά τη MiFID I : η πρώτη προσέγγιση

Η άσκηση εποπτείας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στην Ευρωπαϊκή Ένωση διέπεται ήδη σε μεγάλη έκταση, από τις συναφείς διατάξεις του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου. Η διαδικασία της ευρωπαϊκής χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, η οποία έχει τεθεί σε εφαρμογή από τα μέσα της δεκαετίας του 1980, επιδιώκεται συστηματικά όχι μόνον μέσω του χρηματοπιστωτικού δικαίου, αλλά και μέσω πρωτοβουλιών της ίδιας της αγοράς, καθώς και μέσω της λεγόμενης αυτορρύθμισης⁶¹. Στο πλαίσιο της θετικής ολοκλήρωσης επιδιώκεται η υιοθέτηση κανόνων προς ικανοποίηση συγκεκριμένων αιτημάτων πολιτικής που δικαιολογούν ρυθμιστική παρέμβαση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, και τα οποία συνοψίζονται επιγραμματικά στην α) διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, και β) στην διασφάλιση της προστασίας των επενδυτών. Κατά τη διαμόρφωση των κανόνων του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου, ο κοινοτικός νομοθέτης κλήθηκε να προβεί σε συγκεκριμένες επιλογές αναφορικά με την επίλυση δύο βασικών ζητημάτων που ανακύπτουν στο πλαίσιο σχεδιασμού της θετικής χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης για την ικανοποίηση των προαναφερθέντων αιτημάτων ρυθμιστικής παρέμβασης: α) βάσει ποιών κανόνων πρέπει να ασκείται η ρυθμιστική παρέμβαση, και β) συμπληρωματικά ποιοί φορείς φέρουν την αρμοδιότητα για την άσκηση των μέσων υλοποίησης των αιτημάτων ρυθμιστικής παρέμβασης⁶².

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, ενίσχυση της ρυθμιστικής παρέμβασης προϋποθέτει και μία αλλαγή όχι μόνο ή κυρίως στα όργανα εποπτείας και κατ' επέκταση στις αρμοδιότητες τους, αλλά ιδίως στην αντίληψη του ελέγχου επίβλεψης και ρυθμιστικής παρέμβασης κατά τη διαμόρφωση των κοινών κανόνων του ευρωπαϊκού χρηματοπι-

⁶⁰ Αιτιολογική Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής 2011, 7.

⁶¹ Βλ. Χ.Γκόρτσος, Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosiere», ΧρηΔικ 2009, 5.

⁶² Χ.Γκόρτσος, Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosiere», ΧρηΔικ, 1/2009, 5.

στωτικού δικαίου. Ειδικά στην εποχή μετά την χρηματοπιστωτική κρίση (η λεγόμενη “post crisis era”), διαπιστώνεται η αυξανόμενη τάση, ως άμεση συνέπεια της κρίσης, για μια συντονισμένη κεντρικού και συγκεντρωτικού χαρακτήρα, ευρωπαϊκή επίβλεψη των επενδυτικών παρεχομένων υπηρεσιών, η οποία εκτός των άλλων αντικατοπτρίζεται και στις δομικές αλλαγές στα όργανα επίβλεψης και τις αρμοδιότητες τους αναφορικά με την ασκούμενη εποπτεία. Υπό το παραπάνω πρίσμα, η αντικατάσταση της European Securities Regulators (CESR) από την European Securities and Markets Authority (ESMA)⁶³ , η οποία πλέον μαζί με την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (EAT), την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (European Insurance and Occupational Pensions Authority) και το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ) ή αλλιώς European Systemic Risk Board (ESRB) αποτελούν τα βασικά εποπτικά όργανα, στοχεύει ακριβώς να ανταποκριθεί στην ανάγκη για μία ενισχυμένη, συγκεντρωτικού τύπου, εποπτεία.

3.2.2. Προστασία του επενδυτή, έλεγχος συμβατότητας και εξαιρέσεις : Υπόθεση *Bankinter*

Την περίοδο εφαρμογής της MiFID I συχνά στη θεωρία και τη νομολογία αμφισβητήθηκε η δυνατότητα να παρασχεθεί αποτελεσματική δικαστική προστασία κατά το εθνικό και ευρωπαϊκό δίκαιο ειδικότερα για τους μικροεπενδυτές⁶⁴. Ο παραπάνω προβληματισμός συνδέεται άμεσα, ουσιαστικά, με τη προβληματική που σχετίζεται με την εν γένει αδυναμία των κανόνων ουσιαστικού δικαίου των κρατών μελών να επιβάλουν και να προβλέψουν συγκεκριμένους κανόνες είτε οργανωμένης κρατικής εποπτείας για συγκεκριμένες επικίνδυνες χρηματοπιστωτικές αλλαγές, είτε ακόμη συγκεκριμένες απαγορεύσεις για συμβάσεις χρηματοπιστωτικές⁶⁵. Ωστόσο, σε αντίθεση με τα προαναφερόμενα, μια σχετικά πρόσφατη απόφαση του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου και συγκεκριμένα η απόφαση *Bankinter*⁶⁶ έρχεται να ανατρέψει, εν μέρει, τις αμφιβολίες για την αποτελεσματικότητα της προστασίας σε επίπεδο Ευρωπαϊκού δικαίου δείχνοντας παράλληλα, επ’ αφορμής των τιθέμενων προδικαστικών ερωτημάτων του Δικαστηρίου της Ισπανίας, το δρόμο για την αποτελεσματικότερη εφαρμογή των κανόνων της MiFID I και στα εθνικά δίκαια των κρατών μελών⁶⁷. Ειδικότερα,

⁶³ *Cherednychenko*, 2014, 482.

⁶⁴ *Cherednychenko*, 2014, σελ 487.

⁶⁵ Βλ. ειδικά για το θέμα της εθνικής ασυμβατότητας με τον αντίκτυπο του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού δικαίου *Comparato*, Behind Judicial Resistance to European Private Law in Micklitz and Svetiev (eds), 97.

⁶⁶ Αποφ. 30.5.2013, υπόθ. C-604/13, *Genil 48 SL και Comercial Hosteleria de Grandes Vinos SL κατά Bankinter SA και Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA*.

⁶⁷ *Cherednychenko*, 2014, σελ 487.

μία από τις σπουδαιότερες εκφάνσεις της απόφασης, αφορά στο καθεστώς εξαιρέσεων από το άρθρο 19 της MiFID I, δηλαδή από τις υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε πελάτες-επενδυτές. Υπενθυμίζεται ότι πριν από την αντικατάστασή του από το άρθρο 25 της Οδηγίας 2006/73⁶⁸ και πριν από την έκδοση της MiFID II η υποχρέωση για τον έλεγχο καταλληλότητας και συμβατότητας των ΕΠΕΥ προέκυπτε λιγότερο ή περισσότερο άμεσα από το άρθρο 19 της οδηγίας MiFID I. Το Δικαστήριο ερμηνεύοντας ακριβώς αυτή την διάταξη στην υπόθεση *Bankinter*, προέβη, σε μία σειρά από ενδιαφέρουσες επισημάνσεις. Από την οικονομία του άρθρου 19 της οδηγίας 2004/39, αρχικά προκύπτει ότι η παροχή επενδυτικής υπηρεσίας, όπως ορίζεται στο άρθρο 4, παράγραφος 1, σημείο 2, της παραπάνω Οδηγίας, προς πελάτη ή δυνητικό πελάτη συνεπάγεται, κατ' αρχήν, υποχρέωση της επιχειρήσεως επενδύσεων να προβεί στην αξιολόγηση που προβλέπει είτε η παράγραφος 4 είτε η παράγραφος 5 του εν λόγω άρθρου 19, ανάλογα με το αν πρόκειται για επενδυτικές συμβουλές, για υπηρεσίες διαχειρίσεως χαρτοφυλακίου (holding company) ή για άλλες επενδυτικές υπηρεσίες παρατιθέμενες στο παράρτημα I, τμήμα A, της εν λόγω Οδηγίας. Οι αξιολογήσεις αυτές χαρακτηρίζονται, αντιστοίχως, στα άρθρα 35 έως 37 της οδηγίας 2006/73, ως αξιολογήσεις της καταλληλότητας και της συμβατότητας της προς παροχή υπηρεσίας⁶⁹.

Η πρώτη εξαίρεση προβλεπόταν στο άρθρο 19, παράγραφος 6, της Οδηγίας 2004/39. Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, δεν απαιτείται αξιολόγηση για την παροχή, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, συγκεκριμένων επενδυτικών υπηρεσιών που αφορούν μη περίπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα⁷⁰. Συγκεκριμένα το άρθρο 19 προβλέπει : *«Τα κράτη μέλη επιτρέπουν στις επιχειρήσεις επενδύσεων, όταν αυτές παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες αποτελούμενες αποκλειστικά και μόνο από την εκτέλεση εντολών του πελάτη ή/και τη λήψη και διαβίβασή τους με ή χωρίς παρεπόμενες υπηρεσίες, να παρέχουν τις εν λόγω επενδυτικές υπηρεσίες στους πελάτες των χωρίς να έχουν αναγκαστικά λάβει τις πληροφορίες και καταλήξει στην κρίση που προβλέπονται στην παράγραφο 5, εφόσον πληρούνται όλες οι συγκεκριμένες προϋποθέσεις»*.

⁶⁸ Οδηγία 2006/73 της Επιτροπής της 10^{ης} Αυγούστου 2006 για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επενδύσεων καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας.

⁶⁹ Βλ. σκέψη 31 απόφασης.

⁷⁰ Βλ. σκέψη 33 απόφασης.

Ειδικότερα, οι προϋποθέσεις αυτές επιγραμματικά αφορούν α) μετοχές εισηγμένες για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή σε ισοδύναμη αγορά τρίτης χώρας, μέσα χρηματαγοράς, ομολογίες ή άλλες μορφές τιτλοποιημένου χρέους, (με την εξαίρεση των ομολογιών ή άλλων μορφών τιτλοποιημένου χρέους όπου ενσωματώνονται παράγωγα), μερίδια ΟΣΕΚΑ και άλλα μη περίπλοκα χρηματοπιστωτικά μέσα, ή β) όταν αφορά υπηρεσίες που παράγονται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη ή όταν γ) ο πελάτης έχει ενημερωθεί σαφώς κατά την παροχή της εν λόγω υπηρεσίας, η επιχείρηση επενδύσεων δεν υποχρεούται να αξιολογήσει την καταλληλότητα του μέσου⁷¹. Η δεύτερη εξαίρεση, που σχετιζόταν με τα ζητήματα της απόφασης αφορούσε το άρθρο 19, παράγραφος 9, της Οδηγίας 2004/39, ενώ το τέταρτο και το πέμπτο υποβληθέν ερώτημα σκοπό είχαν να διευκρινιστεί η ενδεχόμενη δυνατότητα εφαρμογής της διατάξεως αυτής στις υποθέσεις των κύριων δικών.⁷²

Η σχολιαζόμενη στην παραπάνω απόφαση δεύτερη εξαίρεση στο άρθρο 19 αποδεικνύεται ακόμα πιο σημαντική, υπό την πρακτική έννοια ότι το Δικαστήριο επικαλείται για την ερμηνεία αυτής της συγκεκριμένης εξαίρεσης την προστασία του επενδυτή ως τη σημαντικότερη πτυχή της MiFID σε δύο συγκεκριμένα σημεία της απόφασης⁷³. Ειδικότερα, η αρκετά ασαφής και πρωτότυπη, είναι η αλήθεια, εξαίρεση του άρθρου 19 παρ.9 της MiFID I προέβλεπε ότι *“όταν η επενδυτική υπηρεσία προσφέρεται ως μέρος χρηματοπιστωτικού προϊόντος που ήδη υπόκειται σε άλλες διατάξεις της κοινοτικής νομοθεσίας ή σε κοινά ευρωπαϊκά πρότυπα σχετικά με τα πιστωτικά ιδρύματα και την καταναλωτική πίστη όσον αφορά την αξιολόγηση του κινδύνου των πελατών ή/και τις απαιτήσεις περί πληροφοριών, η παροχή της εν λόγω υπηρεσίας δεν υπόκειται επιπροσθέτως στις επιβαλλόμενες με το παρόν άρθρο υποχρεώσεις”*. Ένα από τα ερμηνευτικά πονημ της απόφασης συνίσταται ακριβώς στην σαφή συστατική ερμηνεία της ως άνω αναφερόμενης διάταξης. Ειδικότερα, το ΔΕΕ δεν δίστασε να περιορίσει την κανονιστική εμβέλεια της παραπάνω διάταξης δηλώνοντας ότι η διάταξη του άρθρου 19, παράγραφος 9, συνιστά καταρχήν σαφώς μία “παρέκκλιση από το σύστημα αξιολογήσεων που προβλέπει το άρθρο αυτό κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από επιχειρήσεις επενδύσεων, ώστε να πρέπει να ερμηνευθεί συστατικώς”⁷⁴ ενώ προσέθεσε ότι η παραπάνω ερμηνεία συνάγεται σαφώς από την ratio legis του άρθρου 19 της Οδηγίας, καθώς οι εν λόγω αξιολογήσεις συνιστούν μέτρα

⁷¹ Βλ. περισσότερα για το σχολιασμό της απόφασης στο σημείο αυτό *Grundmann*, *The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contact Law*, ERCL 2013, 272 επ.

⁷² Βλ. σκέψη 35 απόφασης.

⁷³ Βλ. σκέψη 39,40 της απόφασης *Bankinter*. βλ. επίσης *Grundmann* ERCL 2013, 273.

⁷⁴ Βλ. Σκέψη 39 της απόφασης *Bankinter*.

για την προστασία των επενδυτών. Συνεπώς, άμεση ερμηνευτική αντανάκλαση της απόφασης αποτελεί η πεποίθηση ότι το δικαίωμα πληροφόρησης του υποψήφιου επενδυτή, ιδιαίτερα υπό την μορφή και της συμβουλής και προειδοποίησης για τις πιθανές συνέπειες μίας πραγματοποιηθείσας επένδυσης από τις ΕΠΕΥ, πρέπει να ερμηνεύεται όσο το δυνατόν πιο διευρυμένα⁷⁵. Το Δικαστήριο εντούτοις δεν περιορίστηκε στην ανάγκη απλά μιας διευρημένης τελεολογικής ερμηνείας αναφορικά στο άρθρο 19 παρ.9 της MiFID I αλλά προσέδωσε στο προστατευτικό πυρήνα του άρθρου την έννοια ότι, *“οι διατάξεις της νομοθεσίας της Ένωσης και τα κοινά ευρωπαϊκά πρότυπα όπου παραπέμπει η διάταξη αυτή πρέπει να καθιστούν δυνατή την αξιολόγηση των κινδύνων των πελατών και/ή να περιλαμβάνουν απαιτήσεις όσον αφορά στην ενημέρωση, καλύπτουσες και την επενδυτική υπηρεσία που αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα του επίμαχου χρηματοπιστωτικού προϊόντος, ώστε η υπηρεσία αυτή να μην υπόκειται πλέον στις υποχρεώσεις του εν λόγω άρθρου 19”*⁷⁶. Επιπλέον, το Δικαστήριο και σε συνδυασμό με συναφείς την ίδια περίπου χρονική περίοδο αποφάσεις των κρατών-μελών αναφορικά στους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους, κατέστησε σαφές ότι το άρθρο 19, παράγραφος 9, της Οδηγίας 2004/39 περιλαμβάνει την έννοια ότι επενδυτική υπηρεσία προσφέρεται ως μέρος χρηματοπιστωτικού προϊόντος *μόνο εφόσον αποτελεί αναπόσπαστο τμήμα του εν λόγω προϊόντος κατά τον χρόνο που το προϊόν αυτό προσφέρεται στον πελάτη*⁷⁷.

3.2.3. Δάνεια σε συνάλλαγμα ως επενδυτική Υπηρεσία-Υπόθεση Banif Plus Bank

Η μαζική χορήγηση δανείων σε συνάλλαγμα (κυρίως σε ελβετικό φράγκο) τα τελευταία χρόνια και η δεινή οικονομική θέση στην οποία έχει περιέλθει μεγάλος αριθμός δανειοληπτών εξαιτίας της επιδείνωσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας ανέδειξε την προβληματική του κατά πόσο η επιλογή δανείου σε συναλλαγμα αποτελεί επενδυτική υπηρεσία-δραστηριότητα και μάλιστα υψηλού κινδύνου.

Βασικό χαρακτηριστικό των δανείων σε συνάλλαγμα και ταυτόχρονα αυτό που εμφανώς τα διαχωρίζει από τα τυπικώς χορηγούμενα δάνεια είναι ότι το κόστος δανεισμού είναι αόριστο για το δανειολήπτη. Το πρόβλημα έγκειται όχι τόσο στη διακύμανση του

⁷⁵ Βλ. *Grundmann*, ERCL 2013 273-274.

⁷⁶ Βλ. σκέψη 48 της απόφασης.

⁷⁷ Βλ. σκέψη 48 της απόφασης· βλ. σχετικά με τις ερμηνευτικές προεκτάσεις στο σημείο αυτό ειδικά για τις σχετικές με επιτόκια ανταλλαγής συμβάσεις («swap agreements») *Grundmann*, ERCL 2013, 274.

επιτοκίου το οποίο σε κάθε περίπτωση οριοθετείται με βάση το επιτόκιο αναφοράς, όσο στο ίδιο το κεφάλαιο που καλείται να επιστρέψει ο δανειολήπτης⁷⁸ το ύψος του οποίου διαμορφώνεται από μη προβλέψιμους παράγοντες, ώστε το κεφάλαιο που έλαβε να διαφέρει από αυτό που καλείται εντόκως να επιστρέψει.

Στο σημείο αυτό ενδιαφέρον παρουσιάζει η πρόσφατη απόφαση του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου και συγκεκριμένα η απόφαση *Banif Plus Bank*⁷⁹, ως προς τον τρόπο που προσεγγίζει την ανωτέρω προβληματική επ' αφορμής των τιθέμενων προδικαστικών ερωτημάτων του Δικαστηρίου της Ουγγαρίας. Στο πλαίσιο ασκηθείσας αγωγής της τράπεζας *Banif Plus Bank Zrt.* κατά του ζεύγους *Lantos* το Ουγγρικό Δικαστήριο με την υποβολή προδικαστικού ερωτήματος ζήτησε να διαπιστωθεί αν οι συμβάσεις σε ξένο νόμισμα εμπίπτουν στις διατάξεις της MiFID και συνεπώς η τράπεζα, ως χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, όφειλε να είχε αξιολογήσει την καταλληλότητα της παρεχόμενης υπηρεσίας. Περαιτέρω, το Δικαστήριο ζήτησε από το ΔΕΕ να διευκρινίσει εάν το δάνειο σε ξένο νόμισμα είναι επενδυτική υπηρεσία και συνεπώς τυγχάνουν εφαρμογής διατάξεις της Οδηγίας σχετικά με τις υποχρεώσεις της τράπεζας σε τέτοιες περιπτώσεις καθώς και αν η μη συμμόρφωση με τις διατάξεις αυτές έχει ως αποτέλεσμα την ακυρότητα της σύμβασης. Το ΔΕΕ επί των υποβληθέντων ερωτημάτων, αποφάσισε ότι οι πράξεις συναλλάγματος οι οποίες αποτελούν ορισμένου είδους δανείου σε ξένο νόμισμα δεν αποτελούν επενδυτική υπηρεσία και γι' αυτό δεν υπάγονται στο πλαίσιο προστασίας των επενδυτών από κανόνες του δικαίου της ΕΕ. Ειδικότερα, ως προς το πρώτο ερώτημα το Δικαστήριο επισημαίνει ότι «οι πράξεις αυτές χρησιμεύουν απλώς και μόνον ως λεπτομέρειες εκτελέσεως των ουσιωδών υποχρεώσεων πληρωμής της σύμβασεως δανείου, ήτοι τη διάθεση του κεφαλαίου από τον δανειστή και την αποπληρωμή του εν λόγω κεφαλαίου εντόκως από τον δανειολήπτη και δεν έχουν σκοπό την πραγματοποίηση επενδύσεως, εφόσον ο καταναλωτής αποσκοπεί μόνον στη λήψη των κεφαλαίων ενόψει της αγοράς καταναλωτικού αγαθού ή παροχής υπηρεσίας και όχι, παραδείγματος χάρη, στη διαχείριση συναλλαγματικού κινδύνου ή στην κερδοσκοπία επί της συναλλαγματικής ισοτιμίας ξένου νομίσματος», καταλήγοντας ότι οι πράξεις συναλλάγματος που πραγματοποιεί χρηματοπιστωτικό ίδρυμα στο πλαίσιο εκτελέσεως σύμβασεως δανείου σε ξένο νόμισμα όπως η επίδικη περίπτωση δανείου δεν υπόκειται στις υποχρεώσεις σε θέματα αξιολογήσεως ή καταλληλότητας της υπηρεσίας που παρέχεται όπως προβλέπονται

⁷⁸ *Σπυράκος*, Δάνεια σε συνάλλαγμα και προστασία του οφειλέτη, ΔΕΕ 2015, 826.

⁷⁹ Απόφαση 3.12.2015, υπόθ C-312/14, *Banif Plus Bank Zrt. κατά Márton Lantos και Mártonné Lantos*.

στο άρθρο 19 της Οδηγίας⁸⁰. Εν συνεχεία, ως προς το δεύτερο ερώτημα, περί της ακυρότητας ή μη της σύμβασης, το Δικαστήριο κατέληξε ότι εναπόκειται στον εθνικό νομοθέτη κάθε κράτους-μέλους να ρυθμίζει τις συνέπειες οι οποίες προκύπτουν από τη μη συμμόρφωση της επενδυτικής επιχείρησης προς τις υποχρεώσεις της όπως αυτές προκύπτουν από το άρθρο 19 της Οδηγίας με την επιφύλαξη των αρχών της ισοδυναμίας και της αποτελεσματικότητας.

3.2.4. Εξουσίες των αρμοδίων αρχών, ρόλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ-ESMA) και των μακροπροληπτικών αρχών

Φιλοδοξία του ανανεωμένου πλαισίου για την ενίσχυση της συναλλακτικής διαφάνειας, ήταν εξ αρχής, η κατεξοχήν ενδυνάμωση των δυνατοτήτων εποπτείας. Υπό το παραπάνω πρίσμα, το πλέγμα προστασίας της MiFID II ενδυναμώνει και ευθυγραμμίζει τις εξουσίες των αρχών που εποπτεύουν τις επιχειρήσεις επενδύσεων και τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων καθώς και την άσκηση των εξουσιών τους διερεύνησης, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στη διασυννοριακή συνεργασία⁸¹. Ο σχηματισμός από τις αρμόδιες αρχές σε ολόκληρη την Ένωση ενός δικτύου καλά εξοπλισμένων και με τις κατάλληλες εξουσίες εποπτών, που να μπορεί να αντιμετωπίσει ανεπιθύμητες τάσεις, ενέργειες ή απειλές στις αγορές, αποτελεί, σύμφωνα με νέο πλαίσιο της MiFID II, μία ζωτικής σημασίας προτεραιότητα για την εύρυθμη λειτουργία των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων.

Εξ αρχής στο παραπάνω συμπληρωματικό πλαίσιο εποπτείας, κρίθηκε ότι οι εξουσίες των αρμόδιων αρχών θα πρέπει να συμπληρωθούν με έναν σαφή μηχανισμό για την απαγόρευση ή τον περιορισμό της διάθεσης στην αγορά, της διανομής και της πώλησης οποιουδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου ή δομημένων καταθέσεων το οποίο προκαλεί σοβαρές ανησυχίες σχετικά με την προστασία των επενδυτών, την

⁸⁰ Βλ. σκέψη 75 της απόφασης.

⁸¹ Βλ. Γνώμη της ΕΚΤ της 22ας Μαρτίου 2012 σχετικά με i) πρόταση οδηγίας για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και την κατάργηση της οδηγίας 2004/39/EK του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, ii) πρόταση κανονισμού για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και για την τροποποίηση του κανονισμού (EMIR) για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλομένους και τα αρχεία καταγραφής συναλλαγών, iii) πρόταση οδηγίας σχετικά με τις ποινικές κυρώσεις για καταχρήσεις εμπιστευτικών πληροφοριών και για χειραγώγηση αγοράς και iv) πρόταση κανονισμού για τις πράξεις προσώπων που κατέχουν εμπιστευτικές πληροφορίες και τις πράξεις χειραγώγησης της αγοράς (κατάχρηση αγοράς), Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα 7.6.2012, C 161/03.

εύρυθμη λειτουργία και ακεραιότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών ή των αγορών βασικών προϊόντων ή τη σταθερότητα του συνόλου ή μέρους του χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς και με τις κατάλληλες εξουσίες συντονισμού και αντιμετώπισης καταστάσεων έκτακτης ανάγκης για την ΕΑΚΑΑ ή, για δομημένες καταθέσεις, την Ευρωπαϊκή Εποπτική Αρχή (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών) (ΕΑΤ), που θεσπίστηκε από τον κανονισμό (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου⁸². Για την άσκηση των εξουσιών αυτών από τις αρμόδιες αρχές και, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, από την ΕΑΚΑΑ ή την ΕΑΤ, θα πρέπει να είναι αναγκαία η πλήρωση ορισμένων ειδικών προϋποθέσεων⁸³. Όπου πληρούνται οι εν λόγω προϋποθέσεις, η αρμόδια αρχή ή, σε εξαιρετικές περιπτώσεις, η ΕΑΚΑΑ ή η ΕΑΤ, θα πρέπει να είναι σε θέση να επιβάλλει απαγόρευση ή περιορισμό σε προληπτική βάση προτού ένα χρηματοπιστωτικό μέσο ή δομημένη κατάθεση διατεθεί στην αγορά, διανεμηθεί ή πωληθεί σε πελάτες.

Ωστόσο, είναι ανάγκη να γίνει κατανοητό ότι εξουσίες αυτές δεν συνεπάγονται αυτόματα την οποιαδήποτε απαίτηση θέσπισης ή εφαρμογής μιας διαδικασίας έγκρισης ή αδειοδότησης προϊόντος από την αρμόδια αρχή, την ΕΑΚΑΑ ή την ΕΑΤ, και δεν απαλλάσσουν τις επιχειρήσεις επενδύσεων από την αυτοδίκαια ευθύνη που έχουν να συμμορφώνονται πλέον με όλες τις σχετικές απαιτήσεις που ορίζονται από τον παρόντα κανονισμό και την Οδηγία 2014/65/ΕΕ. Συνεπώς, επιβάλλεται ένα σαφώς πιο αυστηροποιημένο πλαίσιο μίας “ενδιάμεσης επίβλεψης”, υπό την έννοια ότι αυξάνονται και εξειδικεύονται οι εποπτικοί φορείς, πολλαπλασιάζονται οι ρυθμιστικές διατάξεις, τις οποίες οι επιχειρήσεις επενδύσεων οφείλουν να λαμβάνουν υπόψη τους αλλά δεν επιβάλλεται μια ad hoc διαδικασία προέγκρισης χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Η ομαλή λειτουργία και η ακεραιότητα των αγορών βασικών εμπορευμάτων θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη ως κριτήρια για παρέμβαση από τις αρμόδιες αρχές έτσι ώστε να καταστεί δυνατό να ληφθούν μέτρα για να αντιμετωπιστούν ενδεχόμενοι αρνητικοί εξωτερικοί παράγοντες κόστους των αγορών βασικών εμπορευμάτων λόγω των δραστηριοτήτων στις χρηματοπιστωτικές αγορές⁸⁴. Συνεπώς, το πλαίσιο προστασίας συνεχίζει να παραμένει και με την ενισχυμένη εποπτική προστασία για τους επενδυτές - καταναλωτές μάλλον προληπτικής υφής παρά κατασταλτικής, υπό την έννοια ότι και η εν γένει ενίσχυση

⁸² Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1093/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/78/ΕΚ της Επιτροπής, ΕΕ 15.12.2010, L 331,12.

⁸³ Βλ. Συνοδευτική σκέψη 29 επ. του Κανονισμού 600/2014.

⁸⁴ Βλ. Συνοδευτική σκέψη 29 επ. του Κανονισμού 600/2014.

της συναλλακτικής διαφάνειας αλλά και η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης θα πρέπει να διασφαλίζεται από ένα σύνολο κανόνων πριν από την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών και δεν εστιάζει στην απόδοση ευθυνών μετά την ενδεχόμενη χρηματική απώλεια για τον επενδυτή.

Ένα από τα κύρια καθήκοντα της ΕΑΚΑΑ- ESMA, της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών δηλαδή, το οποίο μάλιστα μόνον αυτή ασκεί μεταξύ των τριών ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών, είναι η εποπτεία των σημαντικών παραγόντων της αγοράς. Στόχος της είναι μεταξύ άλλων η ενίσχυση της εμπιστοσύνης των καταναλωτών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα στο σύνολό του και η βελτίωση της προστασίας των πελατών χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Το εποπτικό της έργο εστιάζει κυρίως στους οργανισμούς αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας (CRA) ⁸⁵. Η ESMA ανέπτυξε ένα αποτελεσματικό εποπτικό καθεστώς για τους CRA, η συνεργασία με τους οποίους στον τομέα της επιτόπιας εποπτείας υπήρξε σημαντική. Η πλέον πρόσφατη συνεργασία τους αφορά την πρόσθετη διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των κρατών, η οποία στην νέα εποχή εποπτείας φαντάζει ως αναγκαία συνθήκη και για την μετέπειτα εποπτεία των ΕΠΕΥ. Η ESMA παρουσιάζει τομείς που επιδέχονται βελτίωσης σε ό,τι αφορά τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας και την αποφυγή της σύγκρουσης συμφερόντων, την εμπιστευτικότητα των πληροφοριών που αφορούν την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών, τον χρόνο δημοσιοποίησης των αξιολογήσεων και των πόρων που διατίθενται για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας κρατών⁸⁶.

Επιπλέον, το καθήκον των εθνικών αρμόδιων αρχών συνεργασίας και παροχής προς την ΕΑΚΑΑ όλων των αναγκαίων πληροφοριών κρίνεται ότι θα προαγάγει την συνεπή εφαρμογή των προτεινόμενων κανονισμών και τους ισότιμους όρους ανταγωνισμού στην Ένωση⁸⁷.

Οι διαθέσιμοι τύποι επενδυτικών υπηρεσιών σε μία πρώτη απλοποιημένη κατηγοροποίηση σχετίζονται α) με τις επενδυτικές συμβουλές, στο πλαίσιο παροχής προσωπικών συστάσεων σχετικά με προϊόντα. Η υπηρεσία αυτή είναι καταλληλότερη για τους επενδυτές που θέλουν να λαμβάνουν οι ίδιοι τις επενδυτικές

⁸⁵ Βλ. Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), Ετήσια έκθεση 2013, 2 διαθέσιμο σε <http://www.esma.europa.eu>.

⁸⁶ Βλ. Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ESMA), Ετήσια έκθεση 2013, 5.

⁸⁷ Γνώμη της ΕΚΤ της 22ας Μαρτίου 2012, Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα 7.6.2012, C 161/03, 4.

αποφάσεις τους, αλλά επιθυμούν επίσης τη στήριξη και τις συμβουλές εξειδικευμένων χρηματοπιστωτικών συμβούλων⁸⁸.

Μιά άλλη, ιεραρχικά διαθέτουμε υψηλότερο ποσοστό έκθεσης, υπηρεσία είναι οι β) επενδύσεις χωρίς επενδυτικές συμβουλές, σύμφωνα με την οποία η επιχείρηση θα λάβει από τον υποψήφιο επενδυτή, και ακολούθως θα διαβιβάσει ή θα εκτελέσει, τις εντολές του για την αγορά ή την πώληση προϊόντων, χωρίς την παροχή οποιασδήποτε επενδυτικής συμβουλής. Η υπηρεσία αυτή είναι συνήθως καταλληλότερη για πιο έμπειρους ή αυτόνομους επενδυτές, οι οποίοι είναι σε θέση να συλλέξουν και να αξιολογήσουν οι ίδιοι πληροφορίες για προϊόντα και οι οποίοι είναι σε θέση να λάβουν επενδυτικές αποφάσεις χωρίς τη βοήθεια τρίτων ενώ ο συγκεκριμένος τύπος υπηρεσίας παρέχεται ολοένα και περισσότερο μέσω διαδικτύου.

Σε μία τρίτη κατηγορία εντάσσονται οι γ) λεγόμενες υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου (*holding company*). Στην περίπτωση αυτή, την διαχείριση των επενδύσεων αναλαμβάνει για λογαριασμό του υποψήφιου επενδυτή η επιχείρηση επενδύσεων και ο επενδυτής στηρίζεται στις αποφάσεις και στις επιλογές της επιχείρησης. Ωστόσο, υποχρεούται να αναφέρει, σε τακτική βάση, τις δραστηριότητες που εκτελεί για λογαριασμό του καταναλωτή. Η υπηρεσία αυτή (διαχείριση χαρτοφυλακίου) είναι καταλληλότερη για επενδυτές οι οποίοι προτιμούν να αναθέτουν την επιλογή των επενδύσεών τους σε τρίτους.

Η αναβάθμιση και ο έντονα εποπτικός ρόλος της EAT και της EAKAA επιβεβαιώνεται ρητά στις ρυθμίσεις του άρθρου 9, άρθρου 10, 11, 12, 13 και 14 της νέας Οδηγίας⁸⁹. Ενδεικτικά προβλέπεται ότι η EAKAA και η EAT εγκρίνουν από κοινού τις κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τα στοιχεία που απαριθμούνται στο άρθρο 91 παράγραφος 12 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ⁹⁰, ενώ επίσης δύνανται να συντονίζουν τη συλλογή των πληροφοριών στις οποίες αναφέρεται το πρώτο εδάφιο της παρούσας παραγράφου και το άρθρο 91 παράγραφος 6 της Οδηγίας 2013/36/ΕΕ σε σχέση με

⁸⁸ CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - EquityMarkets, 3 και 7, διαθέσιμο σε : <http://www.esma.europa.eu>.

⁸⁹ MiFID II.

⁹⁰ Οδηγία 2013/36/ΕΕ 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, ΕΕ 27.6.2013, L 176/338.

τις επιχειρήσεις επενδύσεων. Από την άλλη πλευρά σε ένα αμφίδρομο σύστημα συνεργασίας και ανταλλαγής πληροφοριών η MiFID II προβλέπει ρητά ότι :

“Τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι το διοικητικό όργανο μιας επιχείρησης επενδύσεων προσδιορίζει, επιβλέπει και έχει την ευθύνη όσον αφορά την εφαρμογή των ρυθμίσεων διακυβέρνησης που διασφαλίζουν την αποτελεσματική και συνετή διαχείριση της επιχείρησης επενδύσεων, περιλαμβανομένων του διαχωρισμού των καθηκόντων στο πλαίσιο της επιχείρησης επενδύσεων και της πρόληψης συγκρούσεων συμφερόντων, με τρόπο που προωθεί την ακεραιότητα της αγοράς και το συμφέρον των πελατών της”⁹¹.

Αναφορικά με τα λεγόμενα παρεμβατικά μέτρα αρμοδιότητας της ESMA , η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει να ασκεί το διακριτικό παρεμβατικό της ρόλο και με γνώμονα την πρόληψη, κυρίως, και όχι την καταστολή επιχειρηματικών κινδύνων μέσα από επενδυτικά προϊόντα, δύναται να ζητεί πληροφορίες από οποιοδήποτε πρόσωπο σχετικά με τη θέση του σε ένα συμβόλαιο παραγωγού, να ζητεί τη μείωση της θέσης αυτής, καθώς και να περιορίζει την ικανότητα των προσώπων να διενεργούν μεμονωμένες συναλλαγές που αφορούν παράγωγα επί εμπορευμάτων. Η ΕΑΚΑΑ θα πρέπει, στη συνέχεια, να κοινοποιεί στις οικείες αρμόδιες αρχές τα μέτρα που προτίθεται να λάβει και θα πρέπει να δημοσιεύει τα μέτρα αυτά ⁹².

3.2.5. Η ενίσχυση της εποπτείας μέσω του Κανονισμού EMIR (648/2012)

Λαμβανομένων υπόψη των νέων μηχανισμών εποπτείας (supervision) και ρύθμισης (regulation) που εισάγει ο Κανονισμός στους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και στην ουσία στην εκκαθάριση των συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα που διενεργούνται στις αγορές, οι συνέπειες εύλογα μπορούν να διακριθούν σε συνέπειες που αφορούν στην εποπτεία των αγορών και δη στην αδειοδότησή τους και σε αυτές που αφορούν στην ρύθμιση αυτών, αμφότερες συνθέτουσες το νέο μοντέλο προσαρμογής (compliance). Ο Κανονισμός EMIR εισαγάγει τομές στο ευρωπαϊκό σύστημα εποπτείας, καθώς εγκαταλείπει την ιδέα του συστήματος του κράτους μέλους καταγωγής που κατά τα ισχύοντα εφαρμόζεται όπως προελέχθη τόσο στις ΕΠΕΥ και γενικώς στον τομέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών όσο και στις αγορές, τις νοούμενες ως αγορές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, υιοθετεί ένα πιο κεντρικό σύστημα εποπτείας για τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους με γνώμονα την

⁹¹ Βλ. άρθρο 9 της Οδηγίας MiFID II.

⁹² Βλ. Συνοδευτική σκέψη 31 επ. του Κανονισμού 600/2014.

ανάγκη προστασίας του χρηματοπιστωτικού τομέα από τους συστημικούς κινδύνους που ελοχεύει η δράση τους.

Πρόκειται για σύστημα το οποίο θεσμοθετείται ως απόρροια του σύγχρονου συστήματος Ευρωπαϊκής εποπτείας ήτοι του Ευρωπαϊκού Συστήματος Χρηματοοικονομικής Εποπτείας του Κανονισμού 1092/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τη μακροπροληπτική επίβλεψη του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ευρωπαϊκής Ένωσης και τη σύσταση Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Συστημικού Κινδύνου που με κύρια αφετηρία του την έκθεση του Larosiere ήρθε ως απάντηση της Ευρώπης για την αντιμετώπιση της κρίσης και δη των συστημικών κινδύνων σε πανευρωπαϊκό επίπεδο που προκύπτουν από τη διασυνοριακή λειτουργία των αγορών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Στο τρίπτυχο των νέων ευρωπαϊκών θεσμικών οργάνων του εποπτικού αυτού συστήματος των καλούμενων ως ESAs (European Supervisory Authorities) που τίθεται για την κάλυψη των αναγκών του χρηματοπιστωτικού χώρου πανευρωπαϊκά στους κατ'ιδίαν τομείς του, ήτοι στον τραπεζικό τομέα στον ασφαλιστικό τομέα και στον τομέα της κεφαλαιαγοράς, περιλαμβάνονται αντίστοιχα πέραν της EBA (European Banking Authority) και της EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) για τους δύο πρώτους τομείς και η ESMA (European Securities and Markets Authority) που αφορά στην εποπτεία και στη ρύθμιση του τομέα της κεφαλαιαγοράς.

Ως απόρροια του Ευρωπαϊκού αυτού συστήματος, ο Κανονισμός EMIR θεσμοθετεί την εποπτεία των κεντρικών αντισυμβαλλομένων για την κάλυψη των συστημικής προέλευσεως αναγκών που σχετίζονται ειδικώς με τη λειτουργία τους, εισάγοντας προς τούτο ενοποιημένη εποπτεία σε πανευρωπαϊκό επίπεδο (European supervision), η οποία κατ'ουσίαν αντικαθιστά την εθνική εποπτική αρμοδιότητα του κράτους μέλους καταγωγής. Η εν προκειμένω εποπτεία έχει ως θεμελιακή θεσμική, εποπτική και ρυθμιστική βάση την ESMA και ως συστηνόμενο ad hoc σε κάθε αδειοδότηση συλλογικό όργανο που επιλαμβάνεται του θέματος της αξιολόγησης του κινδύνου του κεντρικού αντισυμβαλλομένου, το «σώμα» (college). Το σώμα η σύσταση του οποίου αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για την αδειοδότηση του κεντρικού αντισυμβαλλομένου, καλείται έτσι να καλύψει κάθε διασυνοριακή πτυχή στη λειτουργία του κεντρικού αντισυμβαλλομένου σχετιζόμενη με τα μέλη που

μετέχουν σε αυτόν, τις αγορές που αναλαμβάνει να εκκαθαρίζει το σύστημα διακανονισμού που χρησιμοποιεί κλπ.

Ξεκινώντας από τη βασική σύλληψη της εποπτείας και όπως χαρακτηριστικά αποτυπώνεται στο προοίμιο (σημ 57) του Κανονισμού EMIR «Κεντρικός αντισυμβαλλόμενος δεν λαμβάνει άδεια λειτουργίας όταν όλα τα μέρη του σώματος εξαιρουμένων των αρμόδιων αρχών του κράτους μέλους όπου είναι εγκατεστημένος ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος καταλήξουν σε κοινή γνώμη με αμοιβαία συμφωνία βάσει της οποίας ο κεντρικός αντισυμβαλλόμενος δεν θα πρέπει να λάβει άδεια λειτουργίας»⁹³.

3.2.6. Επέκταση των κανόνων διαφάνειας στις ομολογίες, τα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τα παράγωγα - προσυναλλακτική και η μετασυναλλακτική διαφάνεια

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι οι απαιτήσεις για προσυναλλακτική και μετασυναλλακτική διαφάνεια αποτέλεσαν προτεραιότητα και στην πρόταση της Επιτροπής για την τροποποίηση της MiFID I αλλά και στο τελικό κείμενο της MiFID II ⁹⁴. Η παραπάνω παραδοχή επιβεβαιώνεται από το γεγονός ότι οι καινούριοι κανόνες για την ενίσχυση της διαφάνειας στις συναλλαγές περιλαμβάνονται και στον Κανονισμό 600/2014 (MiFIR), αλλά και από τον αναβαθμισμένο ρόλο της ESMA για την επίβλεψη των κανόνων αυτών. Υπό το παραπάνω πρίσμα αυστηροποίησης του πλαισίου για τις ΕΠΕΥ δεν απομένουν στα εθνικά δίκαια των κρατών μελών μεγάλα περιθώρια απόκλισης από το πλαίσιο αυτό. Ο Κανονισμός 600/2014 εφαρμόζει πανομοιότυπες απαιτήσεις και για την προσυναλλακτική και μετασυναλλακτική διαφάνεια και στα τρία είδη τόπων διαπραγμάτευσης, δηλαδή τις ρυθμιζόμενες αγορές τα ΠΜΔ (Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης) και τους ΜΟΔ (Μηχανισμοί Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης).

Η χρηματοπιστωτική κρίση κατέστησε εμφανείς συγκεκριμένες αδυναμίες σχετικά με τον τρόπο με τον οποίο οι πληροφορίες για τις ευκαιρίες συναλλαγών και τις τιμές των χρηματοπιστωτικών μέσων πλην των μετοχών διατίθενται στους συμμετέχοντες στην αγορά, ιδίως από την άποψη του χρόνου, του βαθμού λεπτομέρειας, της ίσης

⁹³ *Ταρνανίδου*, Εξελίξεις στην εποπτεία της κεφαλαιαγοράς: Με αφορμή το παράδειγμα προσαρμογής στον Ευρωπαϊκό Κανονισμό 648/2012 ("European Markets Infrastructure Regulation"-EMIR), σε Κράτος Οικονομία & Επιχείρηση, 2014, 505.

⁹⁴ *Clausen/Srensen*, Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II- Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?, European Company and Financial Law Review 2012, 295.

πρόσβασης και της αξιοπιστίας. Επομένως, η Ευρωπαϊκή Κοινότητα και το Κοινοβούλιο έκριναν σκόπιμο παράλληλα με τις λοιπές τροποποιήσεις της MiFID II να θεσπιστούν απαιτήσεις έγκαιρης προσυναλλακτικής και μετασυναλλακτικής διαφάνειας, οι οποίες θα λαμβάνουν υπόψη τα διαφορετικά χαρακτηριστικά και δομές της αγοράς συγκεκριμένων ειδών χρηματοπιστωτικών μέσων πλην των μετοχών και θα είναι βαθμονομημένες σε διάφορους τύπους συστημάτων διαπραγμάτευσης, μεταξύ των οποίων αναφέρονται ενδεικτικά τα συστήματα βιβλίου εντολών, συστήματα περιοδικής δημοπρασίας και προφορικής διαπραγμάτευσης. Προκειμένου να δημιουργηθεί ένα άρτιο πλαίσιο διαφάνειας για όλα τα σημαντικά χρηματοπιστωτικά μέσα, οι εν λόγω απαιτήσεις θα πρέπει να εφαρμόζονται στις ομολογίες, στα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, τα δικαιώματα εκπομπής ρύπων και στα παράγωγα που τελούν υπό διαπραγμάτευση σε τόπο διαπραγμάτευσης⁹⁵. Οι απαιτήσεις της διαφάνειας που υιοθετήθηκαν στοχεύουν να καλύψουν διαφορετικά είδη χρηματοπιστωτικών μέσων και διαφορετικά είδη συναλλαγών⁹⁶. Οι ομοιόμορφοι κανόνες διαφάνειας για τους τόπους διαπραγμάτευσης αφορούν βασικά στο κείμενο του Κανονισμού τους παραπάνω πέντε πυλώνες: α) τους κανόνες για την προσυναλλακτική διαφάνεια όσον αφορά μετοχές, πιστοποιητικά αποθετηρίου, διαπραγματεύσιμα αμοιβαία κεφάλαια, πιστοποιητικά και άλλα παρόμοια χρηματοπιστωτικά μέσα (άρθρο 3 του Κανονισμού), β) τους κανόνες για τη μετασυναλλακτική διαφάνεια για τους τόπους διαπραγμάτευσης (άρθρο 6), γ) τους κανόνες για την άδεια της χρονικής μετάθεσης της δημοσίευσης (άρθρο 7 του Κανονισμού), δ) τους κανόνες για την υποχρέωση διάθεσης συναλλακτικών στοιχείων χωριστά και υπό εύλογους εμπορικούς όρους (άρθρα 12, 13 του Κανονισμού) και ε) τους κανόνες για τη γνωστοποίηση των συναλλαγών (άρθρα 24-27 του Κανονισμού).

Εκτός από τον πιο ενεργό εποπτικό ρόλο της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (EAKAA-ESMA) και των μακροπροληπτικών αρχών, η ενίσχυση της διαφάνειας πιστοποιείται και με μία διεύρυνση του λεγόμενου “ουσιαστικού περιεχομένου” της παρεχομένης προστασίας.

Οι διατάξεις του πλαισίου προστασίας της MiFID II επεκτείνουν τις αρχές των κανόνων διαφάνειας, οι οποίες μέχρι τώρα εφαρμόζονταν μόνο στις αγορές μετοχών,

⁹⁵ Βλ. Σκέψη 14 του Κανονισμού 600/2014.

⁹⁶ *Clausen/ Srensen*, *Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II- Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?*, *European Company and Financial Law Review* 2012, σελ.296.

στις ομολογίες, στα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, στα δικαιώματα εκπομπών και στα παράγωγα. Σε ένα δικαιοπολιτικό επίπεδο η επέκταση αυτή αιτιολογείται από το γεγονός ότι το υφιστάμενο επίπεδο διαφάνειας των εν λόγω προϊόντων, τα οποία ως επί το πλείστον αποτελούν αντικείμενο εξωχρηματιστηριακής διαπραγμάτευσης, δεν θεωρείται πάντοτε επαρκές.

Οι διατάξεις θεσπίζουν νέες απαιτήσεις όσον αφορά και την προσυναλλακτική και τη μετασυναλλακτική διαφάνεια για αυτές τις τέσσερις ομάδες χρηματοπιστωτικών μέσων. Οι απαιτήσεις διαφάνειας θα είναι ταυτόσημες και για τους τρεις τρόπους διαπραγμάτευσης, ρυθμιζόμενη αγορά, τα λεγόμενα ΠΜΔ και ΜΟΔ, αλλά θα προσαρμόζονται ανάλογα με τα υπό διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικά μέσα⁹⁷.

Για τις ρυθμιζόμενες αγορές, οι απαιτήσεις διαφάνειας επεκτείνονται στις ομολογίες, στα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, στα δικαιώματα εκπομπών και στα παράγωγα που είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση. Για τους ΠΜΔ και τους ΜΟΔ, επεκτείνονται στις ομολογίες και στα δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα που είναι εισηγμένα προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή για τα οποία έχει δημοσιευθεί ενημερωτικό δελτίο και στα δικαιώματα εκπομπών και στα παράγωγα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ΠΜΔ και ΜΟΔ⁹⁸.

Για να αυξηθεί η διαφάνεια των ευρωπαϊκών αγορών και να δημιουργηθούν ισότιμοι όροι ανταγωνισμού μεταξύ των διαφόρων τρόπων που προσφέρουν υπηρεσίες διαπραγμάτευσης, είναι αναγκαίο να εισαχθεί η νέα κατηγορία του μηχανισμού οργανωμένης διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ). Ο ορισμός αυτής της νέας κατηγορίας επιλέχθηκε σκόπιμα με ένα ευρύ περιεχόμενο, ώστε να είναι σε θέση να καλύπτει όλους τους τύπους οργανωμένης εκτέλεσης και τακτοποίησης συναλλαγών, οι οποίοι δεν αντιστοιχούν στις λειτουργίες ή στις κανονιστικές προδιαγραφές των υφιστάμενων τρόπων διαπραγμάτευσης⁹⁹. Συνεπώς, κρίθηκε σκόπιμο να εφαρμοστούν οι κατάλληλες οργανωτικές απαιτήσεις και κανόνες διαφάνειας που υποστηρίζουν την αποτελεσματική αναζήτηση της αποτελεσματικότερης τιμής¹⁰⁰.

⁹⁷ CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review - Equity Markets, ο.π.,7-9.

⁹⁸ Αιτιολογική Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής 2011 ο.π.,σημείο 5 επ.

⁹⁹ Βλ. στο σημείο αυτό *Ferrarini/Molloney*, Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: from MiFID I to MiFID II, *European Business Organization Law Review* (E.B.O.R) 2012, 565επ..

¹⁰⁰ Βλ. αιτιολογική έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 2011, ο.π, σκέψη 7 επ. Σύμφωνα με την Έκθεση νέα κατηγορία περιλαμβάνει συστήματα διασταύρωσης εντολών, τα οποία μπορούν

Όσον αφορά στις απαιτήσεις προσυναλλακτικής διαφάνειας, οι αρμόδιες αρχές θα είναι κατά πρώτον σε θέση να χρησιμοποιούν απαλλαγή για συγκεκριμένο τύπο χρηματοπιστωτικών μέσων με βάση το μοντέλο της αγοράς, τη ρευστότητα ή άλλα σημαντικά κριτήρια. Θα είναι επίσης σε θέση να εφαρμόζουν ένα σύνολο διαφορετικών απαλλαγών, προκειμένου να εξαιρούν ορισμένες συναλλαγές από τις απαιτήσεις διαφάνειας. Και στις δύο περιπτώσεις, όπως και για τις μετοχές, οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να γνωστοποιούν στην ΕΑΚΑΑ τη σκοπούμενη χρήση των απαλλαγών και η ΕΑΚΑΑ θα εκδίδει γνωμοδότηση σχετικά με το συμβατό της απαλλαγής με τις νόμιμες απαιτήσεις. Ο τύπος και ο βαθμός λεπτομερειών των προσυναλλακτικών πληροφοριών που θα πρέπει να υποβάλλονται, καθώς και η εξαίρεση και οι απαλλαγές από τις εν λόγω απαιτήσεις θα καθοριστούν με κατ' εξουσιοδότηση πράξεις.

Ως προς την μετασυναλλακτική διαφάνεια, οι προτεινόμενες και οι τελικά ψηφισμένες διατάξεις της MiFID II προβλέπουν τη δυνατότητα αναβολής της δημοσίευσης σε ορισμένες περιπτώσεις, ανάλογα με το μέγεθος ή το είδος των συναλλαγών. Όπως και για τις προσυναλλακτικές πληροφορίες, το εύρος των πληροφοριών καθώς και οι προϋποθέσεις αναβολής της δημοσίευσης θα καθοριστούν με κατ' εξουσιοδότηση πράξεις¹⁰¹.

να περιγραφούν ως εσωτερικά ηλεκτρονικά συστήματα αντιστοίχισης υπό τη διαχείριση επιχείρησης επενδύσεων και τα οποία εκτελούν εντολές πελατών έναντι εντολών άλλων πελατών. Η νέα κατηγορία περιλαμβάνει επίσης συστήματα επιλέξιμα για διαπραγμάτευση παραγώγων που είναι επιλέξιμα προς εκκαθάριση και έχουν επαρκή ρευστότητα. Δεν περιλαμβάνει μηχανισμούς στους οποίους δεν διενεργείται πραγματική εκτέλεση ή τακτοποίηση συναλλαγών στο σύστημα, όπως πίνακες ανακοινώσεων που χρησιμοποιούνται για τη διαφήμιση ενδιαφερόντων για αγορά και πώληση, άλλες οντότητες που αθροίζουν ή ομαδοποιούν δυνητικά ενδιαφέροντα για αγορά ή πώληση ή ηλεκτρονικές υπηρεσίες επιβεβαίωσης μετά τη συναλλαγή.

¹⁰¹ Απολογική έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής, 2011, ο.π, 5-6.

ΜΕΡΟΣ Β΄

§4. Περιεχόμενο ελέγχου καταλληλότητας και ελέγχου συμβατότητας

4.1. Γενική επισκόπηση

Βασική υποχρέωση των ΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών είναι η αξιολόγηση της καταλληλότητας και συμβατότητας της επενδυτικής υπηρεσίας που παρέχουν προς τον επενδυτή. Με τον τρόπο αυτό προστατεύεται ο επενδυτής ενώ ταυτόχρονα διασφαλίζεται η εύρυθμη λειτουργία της αγοράς. Ο επιβαλλόμενος στις ΕΠΕΥ έλεγχος συμβατότητας και καταλληλότητας πρέπει να είναι διαμορφωμένος ώστε να μη δημιουργεί δυσανάλογα συναλλακτικά κόστη¹⁰². Για το λόγο αυτό η έκταση της υποχρέωσης αξιολόγησης της συμβατότητας και καταλληλότητας διαμορφώνεται στο νόμο ανάλογα με α) το είδος της παρεχόμενης υπηρεσίας (παροχή επενδυτικών συμβουλών, διαχείριση χαρτοφυλακίου, εκτέλεση εντολών), β) την κατηγορία του επενδυτή (ιδιώτης, επαγγελματίας, επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος) και γ) το είδος της επένδυσης (απλά, σύνθετα, χρηματοπιστωτικά μέσα).

4.2 Έλεγχος καταλληλότητας

Κατά τα οριζόμενα στο άρθρ.25 παρ.4 του Ν.3606/2007, όταν οι ΕΠΕΥ παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή προβαίνουν σε διαχείριση χαρτοφυλακίου, οφείλουν να αντλούν τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τη γνώση του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη στον επενδυτικό τομέα που σχετίζεται με τη συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοπιστωτικού μέσου ή υπηρεσίας, την εμπειρία του πελάτη, την χρηματοοικονομική του κατάσταση και τους επενδυτικούς του στόχους. Η αξιολόγηση των στοιχείων αυτών και η διαμόρφωση του προφίλ του επενδυτή θα επιτρέψει στις ΕΠΕΥ να συστήσουν τις επενδυτικές υπηρεσίες και τα χρηματοπιστωτικά μέσα που είναι κατάλληλα για την περίπτωση των συγκεκριμένων πελατών (έλεγχος καταλληλότητας). Η υποχρέωση δε άντλησης πληροφοριών προκύπτει, πέραν των διατάξεων περί επαγγελματικής συμπεριφοράς, και από τις γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου καθώς αποτελεί ταυτόχρονα προϋπόθεση προσήκουσας εκπλήρωσης της κύριας συμβατικής υποχρέωσης των ΕΠΕΥ, δηλαδή την παροχή συμβουλών ή τη διαχείριση χαρτοφυλακίου. Σημειώνεται, πως η υποχρέωση των ΕΠΕΥ για άντληση πληροφο-

¹⁰² Τουντόπουλος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015, 431.

ριών περιορίζεται από την ίδια ρύθμιση του νόμου στις αναγκαίες πληροφορίες, αφενός για να μην επιβαρύνονται οι ίδιες οι ΕΠΕΥ με υπερβολικές δαπάνες, αφετέρου για την προστασία της ιδιωτικότητας των πελατών. Έτσι, η πληροφόρηση σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους περιλαμβάνει κατά περίπτωση στόχους σχετικά με α) το χρονικό διάστημα για το οποίο ο πελάτης επιθυμεί να διατηρήσει την επένδυση β) τις προτιμήσεις του όσον αφορά στην ανάληψη του κινδύνου γ) το επενδυτικό του προφίλ δ) τους σκοπούς της επένδυσης. Αντίστοιχα, η πληροφόρηση σχετικά με την οικονομική κατάσταση του πελάτη περιλαμβάνει κατά περίπτωση στοιχεία σχετικά με την α) προέλευση και το ύψος των τακτικών του εισοδημάτων β) τα περιουσιακά του στοιχεία γ) τις τακτικές οικονομικές του υποχρεώσεις.

Το εύρος της πληροφόρησης μπορεί να διαφέρει και εξαρτάται α) από τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού μέσου και το είδος της συναλλαγής που ενδέχεται να συνάψει η ΕΠΕΥ για λογαριασμό του πελάτη της και β) το είδος και το εύρος της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας και τις ανάγκες και τις συνθήκες του πελάτη.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προς διευκόλυνση της λειτουργίας των ΕΠΕΥ με την υπ' αριθμ. 1/452/1.11.2007 απόφασή της εισήγαγε τεκμήρια σχετικά α) με την εμπειρία και τη γνώση του πελάτη β) με την οικονομική του δυνατότητα. Ειδικότερα, επαγγελματίας πελάτης θεωρείται ότι διαθέτει το απαιτούμενο επίπεδο πείρας και γνώσης για τα προϊόντα, τις συναλλαγές και τις υπηρεσίες για τις οποίες έχει ενταχθεί στην κατηγορία αυτή ενώ ο επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος θεωρείται ότι έχει την οικονομική δυνατότητα να φέρει το βάρος κάθε επενδυτικού κινδύνου που είναι σύμφωνος με τους επενδυτικούς του στόχους¹⁰³. Ακόμη, επιχειρήσεις που είναι υποχρεωμένες να λάβουν άδεια λειτουργίας ή υπόκεινται υποχρεωτικά σε εποπτικούς κανόνες για να ασκήσουν τις χαρακτηριστικές τους ιδιότητες στις χρηματοπιστωτικές αγορές, θεωρούνται ότι διαθέτουν την οικονομική δυνατότητα να αναλάβουν το βάρος των σχετικών επενδυτικών κινδύνων σύμφωνα με τους επενδυτικούς τους στόχους, όταν η παρεχόμενη επενδυτική υπηρεσία συνίσταται στην παροχή επενδυτικών συμβουλών.

Περαιτέρω, στην ως άνω απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς προβλέπεται ότι σε περίπτωση που η ΕΠΕΥ δεν λάβει ως προς συγκεκριμένο πελάτη την προβλεπόμενη πληροφόρηση η οποία είναι απαραίτητη για τον έλεγχο καταλληλότητας, δεν προβαίνει σε παροχή επενδυτικών συμβουλών προς το συγκεκριμένο πελάτη ή στη διαχείριση χαρτοφυλακίου του. Επιβάλλεται δηλαδή στην περίπτωση αυτή στην ΕΠΕΥ η μη κατάρτιση της συναλλαγής. Ο έλεγχος καταλληλότητας είναι ευθύνη της

¹⁰³ Αρθ.12 παρ. 4 Απ. 1/452/1.11.2007 ΕΚ.

ΕΠΕΥ με την έννοια ότι οφείλει η τελευταία να λαμβάνει κατάλληλα μέτρα ώστε να διασφαλίζει ότι οι πληροφορίες είναι αξιόπιστες και όχι της υποχρέωσης διασταύρωσης και ελέγχου των πληροφοριών που της παρέχονται καθώς δύναται να βασισθεί στις πληροφορίες που παρέχει ο επενδυτής και να θεωρήσει αυτές ακριβείς και ορθές. Επομένως, η ΕΠΕΥ, δύναται να βασίζεται στις πληροφορίες που της παρέχουν οι πελάτες της εκτός αν γνωρίζει ή οφείλει να γνωρίζει ότι οι πληροφορίες αυτές είναι πρόδηλα παρωχημένες, ανακριβείς ή ελλιπείς¹⁰⁴.

4.3. Έλεγχος συμβατότητας

Με το προ του Ν.3606/2007 νομοθετικό πλαίσιο η ρύθμιση της έκτασης της υποχρέωσης των ΕΠΕΥ να αντλούν πληροφορίες σχετικά με τους επενδυτικούς στόχους των επενδυτών και να τους προειδοποιούν κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών πλην της παροχής επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου, είχε προκαλέσει ιδιαίτερο προβληματισμό, κυρίως σε συναλλαγές υψηλού ρίσκου που πραγματοποιούσαν επενδυτές στο πλαίσιο συμβάσεων λήψης και εκτέλεσης εντολών που είχαν καταρτίσει με ΕΠΕΥ. Οι εποπτικές αρχές και Διοικητικά Δικαστήρια αντιλαμβάνονταν με ευρύτητα την υποχρέωση των ΕΠΕΥ να προειδοποιούν και να προστατεύουν τα συμφέροντα των επενδυτών σε αντίθεση με τα πολιτικά δικαστήρια που εμφανίζονταν διστακτικά να καταλογίσουν ευθύνη στις ΕΠΕΥ ιδίως όταν επρόκειτο για επενδυτές με εμπειρία στις χρηματιστηριακές συναλλαγές¹⁰⁵. Ο Ν.3606/2007 επιλύοντας τα όποια ερμηνευτικά προβλήματα, ορίζει ότι όταν πρόκειται για παροχή άλλου είδους επενδυτικών υπηρεσιών πλην της παροχής συμβουλών ή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η υποχρέωση πληροφόρησης περιορίζεται κατά αντικείμενο και περιεχόμενο. Συγκεκριμένα σύμφωνα με το αρθ. 25 παρ 5 Ν.3606/2007 οι ΕΠΕΥ ζητούν από τον πελάτη ή το δυνητικό πελάτη να παρέχει πληροφορίες μόνο σχετικά με τις γνώσεις και την πείρα του σε σχέση με το προσφερόμενο ή ζητούμενο χρηματοπιστωτικό μέσο ή υπηρεσία ώστε να μπορούν στη συνέχεια να κρίνουν αν αυτό είναι κατάλληλο για τον συγκεκριμένο πελάτη, ασκώντας με τον τρόπο αυτό έλεγχο συμβατότητας. Σε περίπτωση που κριθεί από τις ΕΠΕΥ ότι το συγκεκριμένο είδος επένδυσης δεν είναι κατάλληλο για τον πελάτη ή το δυνητικό πελάτη, οφείλουν να τον προειδοποιήσουν για την ακαταλληλότητά του¹⁰⁶. Εάν ο ε-

¹⁰⁴ Τουντόπουλος, 2015 433.

¹⁰⁵ Τουντόπουλος, 2015 433.

¹⁰⁶ Η προειδοποίηση αυτή μπορεί να παρέχεται σε τυποποιημένη μορφή, συνήθως με τη μορφή λεπτομερούς ερωτηματολογίου.

πενδυτής δεν παράσχει τις πληροφορίες ή παράσχει ανεπαρκείς πληροφορίες σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του κατά τα ανωτέρω, οι ΕΠΕΥ δεν οφείλουν να απέχουν από τη συναλλαγή οφείλουν όμως να τον προειδοποιήσουν ότι η απόφασή του αυτή δεν τους επιτρέπει να κρίνουν κατά πόσο η προσφερόμενη ή ζητούμενη επενδυτική υπηρεσία ή χρηματοπιστωτικό μέσο είναι κατάλληλα για αυτόν.

4.4. Αυστηροποίηση του πλαισίου για τα μη πολύπλοκα (non-complex) χρηματοπιστωτικά προϊόντα κατά την οδηγία MiFID

4.4.1. Έλεγχος συμβατότητας για τα ‘non-complex’ χρηματοπιστωτικά προϊόντα σύμφωνα με την MiFID II

Στο πλαίσιο μίας σκόπιμης και συστηματοποιημένης προσπάθειας για ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών, η MiFID II περιορίζει τα είδη των επενδυτικών προϊόντων που χαρακτηρίζονται ως «μη πολύπλοκα» («non-complex») όπως αυτά αποτυπώνονται και ορίζονται στο αρ.25 παρ.4 της MiFID II. Κατά κανόνα η MiFID II εισάγει νέα πιο πολύπλοκα κριτήρια για μία σειρά από επενδυτικά προϊόντα (λ.χ. χρεόγραφα-μορφές τιτλοποιημένου χρέους) με πρώτο αντικειμενικό κριτήριο για την πολυπλοκότητα τους την δομή και την διάρθρωσή τους και την κατ’ επέκταση δυσκολία του υποψήφιου επενδυτή να αντιληφθεί τους κινδύνους που συνεπάγεται η επένδυση στα παραπάνω προϊόντα. Επίσης, η αυστηροποίηση αποτυπώνεται στο γεγονός της εισαγωγής κριτηρίων για τις λεγόμενες δομημένες καταθέσεις, υπό την έννοια ότι καταθέσεις στις οποίες έχουν ενσωματωθεί δομές που καθιστούν δύσκολη για τον πελάτη-επενδυτή την κατανόηση του κινδύνου για την απόδοση ή το κόστος της πρόωρης εξόδου από το προϊόν, θα πρέπει σχεδόν αυτόματα να θεωρούνται ως πολύπλοκα προϊόντα.¹⁰⁷ Συνεπώς, και με γνώμονα τη γραμματική ερμηνεία του αρ 25 παρ.4, η αυστηροποίηση του πλαισίου έγκειται στο γεγονός ότι όσα προϊόντα – επενδυτικές υπηρεσίες εξαιρούνται από τα κριτήρια των μη πολύπλοκων επενδυτικών προϊόντων στο πλαίσιο του αρ.25 παρ.4 θα πρέπει να θεωρούνται πολύπλοκα.

Ωστόσο, και υπό το πρίσμα της αναμφισβήτητης ανάγκης για αυστηροποίηση του πλαισίου, ελλοχεύει ο κίνδυνος να θεωρηθούν πολύπλοκα προϊόντα, προϊόντα διαφορετικού βαθμού επικινδυνότητας, αναλόγως του ρίσκου που αναλαμβάνουν οι υποψήφιοι επενδυτές. Κατά την αξιολόγηση της καταλληλότητας και συμβατότητας και

¹⁰⁷ Αρ 25 παρ 4 στοιχείο “ν” της Οδηγίας 2014/65 (MiFID II).

της ενημέρωσης προς τους υποψήφιους πελάτες-επενδυτές ως σημαντική υποχρέωση των επιχειρήσεων επενδύσεων, παρατηρείται το γεγονός ότι δεν διαθέτουν όλα τα πολύπλοκα προϊόντα τον ίδιο βαθμό οικονομικού κινδύνου και συνεπώς δεν προαπαιτείται το ίδιο επίπεδο των απαιτούμενων γνώσεων και ικανοτήτων για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων τους βάσει του αρ.25 παρ.4 της MiFID II. Ωστόσο, η πολυπλοκότητα των προϊόντων δεν είναι πάντοτε το ίδιο εμφανής. Από τη μία πλευρά υπάρχουν ορισμένα πολύπλοκα επενδυτικά προϊόντα με λιγότερο εμφανείς συνέπειες για τον υποψήφιο επενδυτή όπως λ.χ. ο υψηλός βαθμός μόχλευσης των προϊόντων που αυτόματα συνεπάγεται αύξηση του κινδύνου για τον επενδυτή ή ακόμα οι περίπλοκες ποινές για πρόωρη έξοδο από το επενδυτικό προϊόν. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν πολύπλοκα επενδυτικά προϊόντα με πιο άμεσες και ξεκάθαρες πτυχές και των οποίων η πολυπλοκότητα δύναται να έγκειται στο γεγονός ότι απλώς ενσωματώνουν ένα απλό παράγωγο προϊόν, γεγονός το οποίο είναι εύκολο και άμεσα ανιχνεύσιμο από τον υποψήφιο επενδυτή.

4.5. Έλεγχος συμβατότητας για τις non advised πωλήσεις χρηματοπιστωτικών προϊόντων

Σε πολλές περιπτώσεις η MiFID II δεν αλλάζει ριζικά τις απαιτήσεις (τα προαπαιτούμενα) για τις επενδυτικές εκείνες εταιρίες που υπόκεινται στους κανόνες της οδηγίας για την επιχειρησιακή συμπεριφορά τους. Στην MiFID II ενυπάρχουν αλλαγές αναφορικά με τους κανόνες σχετικά με τον τρόπο που της καταλληλότητας (όπως π.χ οι απαιτήσεις για τις ΕΠΕΥ να συμπεριλάβουν στον έλεγχο αξιολογήσεις που σχετίζονται με την δυνατότητα πελατών τους να αντέξουν τις ενδεχόμενες απώλειες των υπό επένδυση κεφαλαίων τους λόγω του υπαρκτού επενδυτικού κινδύνου).

Αναφορικά με τον έλεγχο καταλληλότητας, η MiFID II κωδικοποιεί κατά ένα μεγάλο μέρος τις υπάρχουσες κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ-ESMA) έτσι ώστε οι προσδοκίες για τον τρόπο που διεξάγεται εφεξής ο έλεγχος καταλληλότητας των επενδυτικών εταιριών να παρουσιάζει κάποιες ουσιώδεις αλλαγές. Αν και τα χρηματοπιστωτικά προϊόντα που εντάσσονται στον έλεγχο του άρθρου 25 της MiFID II απαριθμούνται μερικώς, ένα συνεπές ρυθμιστικό καθεστώς δύναται να εστιάσει τον έλεγχο του γύρω και από πιθανά επενδυτικά προϊόντα που σχετίζονται με τα αποθεματικά της κοινωνικής ασφάλισης.

Το σύνολο των αποκαλούμενων πολύπλοκων χρηματοπιστωτικών προϊόντων ("complex products") δύναται να διατεθούν σε κάποιον επενδυτή είτε μέσω μίας συνιστώμενης επενδυτικής πώλησης (advised sale) είτε μέσω μίας πώλησης αφού έχει προηγηθεί ο λεγόμενος έλεγχος συμβατότητας. Η λογική του ελέγχου συμβατότητας είναι ακριβώς να εξασφαλίσει ότι ο εν δυνάμει πελάτης-επενδυτής, που δεν έχει λάβει επενδυτικές συμβουλές, διαθέτει τις απαιτούμενες γνώσεις και την επενδυτική εμπειρία να αντιληφθεί τους χρηματοπιστωτικούς κινδύνους ενός σύνθετου επενδυτικού προϊόντος. Εναπόκειται στην ΕΠΕΥ να συγκεντρώσει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες από τον υποψήφιο πελάτη-επενδυτή, έτσι ώστε να διεξαγάγει στη συνέχεια την απαιτούμενη αξιολόγηση πριν τη πώληση του προϊόντος.

Κατά την εφαρμογή της MiFID I δεν είχε ενσωματωθεί ούτε υιοθετηθεί ο έλεγχος συμβατότητας στα λεγόμενα "insurance based"- επενδυτικά προϊόντα. Σε ένα παγκόσμιο περιβάλλον απελεύθερωσης των συντάξεων κρίνεται ίσως περισσότερο αναγκαίο από ποτέ, να περιοριστεί ο επενδυτικός κίνδυνος από τις πωλήσεις επενδυτικών προϊόντων που σχετίζονται με κοινωνική ασφάλιση. Υπό το παραπάνω πρίσμα αναμένεται με έντονο ερμηνευτικό ενδιαφέρον η επέκταση από τις εποπτικές αρχές της MiFID II, της εφαρμογής του ελέγχου συμβατότητας για τις μη συνιστώμενες (non advised) πωλήσεις σύνθετων- κοινωνικής ασφάλισης κυρίως- επενδυτικών προϊόντων.

4.6 ΕΠΕΥ με καθήκοντα λήψης και εκτέλεσης εντολών

Σύμφωνα με το αρθ.25 παρ.6 του Ν.3606/2007, ΕΠΕΥ που παρέχουν αποκλειστικά την υπηρεσία της απλής λήψης και εκτέλεσης εντολών δύνανται να περιορίσουν την υποχρέωσή τους προς έλεγχο της επενδυτικής υπηρεσίας ή του χρηματοπιστωτικού μέσου. Πρόκειται για ρύθμιση που αποτελεί απόρροια της νομολογίας του γερμανικού ακυρωτικού. Ειδικότερα η γερμανική νομολογία με οδηγό την απόφαση Bond¹⁰⁸,

¹⁰⁸ Απόφαση με τα εξής πραγματικά περιστατικά: Ένα ζευγάρι Γερμανών ήταν πλέον είκοσι ετών πελάτες μιας τράπεζας τοποθετώντας τις αποταμιεύσεις τους μόνο σε ασφαλείς μορφές επένδυσης και συγκεκριμένα σε λογαριασμούς ταμειυτηρίου. Όταν μια από τις επιμέρους συμβάσεις αποταμίευσης έληξε, αποφέροντας κέρδος[...] αποφάσισαν μετά από συζήτηση με τον επενδυτικό σύμβουλο της τράπεζας η επένδυση του ποσού αυτού. Μέσα από το επενδυτικό πρόγραμμα της τράπεζας ο επενδυτικός σύμβουλος τους παρουσίασε ένα κατάλογο προτάσεων στον οποίο συμπεριλαμβανόταν και το ομολογιακό δάνειο του αυστραλιανού ομολόγου Bond. Στο μεταξύ δημοσιεύματα εφημερίδων και έγκριτοι οικονομολόγοι επιστούσαν την προσοχή στο επενδυτικό κοινό περί της κακής οικονομικής κατάστασης του ομολόγου. Κανένα όμως από τα προειδοποιητικά αυτά στοιχεία δεν κοινοποιήθηκε στο ζευγάρι αντίθετα υπήρξε διαβεβαίωση εκ μέρους του συμβούλου για το

θεωρεί ότι η επαφή μεταξύ ενός επενδυτή και μιας ΕΠΕΥ με αντικείμενο την παροχή συμβουλών αποτελεί πρόταση προς κατάρτιση σύμβασης επενδυτικών συμβουλών, με τη σύμβαση να καταρτίζεται με την έναρξη της συνομιλίας μεταξύ επενδυτή και ΕΠΕΥ. Εν συνεχεία, το γερμανικό ακυρωτικό κατ' απόκλιση από τους κανόνες που διατυπώθηκαν στην εν λόγω απόφαση –περί σπουδαιότητας της υποχρέωσης παροχής πληροφοριών στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών- έκρινε ότι μεταξύ της ΕΠΕΥ και ενός επενδυτή, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι καταρτίζεται σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών, όταν η ΕΠΕΥ κατά την επαφή της με τους αντισυμβαλλομένους της δηλώνει ρητά ότι απευθύνεται μόνο σε έμπειρους επενδυτές και ότι δύναται να παράσχει σε αυτούς μόνο τυποποιημένες πληροφορίες. Οι επενδυτές οι οποίοι εν γνώσει των ανωτέρω διαβιβάζουν προς τη ΕΠΕΥ εντολές προς εκτέλεση, δηλώνουν ταυτόχρονα ότι δεν χρειάζονται ενημέρωση¹⁰⁹. Ευθύνη της ΕΠΕΥ δεν θεμελιώνεται κατά τη γερμανική νομολογία¹¹⁰ ακόμα και αν ο παραγγελέας πράγματι δεν ήταν ενημερωμένος για τον κίνδυνο της συναλλαγής και παρόλα αυτά έδωσε εντολή προς κατάρτιση της συγκεκριμένης συναλλαγής, ερμηνεύοντας τη διαβίβαση της εντολής ως δήλωση του επενδυτή ότι δεν επιθυμεί ενημέρωση αποδεχόμενος τον επενδυτικό κίνδυνο που η εκτέλεση της εντολής του συνεπάγεται¹¹¹. Στην ίδια κατεύθυνση, στον περιορισμό των υποχρεώσεων των επιχειρήσεων που αρκούνται στη λήψη και εκτέλεση εντολών, κινήθηκε και η νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων κρίνοντας ότι δεν μπορεί να θεμελιωθεί ευθύνη του μέλους για τη εισαγωγή εντολής στην περίπτωση που συγκεκριμένος επενδυτής διαβιβάζει εντολή αγοράς σε υψηλή τιμή εκθέτοντας εαυτόν σε μεγάλο κίνδυνο επιδιώκοντας ταυτόχρονα και αντίστοιχα

αντίθετο. Ακολούθως το ζευγάρι αγόρασε ομολογίες ποσού[.], ο όμιλος Bond κηρύχθηκε σε πτώχευση και οι ομολογίες έχασαν σχεδόν ολόκληρη την αξία τους. Το ζευγάρι προσέφυγε στο δικαστήριο ζητώντας αποζημίωση από τη τράπεζα για παραβίαση των υποχρεώσεων πληροφόρησης, με την υπόθεση να φτάνει στο Γερμανικό Ακυρωτικό.

¹⁰⁹ Τουντόπουλος, 2015, 436.

¹¹⁰ Απόφαση με τα εξής πραγματικά περιστατικά: επενδυτής συνήψε σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών με μία τράπεζα η δραστηριότητα της οποίας περιοριζόταν στην λήψη και εκτέλεση εντολών επί κινητών αξιών. Η τράπεζα απέκλειε ρητά την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών προς τους πελάτες της. Κατά την υπογραφή της σύμβασης ο επενδυτής δήλωσε ότι ασχολείτο ήδη πέντε με δέκα χρόνια με την αγοραπωλησία τίτλων και η επενδυτική του πολιτική συνίστατο στην ανάληψη υψηλών κινδύνων προκειμένου να επιτευχθούν αντίστοιχα υψηλά κέρδη. Αφότου παρέλαβε από την τράπεζα φυλλάδιο για τις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα και αφού υπέγραψε έντυπο με τίτλο «Σημαντικές πληροφορίες σχετικά με τη δυνατότητα ζημίας σε στις συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα» επιδόθηκε σε συναλλαγές οι οποίες αρχικά του απέφεραν σημαντικό όφελος [...] ενώ στη συνέχεια υπέστη πολλαπλάσια ζημία [...] η οποία οφείλετο σε ιδιαίτερα κινδυνώδης συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα. Ακολούθως με αγωγή του ζήτησε από την τράπεζα αποζημίωση για τη ζημία που υπέστη επειδή η τράπεζα δεν τον ενημέρωσε σχετικά με τους ιδιαίτερους κινδύνους που ενείχαν οι συγκεκριμένες συναλλαγές.

¹¹¹ Γεωργιάδης, Η ευθύνη της ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003.

υψηλά κέρδη και γνωρίζοντας το σχετικό κίνδυνο¹¹². Συμπερασματικά, ΕΠΕΥ που αρκούνται στη λήψη και εκτέλεση εντολών (execution only) κρίνεται ότι απλά διαμεσολαβούν στην κατάρτιση της χρηματιστηριακής συναλλαγής ενώ η επενδυτική απόφαση και ο κίνδυνος από την πραγμάτωσή της βαρύνει αποκλειστικά τον επενδυτή¹¹³.

§5. ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΕΥΘΥΝΗΣ ΚΑΙ ΕΝΤΑΞΗ ΤΟΥ ΣΤΟΥΣ ΚΑΝΟΝΕΣ ΔΙΚΑΙΟΥ

5.1 Η αξιολόγηση των κανόνων της MiFID από τη σκοπιά ιδιωτικού και Δημοσίου δικαίου

5.1.1. Κλασικές υποχρεώσεις κατά το κοινό Αστικό δίκαιο

Οι υποχρεώσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων και κάθε ΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών συμβουλών και η ευθύνη που επισύρει η παραβίασή τους προκύπτουν και αντίστοιχα θεμελιώνονται, πέραν των Οδηγιών 92/22 και εν συνεχεία 2004/39 και των αντίστοιχων εθνικών νομοθετημάτων ιδίως του Ν.3606/2007, στις διατάξεις του κοινού αστικού δικαίου των συμβατικών ενοχών και κυρίως από την εξειδίκευση των γενικών ρητρών της καλής πίστης και των συναλλακτικών ρητρών (288 ΑΚ). Επομένως, οι επενδυτικές συμβουλές πρέπει να λαμβάνουν υπ' όψιν τα χαρακτηριστικά αφενός του επενδυτή και αφετέρου του αντικειμένου της επένδυσης. Προκειμένου να προετοιμάσει μια υπεύθυνη, από τη σκοπιά των συμφερόντων και σκοπών του πελάτη της, επενδυτική απόφαση η τράπεζα και αντίστοιχα η ΕΠΕΥ πρέπει να φροντίσει να ενημερωθεί για τις ιδιαιτερότητές του¹¹⁴. Να ζητήσει δηλαδή πληροφορίες για την περιουσιακή και εισοδηματική του κατάσταση, τους επενδυτικούς του στόχους, τη διάθεσή του για ανάληψη κινδύνων, τις επενδυτικές γνώσεις και εμπειρίες.

5.1.2. Σύγχρονη προσέγγιση της ευθύνης κατά το κοινό Αστικό δίκαιο

Ο επενδυτής, συχνά ακόμη και αυτός που διαθέτει εμπειρία, δεν είναι σε θέση να λάβει μία ορθή επενδυτική απόφαση, χωρίς αντικειμενική, εξειδικευμένη και προσανατολισμένη στις ανάγκες του πληροφόρηση και παροχή συμβουλής. Προκειμένου να

¹¹² ΑΠ 446/2010 ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

¹¹³ Τουντόπουλος, 2015, 437.

¹¹⁴ Λιάππης, Αποζημίωση των επενδυτών & δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, 2012, 181.

προστατευθεί από τους κινδύνους εκμετάλλευσης αλλά και να διασφαλισθεί η αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, έχει αναπτυχθεί μία ειδική νομοθεσία, σε ενσωμάτωση μάλιστα κοινοτικών οδηγιών, η οποία, εξειδικεύοντας τις επιταγές της καλής πίστης στον εν λόγω τομέα, καθορίζει ένα πλήθος υποχρεώσεων ενημέρωσης και διαφώτισης που θα πρέπει να ακολουθεί η τράπεζα ή η ΕΠΕΥ κατά την προώθηση των εν λόγω επενδυτικών προϊόντων.

Ωστόσο, συχνά οι επενδυτικές επιχειρήσεις, προκειμένου να επιτύχουν την πώληση του επενδυτικού προϊόντος και να εξασφαλίσουν το (συνήθως αμφίπλευρο) κέρδος τους από αυτή, καταχρώνται την εμπιστοσύνη των πελατών, δεν διερευνούν τις πραγματικές ανάγκες και επιθυμίες τους, καταστρατηγούν τις υποχρεώσεις διαφώτισης, αποσιωπούν κρίσιμα χαρακτηριστικά και κινδύνους του προϊόντος. Συγκαλύπτουν έτσι την ακαταλληλότητα του συγκεκριμένου προϊόντος για τον πελάτη και τον οδηγούν σε επενδυτικές αποφάσεις που αν είχε σωστή πληροφόρηση δεν θα ελάμβανε.

Στις παραπάνω περιπτώσεις ο επενδυτής έχει προστασία. Η νομοθεσία προσφέρει τις βάσεις και τα εργαλεία προκειμένου να επιτύχει την πλήρη αποκατάσταση της ζημιάς του. Ήδη δε, έχει διαμορφωθεί και στη χώρα μας, με αφορμή υποθέσεις από τις αθέμιτες, καταχρηστικές και παράνομες πρακτικές που ακολούθησαν ιδίως πιστωτικά ιδρύματα για την προώθηση των εν λόγω προϊόντων πριν την χρηματοπιστωτική κρίση, μία ενδιαφέρουσα νομολογία.

5.2. Σύνθετα Χρηματοπιστωτικά Προϊόντα – Νομολογική Προσέγγιση

5.2.1 Η εξωσυμβατική και ενδοσυμβατική ευθύνη πιστωτικού ιδρύματος υπό το πρίσμα της Lehman Brothers

Η υπ' αριθμ. 19932/2009 ΠΠρΘεσ/νικης. ήταν η πρώτη απόφαση επί ελληνικού εδάφους που αποφαίνεται επί της ευθύνης των πιστωτικών ιδρυμάτων που διαμεσολάβησαν για την προώθηση της πώλησης των επενδυτικών προϊόντων της αμερικανικής επενδυτικής τράπεζας Lehman Brothers¹¹⁵ έναντι των επενδυτών-πελατών τους μετά την πτώχευσή της. Σημειωτέον ότι η κατάρρευση της Lehman Brothers εί-

¹¹⁵ Η Lehman Brothers Holdings Inc αποτελούσε την τέταρτη μεγαλύτερη επενδυτική τράπεζα της Wall Street με περιουσιακά στοιχεία 600 δις. δολαρίων και πάνω από 25.000 εργατικό προσωπικό.

ναι το σημείο αναφοράς για το ξέσπασμα της μεγάλης οικονομικής κρίσης που ακολούθησε αμέσως μετά, με χιλιάδες επενδυτές να χάνουν τα κεφάλαιά τους που ήταν τοποθετημένα σε επενδυτικά προϊόντα της εν λόγω τράπεζας. Ειδικότερα, στην υπόθεση που απασχόλησε το ΠΠρΘεσ/νικης, η τράπεζα μέσω της υπαλλήλου που είχε αναλάβει τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του συγκεκριμένου επενδυτή, λόγω της πολυετούς σχέσης πελατείας μαζί του ήταν σε θέση να γνωρίζει το προφίλ του ως ενός συνταξιούχου, συντηρητικού επενδυτή¹¹⁶. Η συγκεκριμένη υπάλληλος όφειλε συνεπώς αφού είχε συμπληρώσει το απαραίτητο ερωτηματολόγιο στο οποίο αποτυπώνονταν το προφίλ του (πράγμα που δεν έπραξε) να του συστήσει κάποιο επενδυτικό προϊόν κατάλληλο για την περίπτωσή του κατά τα οριζόμενα στο αρθ.25 παρ.4 Ν.3606/2007. Αντ' αυτού όμως επέλεξε να του προτείνει τη τοποθέτηση του κεφαλαίου του σε σύνθετα ομόλογα της Lehman Brothers και μάλιστα σε μια χρονική περίοδο (αρχές του 2008) κατά την οποία είχε ήδη αρχίσει να διαφαίνεται η επερχόμενη οικονομική κρίση. Όπως συνάγεται από το ιστορικό της απόφασης, το πιστωτικό ίδρυμα ζήτησε από τον εν λόγω επενδυτή να υπογράψει την αίτηση εξαγοράς των συγκεκριμένων ομολόγων δίχως να επιβεβαιώσει το εάν είχαν γίνει σε αυτόν κατανοητά αφενός, ο κίνδυνος που διέτρεχε την επένδυση του αφετέρου ότι κάποιο τρίτο νομικό πρόσωπο και όχι η αντισυμβαλλόμενη τράπεζα αναλάμβανε την ασφάλεια του κεφαλαίου του.

Σύμφωνα με τα διαλαμβανόμενα στην απόφαση η αστική ευθύνη (εξωσυμβατική) της εναγόμενης τράπεζας έναντι του ζημιωθέντος επενδυτή βασίστηκε στις διατάξεις περί αδικοπραξίας (914 ΑΚ) λόγω πρόκλησης βλάβης στην περιουσία¹¹⁷ του ενάγοντος

¹¹⁶ Επρόκειτο για συνταξιούχο ναυτικό και μετέπειτα εργάτη οικοδομών στην Αυστραλία, απόφοιτο δημοτικού, που όταν επέστρεψε στην Ελλάδα ανέθεσε σε πολυεθνική τράπεζα με υποκατάστημα στη Θεσσαλονίκη το χειρισμό της επένδυσης του κεφαλαίου του επιδιώκοντας να μην προκληθούν απώλειες του και μάλιστα όχι μόνο να διατηρηθεί αυτό άθικτο αλλά να έχει συγχρόνως καλές αποδόσεις μέσω τοποθετήσεων ώστε να επιτευχθεί η αύξηση του. Η τράπεζα ήταν σε θέση να διαμορφώνει μέσω των υπαλλήλων της τις επιλογές του χωρίς να παρέχει κατά τρόπο κατανοητό στον ίδιο τις απαραίτητες πληροφορίες ώστε να αποφασίζει μόνος του[.]. Η αίτηση που υπέγραψε συνοδευόταν από ένα πυκνογραμμένο μακροσκελές έντυπο στο περιεχόμενο του οποίου γινόταν γνωστοί οι όροι της σχέσης που διαμορφωνόταν όπου αναφερόταν ότι η τράπεζα είναι διανομέας των τίτλων και παραγγελιοδόχος του πελάτη και δεν υπέχει καμία ευθύνη για την ακρίβεια ή την πληρότητα των πληροφοριών που παρέχονται σε αυτόν[.] και ότι τον επενδυτικό κίνδυνο αναλαμβάνει ο ίδιος ο πελάτης.

¹¹⁷ ΠΠρΘεσ.19932/2009 ΕφΑΔ 2009,803 όπου αναφέρεται ότι η «πρόκληση βλάβης στην περιουσία ορισμένου προσώπου η οποία συνδέεται προς τις παρεχόμενες από την τράπεζα επενδυτικές υπηρεσίες συνιστά όρο θεμελιώσεως αστικής ευθύνης της τελευταίας σε καταβολή αποζημίωσης λόγω αδικοπραξίας εφόσον επιπλέον υφίστανται και οι υπόλοιπες προϋποθέσεις υπαγωγής της συγκεκριμένης βιοτικής σχέσεως στους κανόνες των αρθ.298,330,914 ΑΚ. Οι προϋποθέσεις θεμελιώσεως της ανωτέρω μορφής αναλύονται ειδικότερα στην απαιτούμενη σχέση αιτιώδους συνάφειας μεταξύ των παρεχόμενων υπηρεσιών με το επελθόν ζημιολόγο αποτέλεσμα καθώς και στην υπαίτια

κατά την παροχή προς αυτόν επενδυτικών υπηρεσιών. Η υπαίτια εκδήλωση παράνομης συμπεριφοράς της τράπεζας στηρίχθηκε στο γεγονός ότι παραβίασε τις συναλλακτικές της υποχρεώσεις ειδικότερο περιεχόμενο των οποίων προσδιορίζεται με βάση τις 281 και 288 ΑΚ¹¹⁸. Ειδικότερα, η ευθύνη της τράπεζας απορρέει από την παράλειψη της υποχρέωσής της να αξιολογήσει τα συμφέροντα του πελάτη της καθώς και να παράσχει σε αυτόν όλες τις απαραίτητες πληροφορίες σχετικά με τη μορφή, το εύρος της προτεινόμενης τοποθέτησης του κεφαλαίου του και τον κίνδυνο που συνδεόταν με ενδεχόμενη ζημιογόνο εξέλιξη της τοποθέτησης αυτής, ώστε στη συνέχεια να αποφάσιζε ο ίδιος αν θα προχωρούσε υπό αυτές τις συνθήκες στην επένδυση. Επισημαίνεται ότι στην εν λόγω απόφαση το δικαστήριο, πλην της θεμελίωσης του παρανόμου στην αδικοπραξία, έκανε συγχρόνως επίκληση των διατάξεων του αρθ.8 Ν.2251/1994 για τη προστασία του καταναλωτή που ρυθμίζει την ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες. Αποφάνθηκε ότι η διάταξη αυτή βρίσκει εφαρμογή και στην παροχή επενδυτικών υπηρεσιών εφόσον ο εν λόγω πελάτης ως επενδυτής είχε την ιδιότητα του καταναλωτή. Δέχθηκε ότι εν προκειμένω πρέπει να λάβει χώρα αντιστροφή του βάρους απόδειξης με αποτέλεσμα να απαλλαγεί από την ευθύνη της η παρέχουσα τις επενδυτικές υπηρεσίες.

Η ζημία του συγκεκριμένου επενδυτή που προκλήθηκε από την πτώχευση της Lehman Brothers κατά το σκεπτικό της απόφασης, βρίσκεται σε αιτιώδη σύνδεσμο με την υπαίτια παράβαση από την τράπεζα των οργανωτικών της υποχρεώσεων και ιδίως του καθήκοντος διαφύλαξης των συμφερόντων του πελάτη και του καθήκοντος βέλτιστης εκτέλεσης.

Αντίθετα, κοινό γνώρισμα των αποφάσεων στη γερμανική νομολογία, είναι η θεμελίωση της αστικής ευθύνης των τραπεζών έναντι των επενδυτών τους, που θεμελιώνεται στις διατάξεις που προβλέπουν ενδοσυμβατική ευθύνη, την ευθύνη δηλαδή που απορρέει λόγω της οποιασδήποτε είδους σύμβασης που έχει καταρτισθεί μεταξύ του επενδυτή και του πιστωτικού ιδρύματος εντός του πλαισίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Η αιτιολόγηση ξεκινά από το δεδομένο ότι πρέπει να γίνει δεκτό ότι μεταξύ της διαμεσολαβούσας τράπεζας και του πελάτη της υπάρχει οπωσδήποτε σύμβαση με αντικείμενο την παροχή επενδυτικών συμβουλών, η οποία προϋποθέτει την

εκδήλωση παράνομης συμπεριφοράς μέσω της οποίας εκ μέρους της τράπεζας που παρέχει τις υπηρεσίες παραβιάζονται οι συναλλακτικές της υποχρεώσεις όπως το ειδικότερο περιεχόμενο αυτών στη συγκεκριμένη περίπτωση προσδιορίζεται σύμφωνα με τους κανόνες των αρθ.281, 288 ΑΚ».

¹¹⁸ Αλεξανδρίδου, Τα επενδυτικά προϊόντα της Lehman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, 133.

υποχρέωση της τράπεζας να δίνει συμβουλές στους πελάτες της για χρηματοπιστωτικά ζητήματα. Επομένως, μη παρέχοντας με αντικειμενικό τρόπο τις απαραίτητες αυτές εξηγήσεις και συμβουλές, η τράπεζα έχει παραβεί τις υποχρεώσεις που συνεπάγεται η εν λόγω σύμβαση και υπέχει ευθύνη για αποζημίωση του πελάτη της με βάση τις διατάξεις περί πλημμελούς εκπλήρωσης της (σιωπηρώς) συναφθείσας σύμβασης παροχής επενδυτικών συμβουλών¹¹⁹. Η κρίση αυτή έχει υιοθετηθεί και ακολουθείται από μεγάλο μέρος και της ελληνικής νομολογίας¹²⁰.

Τέλος, επισημαίνεται η πρακτική σημασία της επίκλησης της νομικής βάσης της ενδοσυμβατικής ευθύνης σε σχέση με αυτήν της εξωσυμβατικής στο πλαίσιο της αξίωσης αποζημίωσης των ζημιωθέντων επενδυτών σε βάρος των τραπεζών¹²¹. Το βασικότερο πλεονέκτημα έγκειται, το πρώτον στη νόθο αντικειμενική ευθύνη του πιστωτικού ιδρύματος λόγω της οποίας απαλλάσσεται ο επενδυτής από την υποχρέωση απόδειξης του πταίσματος των υπαλλήλων της εν λόγω τράπεζας το δε στην μεγαλύτερη έκταση της αποκαταστάς ζημιάς πράγμα που σημαίνει υποχρέωση της τράπεζας για αποκατάσταση του θετικού διαφέροντος του επενδυτή¹²².

5.2.2. Απόφαση ΑΠ 1028/2015

Εν προκειμένω ο Άρειος Πάγος κρίνει επαρκείς και χωρίς αντιφάσεις τις αιτιολογίες του Εφετείου που απέρριψε την έφεση της τράπεζας δεχόμενο ότι οι πληροφορίες που παρείχε η τελευταία στην ενάγουσα, στο πλαίσιο της μεταξύ τους (σιωπηρά συναφθείσας) σύμβασης επενδυτικών συμβουλών και υπηρεσιών, δεν ήταν ακριβείς, σαφείς, κατανοητές και μη παραπλανητικές (βλ. σχετικά την ΕφΑθ 787/2013). Ιδιαίτερη, ωστόσο, σημασία έχει εν προκειμένω η διεύρυνση των υποχρεώσεων ενημέρωσης που δέχεται ο Άρειος Πάγος υπό το πρίσμα της ΑΚ 288, πέραν δηλαδή των ειδικότερων ρυθμίσεων του ν. 3606/2007. Ειδικότερα, η επιβαλλόμενη στις ΕΠΕΥ (συνεπώς και στις τράπεζες) παροχή στον επενδυτή σαφούς, πλήρους, κατανοητής

¹¹⁹ Αλεξανδρίδου, ΔΕΕ 2010, 136.

¹²⁰ Ενδεικτικά ΠΠρΑθ.7169/2010 όπου το Δικαστήριο έκρινε ότι μεταξύ της διαμεσολαβούσας τράπεζας και του πελάτη της υπήρχε οπωσδήποτε σύμβαση -σιωπηρή- με αντικείμενο την παροχή επενδυτικών συμβουλών ενώ θεμελίωσε την ευθύνη της τράπεζας στην πλημμελή εκπλήρωση της συναφθείσας σύμβασης από πλευράς της.

¹²¹ Η υποχρέωση αποζημίωσης λόγω ευθύνης από αδικοπραξία περιλαμβάνει μόνο ότι θα είχε ο ζημιωθείς επενδυτής αν δεν είχε μεσολαβήσει η ζημιογόνος συμπεριφορά της ΕΠΕΥ. Ο επενδυτής ζητά με τη νομική βάση αυτής της ευθύνης την αποκατάσταση της ζημιάς που προκλήθηκε συνεπεία του γεγονότος ότι πίστεψε στην ορθότητα των πληροφοριών ή συμβουλών που του δόθηκαν. Δεν μπορεί όμως να ζητήσει να περιαχθεί στην οικονομική κατάσταση που θα βρισκόταν αν οι πληροφορίες ήταν σωστές.

¹²² Αλεξανδρίδου, ΔΕΕ 2010, 137.

και αντικειμενικής πληροφόρησης σε σχέση με επενδυτικές συμβουλές και υπηρεσίες, επιτρέπεται να γίνει είτε προφορικά, όπως συνήθως συμβαίνει, είτε σε τυποποιημένη μορφή. Η Οδηγία 2004/39/ΕΚ, αποβλέπει μεν στη μεγίστη εναρμόνιση των Κρατών μελών, υπό την έννοια της απαγόρευσης θέσπισης από τα Κράτη μέλη πρόσθετων υποχρεώσεων σε βάρος των ΕΠΕΥ, εκτός από εξαιρετικές περιπτώσεις, πλην δεν εξαντλεί όλα τα ζητήματα, όπως συμβαίνει επί παροχής από ΕΠΕΥ τυποποιημένης πληροφόρησης, την οποία ο αντισυμβαλλόμενος πελάτης δεν είναι σε θέση να αναγνώσει ή κατανοήσει, διότι δεν έχει το απαιτούμενο επίπεδο γνώσεων, οπότε έρχεται σε συμπλήρωση το εθνικό δίκαιο και η εφαρμογή της γενικής αρχής της καλόπιστης εκπλήρωσης της παροχής (άρθρο 288 Α.Κ.). Με βάση την αρχή αυτή η τράπεζα δεν θεωρείται ότι έχει εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της που απορρέουν από το άρθρο 25 του ν. 3606/2007 με μόνη την παροχή στον επενδυτή τυποποιημένης ενημέρωσης, όταν υπό τις συγκεκριμένες συνθήκες επιβάλλεται και η προφορική και αναλυτική ενημέρωση του επενδυτή. Επί ταυτόχρονης παροχής τυποποιημένης και προφορικής ενημέρωσης, χωρίς τη διευκρίνιση ότι η τελευταία περιορίζεται σε συγκεκριμένα κεφάλαια ή στοιχεία της επένδυσης, πρέπει η προφορική ενημέρωση να συγκεντρώνει όλα τα ως άνω κατά τον νόμο στοιχεία και δεν αναπληρώνεται ούτε συμπληρώνεται από την τυποποιημένη ενημέρωση, πολύ περισσότερο στην περίπτωση που ο επενδυτής αδυνατεί για λόγους αντικειμενικούς κατανοήσει τους όρους της επένδυσης και εύλογα αρκείται και δείχνει εμπιστοσύνη στην προφορική πληροφόρηση.

Στην προκείμενη περίπτωση η εναγόμενη περιορίστηκε να ενημερώσει προφορικά την ενάγουσα πως επρόκειτο για μια επένδυση ίσης ασφάλειας με την προθεσμιακή κατάθεση που αυτή ήταν αποφασισμένη να κάνει και ανταποκρινόταν στο συντηρητικό της επενδυτικό προφίλ, ότι το κεφάλαιο ήταν απολύτως εγγυημένο και μάλιστα με υψηλή απόδοση και ότι στη χειρότερη των περιπτώσεων θα το έπαιρνε αυτούσιο πίσω στη λήξη του. Απέφυγε να την ενημερώσει ότι οι επενδυτικοί τίτλοι ήταν αλλοδαποί, για τον τρόπο υπολογισμού της απόδοσης ή για τη φύση τους, η αποπληρωμή των οποίων εξαρτιόταν αποκλειστικά και μόνο από τη φερεγγυότητα μιας εταιρείας, για το ότι εγγυήτρια ήταν μια επίσης αλλοδαπή εταιρία, μητρική της εκδότριας των τίτλων εταιρίας και όχι η εναγόμενη, με την οποία η ενάγουσα είχε συναλλακτικές σχέσεις, ούτε για τον κίνδυνο απώλειας του κεφαλαίου της, σε περίπτωση πτώχευσης της εκδότριας εταιρίας. Δεν έγινε, εξάλλου, ο προβλεπόμενος από το προαναφερθέν άρθρο 25 παρ. ν του Ν. 3606/2007 έλεγχος καταλληλότητας του υποψήφιου επενδυτή από την εναγόμενη. Τα δε ενημερωτικά για την επένδυση φυλλάδια τόνιζαν

με έντονα στοιχεία μόνο τις αναφορές στα επιτόκια, τις υψηλές αποδόσεις και την προστασία του κεφαλαίου και η ενάγουσα, που είχε στοιχειώδεις γραμματικές γνώσεις, αδυνατούσε να κατανοήσει τους όρους της επένδυσης. Ως εκ τούτου, εύλογα έδειξε εμπιστοσύνη στην προφορική ενημέρωση της τράπεζας, η οποία και όφειλε και κατά την καλή πίστη να την πληροφορήσει πλήρως για τη φύση του επενδυτικού προϊόντος και τους όρους της επένδυσης, που αναφέρονταν στην έντυπη ενημέρωση. Οι τυποποιημένοι όροι της επένδυσης ήταν δυσνόητοι για την ενάγουσα καθώς αφορούσαν σύνθετο επενδυτικό προϊόν, η απόδοση του οποίου συνδεόταν με την πορεία ενός ισομερώς ισοσταθμισμένου καλαθιού εμπορευμάτων που συνδέονται με τον αγροτικό τομέα.

Σύμφωνα με την απόφαση, η παράβαση των προβλεπομένων από το ν. 3606/2007 υποχρεώσεων αποτελεί παρανομία και συντρεχόντων των λοιπών όρων παρέχουν αξίωση αποζημίωσης από το άρθρο 914 Α.Κ. Με δεδομένο ότι η ενάγουσα εκτός από την έντυπη ενημέρωση προέβη και σε προφορική, αλλά ελλιπή και παραπλανητική ως άνω πληροφόρηση της ενάγουσας, η εναγόμενη δεν θεωρείται ότι εκπλήρωσε τις επιβαλλόμενες σε αυτήν από το άρθρο 25 του ν. 3606/2007 υποχρεώσεις με το να παραδώσει στην ενάγουσα και έντυπη ενημέρωση.

Συμπερασματικά, με την ανωτέρω απόφαση γίνεται δεκτό το πρώτον ότι η εφαρμογή του άρθρου 288 Α.Κ. δεν μπορεί να περιοριστεί ή να αποκλειστεί από τους οριζόμενους στην MiFID κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς το δε, ότι η παραβίαση από τις τράπεζες και τις εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών των προβλεπόμενων από τον Ν.3606/2007 υποχρεώσεων στο βαθμό που οι διατάξεις του θεσμικού αυτού πλαισίου προασπίζουν ατομικά έννομα αγαθά αποτελεί παράνομη πράξη

και συντρεχόντων και των λοιπών όρων παρέχουν αξίωση αποζημίωσης.

5.2.3. ΜΠρΜυτιλ 212/2014 - Σιωπηρή κατάρτιση σύμβασης επενδυτικών υπηρεσιών

Ο Κώδικας Δεοντολογίας ΕΠΕΥ αρχικά, και ήδη ο Ν.3606/2007 θέτουν μια σειρά από κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς τους οποίους οφείλουν να τηρούν οι επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, προς προστασία περυσιακών αγαθών των επενδυτών. Ειδικότερα, θεσπίζουν — συμβατικές υποχρεώσεις και κατ επέκταση συμβατικές ευθύνες, στο πλαίσιο των ήδη διαμορφωμένων συμβατικών σχέσεων, αποτελώντας εξειδίκευση της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών. Οι υπο-

χρεώσεις αυτές θα μπορούσαν ενδεχομένως να θεωρηθούν ως παρεπόμενες υποχρεώσεις της συγκεκριμένης σύμβασης, ακόμα και αν δεν ρυθμίζονται ειδικώς συμβατικά από τα μέρη. Στις περιπτώσεις παροχής επενδυτικών συμβουλών εκ μέρους τραπεζών μεταξύ του διαμεσολαβούντος πιστωτικού ιδρύματος και πελάτη-επενδυτή γίνεται δεκτό ότι έχει συναφθεί σιωπηρή σύμβαση έστω και αν δεν έχει περιληφθεί έγγραφος τύπος με αντικείμενο την υποχρέωση της τράπεζας να δίνει συμβουλές στους πελάτες της για χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Το γεγονός ότι εξ αντικείμενου η τράπεζα έχει τις απαιτούμενες πληροφορίες και ειδικές γνώσεις των συνθηκών της αγοράς στοιχεία που απολείπονται των πελατών της, δημιουργεί στο πεδίο της έννομης σχέσης που συνδέει τα δύο μέρη μια εξειδικευμένη σχέση εμπιστοσύνης αλλά εν μέρει και εξάρτησης του πελάτη¹²³. Από τη γενικότερη υποχρέωση του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες πιστωτικού ιδρύματος προστασίας των συμφερόντων των πελατών-επενδυτών απορρέει αφενός η ειδικότερη υποχρέωση της τράπεζας να μην επιδιώκει μονομερώς την πρόταξη των ατομικών της συμφερόντων και αφετέρου η ειδικότερη υποχρέωση ενημέρωσης και παροχής συμβουλών ανάλογα με τις συγκεκριμένες συνθήκες και το επίπεδο γνώσεων του πελάτη της.

Στην μείζονα πρόταση της εν λόγω απόφασης αναπτύσσεται μια ιδιαίτερη ερμηνευτική προσέγγιση που εστιάζει στην αθέτηση από πλευράς εναγομένου πιστωτικού ιδρύματος του καθήκοντος πληροφόρησης, παροχής συμβουλευτικής καθοδήγησης και ενημέρωσης που υπαγορεύουν οι κανόνες του ισχύοντος κατά το χρόνο γέννησης της διαφοράς, Κώδικα Δεοντολογίας ΕΠΕΥ υπό το πρίσμα κυρίως των γενικών ρητρών της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών.

Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών οι γενικές αρχές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών παρέχουν ένα ευρύ προσαρμοζόμενο στη συγκεκριμένη εκάστοτε περίπτωση πεδίο προστασίας του επενδυτή. Κατά τη σύναψη επενδυτικών συμβάσεων δημιουργούνται, ως προαναφέρθη, πέραν των υποχρεώσεων των μερών για κύρια παροχή και επιπρόσθετες παρεπόμενες υποχρεώσεις τις οποίες υπαγορεύει και προσδιορίζει κατά περιεχόμενο η προβλεπόμενη στη διάταξη του άρθρου 288 ΑΚ αρχή της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών διευρύνοντας με τον τρόπο αυτό το περιεχόμενο της ενοχής. Επομένως, η τράπεζα όταν είναι προφανές ότι ο υποψήφιος πελάτης-επενδυτής δεν είναι σε θέση να αντιληφθεί τους κινδύνους από την σκοπούμενη συναλλαγή ή αν έχει στη διάθεση της στοιχεία που αν γνώριζε

¹²³ ΜΠρΜυτ.λ. 212/2014 ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

ο πελάτης ενδεχομένως δεν θα προχωρούσε στη σύναψη της σύμβασης, έχει την ειδικότερη υποχρέωση ενημέρωσης και προειδοποίησης σχετικά με την ασφάλεια του υπό επένδυση κεφαλαίου. Οι υποχρεώσεις αυτές αν και στο νόμο προβλέπονται στο περιθώριο του της ενοχής, κατά εφαρμογή της ρήτρας της καλής πίστης, θεωρούνται συμβατικές και κατά συνέπεια η παράβαση τους να συνιστά πλημμελή εκπλήρωση της παροχής¹²⁴. Περαιτέρω, η σχέση εμπιστοσύνης¹²⁵ που διέπει κάθε συναλλακτική σχέση μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και πελάτη, συνιστάμενη στην πίστη του πελάτη ότι η τράπεζα θα πράξει ότι είναι αναγκαίο για την εξυπηρέτηση και την προστασία των οικονομικών του συμφερόντων αλλά και της ίδιας της τράπεζας ότι ο πελάτης της συμπεριφέρεται απέναντι της με ειλικρίνεια και διάθεση να καταβάλει κάθε δυνατή προσπάθεια για εκπλήρωση των υποχρεώσεων που έχει αναλάβει, ως απόρροια της εφαρμογής της καλής πίστης επιβάλλει στα συμβαλλόμενα μέρη την τήρηση συμπεριφοράς ανταποκρινόμενης στην ιδιαιτερότητα της αμοιβαίας εμπιστοσύνης των μερών. Αρχικά σε προσυμβατικό στάδιο έχοντας ως αντικείμενο την παροχή πληροφοριών και διαφώτισης σχετικά με το περιεχόμενο της επικείμενης σύμβασης ώστε να προστατεύεται η συμβατική ελευθερία υπό την έννοια να μην επηρεάζεται από άγνοια η βούληση κάποιου εκ των συμβαλλομένων¹²⁶ αλλά και η διαφύλαξη απόλυτων έννομων αγαθών και η περιουσία του άλλου μέρους. Περαιτέρω, κατά τη συμβατική δέσμευση η σχέση εμπιστοσύνης επιβάλλει την επίδειξη επιμέλειας από πλευράς τραπεζίτη και αφετέρου σε περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων την πρόταξη των συμφερόντων του πελάτη της, με ενδεχόμενη παράβαση να δημιουργεί τις προϋποθέσεις ενδοσυμβατικής ευθύνης. Ειδικότερα παράβαση της αρχής της καλής πίστης είναι δυνατόν να αποτελέσει και η χρησιμοποίηση μεθοδεύσεων ή η απόκρυψη στοιχείων και γεγονότων εκ μέρους της τράπεζας έναντι του πελάτη που έχουν ως αποτέλεσμα τη συνομολόγηση υπέρ αυτής συμβατικών όρων. Τα ανωτέρω συνιστούν μια διαφορετική προσέγγιση της δεδομένης ανισοροπίας της διαπραγματευτικής ισχύος μεταξύ τραπεζών και συναλλασσομένων¹²⁷ με αυτές εξειδικεύοντας το περιεχόμενο της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών, προκειμένου να θεμελιωθεί η υποχρέωση πρόνοιας και διαφώτισης των πιστωτικών ιδρυμάτων υπό το πρίσμα των γενικών αυτών αρχών του δικαίου.

¹²⁴ *Ψυχομάνης*, Τραπεζικό δίκαιο-δίκαιο τραπεζικών συμβάσεων, 2008, 33.

¹²⁵ *Πιτσιρίκος*, Η ευθύνη από εμπιστοσύνη στην έννομη σχέση Τράπεζας-Πελάτη, ΔΕΕ 2012, 442.

¹²⁶ *Παπαστάμου*, Παρατηρήσεις σε ΠΠρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 357.

¹²⁷ *Μικρουλέα*, Σημείωση σε: ΜπρΜυτιλ. 212/2014, ΔΕΕ 2014, 1077.

5.2.4. Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου – ΠΠρΠατ. 255/2014

Το 2011 πιστωτικό ίδρυμα με έδρα την Κύπρο εξέδωσε τα Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου, τα οποία αποτελούσαν σύνθετα χρηματοοικονομικά μέσα με περίπλοκους και ριψοκίνδυνους όρους τα οποία σε κάθε περίπτωση δεν συνιστούσαν κατάλληλη επένδυση για όλους τους επενδυτές. Ειδικότερα, επρόκειτο για αόριστης διάρκειας ομολογίες της εκδότριας τράπεζας μειωμένης εξασφάλισης, μετατρέψιμες σε μετοχές και εμπεριέχουσες κινδύνους οι οποίοι δεν απέβαιναν ευχερώς αντιληπτοί από τους ιδιώτες επενδυτές (perpetual bonds). Επομένως, η τράπεζα δε θα είχε ποτέ υποχρέωση να επιστρέψει τους κατόχους το κεφάλαιό τους, ενώ επιπλέον εάν η οικονομική της κατάσταση επιβαρυνόταν σε σημείο που να τίθεται σε κίνδυνο η βιωσιμότητα της, τότε θα μπορούσε η ίδια ή οι εποπτικές αρχές να ακυρώσουν την πληρωμή των ετήσιων τόκων και να μετατρέψουν τα αξιόγραφα σε μετοχές. Τα Μ.Α.Ε.Κ δηλαδή μετατρέπονταν ουσιαστικά, από καταθετικό προϊόν, που ήταν θεωρητικά κατά την έκδοσή τους, σε επενδυτικό προϊόν και μάλιστα υψηλού ρίσκου αφού έχαναν την «προτεραιότητά» τους στη σειρά αποπληρωμής των υποχρεώσεων της τράπεζας. Με τον τρόπο αυτό, οι κάτοχοι των Μ.Α.Ε.Κ, από καταθέτες, ουσιαστικά θα μετατρέπονταν σε πιστωτές της τράπεζας.

Ωστόσο, οι πληροφορίες αυτές, δεν γνωστοποιήθηκαν ποτέ από πλευράς πιστωτικού ιδρύματος ως όφειλε στους υποψήφιους επενδυτές των Μ.Α.Ε.Κ.. Αντιθέτως, οι υπάλληλοι της τράπεζας που προωθούσαν τα αξιόγραφα, υπερτονίζαν τα πλεονεκτήματα τους και την υποτιθέμενη ασφάλεια των επενδύομενων χρημάτων που αυτά προσέφεραν, εκμεταλλευόμενοι το γεγονός ότι κατά την συγκεκριμένη χρονική περίοδο η ανασφάλεια για το ελληνικό τραπεζικό σύστημα ήταν έκδηλη και οι καταθέτες αναζητούσαν εναλλακτικούς τρόπους ασφαλούς επένδυσης των κεφαλαίων τους στο εξωτερικό. Περαιτέρω, η τράπεζα στηριζόμενη στην εμπιστοσύνη και τη μακροχρόνια συναλλακτική σχέση εν προκειμένω με τον πελάτη της, τον διαβεβαίωνε ότι τα Μ.Α.Ε.Κ αποτελούσαν ένα ασφαλές επενδυτικό προϊόν όμοιο με προθεσμιακή κατάθεση, με εγγυημένη επιστροφή του επενδύομενου κεφαλαίου στην πενταετία και σταθερό ετήσιο επιτόκιο ύψους 6.5%.

Στην πραγματικότητα όμως δεν συνιστούσαν προθεσμιακή κατάθεση αλλά καθαρά ένα επενδυτικό προϊόν, καθώς η τοποθέτηση του κεφαλαίου του επενδυτή σε Μ.Α.Ε.Κ δε χαρακτηριζόταν από ορισμένη διάρκεια, σταθερό επιτόκιο, περιοδική απόδοση τόκων δεδομένης της υποχρεωτικής ή προαιρετικής ακυρώσεως από την εκδότρια τράπεζα της πληρωμής των τόκων ούτε και εγγυημένη επιστροφή του κε-

φαλαίου αφού η απόδοση της εν λόγω επενδύσεως είχε κατ' ουσίαν εξαρτηθεί από την οικονομική κατάσταση της τράπεζας και κατ' επέκταση τις επικρατούσες στην Ελληνική, Κυπριακή και διεθνή οικονομία συνθήκες.

Ακολούθως, η τράπεζα επικαλούμενη περιορισμένη οικονομική ρευστότητα έλαβε την απόφαση να μη καταβάλλει τους τόκους του πρώτου εξαμήνου του 2012 και τα Μ.Α.Ε.Κ να μετατραπούν σε μετοχές κάνοντας χρήση του δικαιώματος μονομερούς ακυρώσεως της υποχρέωσης της για καταβολή τόκων και μετατροπής των ομολογιών αυτής σε μετοχές επί κεφαλαιακής ανεπάρκειας της. Επομένως οι κάτοχοι των προϊόντων αυτών, οι οποίοι είτε νόμιζαν ότι είχαν κάποιο κανονικό ομόλογο με εγγυημένη λήξη, είτε κάποιο προϊόν που εξομοιωνόταν με προθεσμιακή κατάθεση, συνειδητοποιήσαν πλέον ότι κατέχουν ένα προϊόν, δίχως λήξη, δίχως να δίδει τοκομερίδια, και του οποίου η αξία αποτιμάται μόνο χρηματιστηριακά.

Σημειώνεται δε, ότι η δεινή οικονομική κατάσταση και η επερχόμενη κεφαλαιακή ανεπάρκεια της τράπεζας ήταν γνωστή στα όργανα του πιστωτικού ιδρύματος ήδη κατά την έκδοση των Μ.Α.Ε.Κ, γεγονός που απέκρυσαν από τους πελάτες-επενδυτές, με απώτερο σκοπό την άντληση όσο το δυνατόν περισσότερων κεφαλαίων από τη διάθεση των επίμαχων αξιόγραφων σε αυτούς, χωρίς μάλιστα να αναλαμβάνει ταυτόχρονα καμία απολύτως υποχρέωση απέναντι τους. Επομένως, κατά την στιγμή που πωλούσε τα αξιόγραφα στους πελάτες της η εν λόγω τράπεζα ήδη γνώριζε πως δε θα είναι σε θέση να πληρώσει τους ετήσιους τόκους.

Ως εκ τούτου η ευθύνη της τράπεζας θεμελιώνεται στην πλημμελή ενημέρωση του πελάτη και ειδικότερα στην παράλειψη των υπαλλήλων του πιστωτικού ιδρύματος να πληροφορήσουν τον υποψήφιο αγοραστή με πληρότητα και σαφήνεια ως προς τα χαρακτηριστικά και τους επενδυτικούς κινδύνους των Μ.Α.Ε.Κ. Αν οι πληροφορίες αυτές και κυρίως το ενδεχόμενο οριστικής απώλειας του επενδυόμενου κεφαλαίου του είχαν περιέλθει σε γνώση του δεν θα προχωρούσε σε τοποθέτηση των καταθέσεων του στα εν λόγω αξιόγραφα. Επιπλέον το Δικαστήριο κρίνοντας ότι η τράπεζα ενήργησε με δόλο μέσω της απατηλής συμπεριφοράς των οργάνων της παραπλανώντας τον συγκεκριμένο πελάτη, προχώρησε σε ακύρωση της επίμαχης σύμβασης υποχρεώνοντας την τράπεζα στην αποκατάσταση της περιουσιακής του ζημίας.

5.2.5. Το ζήτημα του αιτιώδους συνδέσμου στην ευθύνη επί επενδυτικών συμβουλών (ΑΠ 1738,1739/2013)

Από τη διάταξη του άρθρου 914 ΑΚ, κατά την οποία όποιος ζημιώσει άλλον παράνομα και υπαίτια έχει υποχρέωση να τον αποζημιώσει, προκύπτει ότι προϋποθέσεις της αδικοπρακτικής ευθύνης είναι οι εξής : α) ανθρωπίνη συμπεριφορά που μπορεί να συνίσταται σε θετική ενέργεια (πράξη) ή σε παράλειψη ορισμένης ενέργειας, β) η πράξη ή παράλειψη να είναι παράνομη, γ) υπαιτιότητα (πταίσμα) του δράστη, που εκδηλώνεται είτε με τη μορφή του δόλου είτε με τη μορφή της αμέλειας, δ) επέλευση ζημίας και ε) αιτιώδους σύνδεσμος μεταξύ της συμπεριφοράς και της ζημίας.

Σύμφωνα δε, με το σκεπτικό και των δύο αποφάσεων και κυρίως της ΑΠ 1738/2013 η υπαίτια παράβαση των προβλεπομένων στις διατάξεις του Ν 3606/2007 υποχρεώσεων -και προηγουμένως των ιδίου περιεχομένου διατάξεων του Κώδικα Δεοντολογίας ΕΠΕΥ- συνιστά «παράνομία» υπό τους όρους και τις προϋποθέσεις της ΑΚ 914. Εφόσον, λοιπόν, η εν λόγω παρανομία, διαπραχθείσα με υπαιτιότητα, επιφέρει αιτιωδώς ζημία στον επενδυτή, υποχρεώνει την παρανομούσα τράπεζα σε αποζημίωση για ευθύνη από αδικοπραξία. Ο τιθέμενος προβληματισμός στον ανωτέρω συλλογισμό, είναι αυτός του αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της πλημμελούς επενδυτικής συμβουλής και της προβληθείσας με την αγωγή ζημίας των επενδυτών¹²⁸, δεδομένου ότι όταν η τράπεζα τους γνωστοποίησε ότι σύμφωνα με έναν από τους όρους του ομολόγου που είχαν στην κατοχή τους, οι οποίοι δεν τους είχαν επισημανθεί νωρίτερα, το ομόλογο δεν θα απέδιδε τόκο και ότι συνεπεία τούτου αυτό δεν θα είχε καμία απόδοση μέχρι τη λήξη του, προχώρησαν σε πρόωρη ρευστοποίηση σε τιμή πολύ χαμηλότερη από την τιμή κτήσης του. Στο ερώτημα, εάν η ελλιπής ενημέρωση του επενδυτή από πλευράς της τράπεζας ήταν πρόσφορη να οδηγήσει στην πρόωρη ρευστοποίηση δηλαδή στην απώλεια μεγάλου μέρους του επενδυθέντος κεφαλαίου και επί της αρνητικής απόφασης του Εφετείου όπου έκρινε ότι η συμπεριφορά της τράπεζας δεν αποτελούσε πρόσφορη αιτία της προκληθείσας ζημίας αλλά αυτή ήταν αποτέλεσμα της συμπεριφοράς, του ίδιου του επενδυτή η ΑΠ 1738/2013 αφενός απορρίπτει την ανωτέρω κρίση του Εφετείου αφετέρου υπογραμμίζει ότι ο πελάτης-επενδυτής υποχρεώθηκε σε ρευστοποίηση του κεφαλαίου της επένδυσης του συνεπεία της συμπεριφοράς του πιστωτικού ιδρύματος ενώ εν συνεχεία επικαλείται τα διδάγματα της κοινής πείρας από τα οποία προκύπτει ο αιτιώδους σύνδεσμος της α-

¹²⁸ Ψαρουδάκης, Αιτιώδους συνάφεια στην ευθύνη από επενδυτικές συμβουλές. Εισαγωγή στις αποφάσεις Αρείου Πάγου 1738 και 1739/2013, ΕπισκεΔ, 2013, 653.

νωτέρω συμπεριφοράς της τράπεζας με την ζημία. Περαιτέρω, η ΑΠ 1739/2013 η οποία επικύρωσε την αντίστοιχη απόφαση του Εφετείου που είχε κάνει δεκτό το αγωγικό αίτημα, προχωρώντας ακόμη περισσότερο συνδέει την συμπεριφορά του επενδυτή και την πρωτοβουλία εκ μέρους του για ρευστοποίηση της επένδυσής του, με την ζημιολογία συμπεριφορά του επενδυτικού συμβούλου. Γίνεται δεκτό δηλαδή, ότι η πλημμελής ενημέρωση και η παράβαση της υποχρέωσης διαφώτισης είναι δυνατόν να προκαλέσει την απόφαση του επενδυτή για πρόωρη ρευστοποίηση και στην ενδεχόμενη απώλεια του κεφαλαίου ως συναλλακτικώς αποδεκτή και εύλογη αντίδραση¹²⁹ στην πλημμέλεια από πλευράς του επενδυτικού συμβούλου της τράπεζας.

5.3. Η ερμηνεία της έννοιας του επενδυτή ως καταναλωτή

5.3.1. Η εφαρμογή του Ν.2251/94 για την προστασία του καταναλωτή ως επενδυτή

Η ευθύνη της εταιρείας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ή του πιστωτικού ιδρύματος είναι δυνατόν να υπαχθεί στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή μέσω των ειδικών διατάξεων, ιδίως αυτές των άρθρων 9γ' - 9ε' του Ν.2251/1994 που αναφέρονται σε «απαγόρευση εμπορικών πρακτικών», και που επιβάλλουν στον προμηθευτή και στις τράπεζες την κατάλληλη πληροφόρηση του μέσου καταναλωτή και του ιδιώτη επενδυτή προκειμένου αυτός να μην παραπλανηθεί και αποφασίσει να προχωρήσει σε συναλλαγή την οποία υπό διαφορετικές συνθήκες δεν θα αποφάσιζε να ενεργήσει. Επιπρόσθετα, ευθύνη του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες προκύπτει και από το άρθρο 8 παρ.1 του νόμου σύμφωνα με το οποίο «ο παρέχων υπηρεσίες ευθύνεται για κάθε περιουσιακή ζημία ή ηθική βλάβη που προκάλεσε παράνομα και υπαίτια με πράξη ή παράλειψη του κατά την παροχή αυτών στον καταναλωτή»¹³⁰ αλλά και με τελεολογική ερμηνεία των διατάξεων των άρθρων 4 και 4α του ίδιου Νόμου, τα οποία αναφέρονται σε υπηρεσία υπηρεσιών από απόσταση αφορούν όμως κάθε συναλλαγή με ταυτόχρονη φυσική παρουσία των συναλλασσομένων. Προϋπόθεση της ενεργοποίησης των ανωτέρω διατάξεων είναι η εξέταση της δυνατότητας ένταξης του επενδυτή στην έννοια του καταναλωτή, όπου κατά την έννοια του νόμου ορίζεται κάθε φυσικό πρόσωπο ή νομικό πρόσωπο για το οποίο προορίζονται τα προϊόντα ή οι

¹²⁹ Ο ίδιος, Επισκευή, 2013, 655.

¹³⁰ Ψυχομάνης, Η διάθεση "perpetual bonds" από τις ελληνικές τράπεζες, ΔΕΕ 2010, 863.

υπηρεσίες που προσφέρονται στην αγορά ή το οποίο κάνει χρήση τέτοιων προϊόντων ή υπηρεσιών εφόσον αποτελεί τελικό αποδέκτη τους. Κατά τη πάγια δε νομολογία του Αρείου Πάγου¹³¹ καταναλωτής νοείται κάθε πρόσωπο που είναι τελικός αποδέκτης του προϊόντος ασχέτως εάν η χρήση για την οποία προορίζεται είναι προσωπική ή επαγγελματική. Κάθε αντίθετη άποψη κατά τη νομολογία με συστατική ερμηνεία της διάταξης του άρθρου 1 παρ. 4 περ. α' του Ν.2251/1994 και περιορισμό της έννοιας του καταναλωτή μόνο στο φυσικό πρόσωπο θα συνιστούσε απόλυτο αποκλεισμό του νομικού προσώπου και θα προσέκρουε στην αρχή της ίσης μεταχείρισης αφού και το νομικό πρόσωπο δεν αποκλείεται να βρίσκεται στην ίδια ασθενέστερη έναντι του προμηθευτή θέση όπως και το φυσικό πρόσωπο. Επομένως, κάθε ομολογιούχος στο βαθμό που είναι τελικός αποδέκτης και κάνει χρήση των επιλέξιμων τίτλων θα μπορούσε να υπαχθεί στην έννοια του καταναλωτή¹³² όπως και τα πιστωτικά ιδρύματα που ως τελικοί αποδέκτες και για δική τους χρήση κατέχουν ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου¹³³. Η υπαγωγή βέβαια των πιστωτικών ιδρυμάτων στις προστατευτικές διατάξεις του δικαίου του καταναλωτή θα συνιστούσε προάσπιση των συμφερόντων και δικαιωμάτων του ισχυρότερου και όχι του ασθενέστερου συμβαλλόμενου μέρους και συνεπώς θα αποτελούσε σύμφωνα και με τη τελολογική ερμηνεία των διατάξεων καταχρηστική άσκηση της προστασίας. Σημειωτέον, ότι η αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους μέσω των ρυθμίσεων της σύμβασης του PSI εξυπηρετεί κυρίως τα συμφέροντα των πιστωτικών ιδρυμάτων τα οποία συμμετείχαν εθελοντικά και συνήνεσαν ρητώς στην ανταλλαγή των τίτλων τους. Κατ' επέκταση των ανωτέρω τα ασφαλιστικά ταμεία και τα υπόλοιπα ΝΠΔΔ που υπέστησαν σημαντική ζημία των περιουσιακών τους στοιχείων με την υπαγωγή τους στη σύμβαση PSI χωρίς μάλιστα τη συναίνεση τους πρέπει να υπαχθούν στην έννοια του καταναλωτή και να τύχουν της διευρυμένης προστασίας των κείμενων ειδικότερων διατάξεων. Περαιτέρω, η άποψη αυτή ενισχύεται αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι τα εν λόγω ΝΠΔΔ δεν συναλλάχθηκαν με το Ελληνικό δημόσιο αγοράζοντας τίτλους βάσει κερδοσκοπικής συμπεριφοράς ή βούλησης και εκ των προτέρων γνώσης του υψηλού τελικά κινδύνου στον οποίο έθεταν τη περιουσία τους αλλά βάσει νομοθετικής ρύθμισης που αποτελούσε επιταγή και περαιτέρω βάσει της πρόσκλησης για αγορά ελληνικών ομολόγων στη βάση ελκυστικών επιτοκίων από το ίδιο το Ελληνικό Δημόσιο.

¹³¹ Ενδεικτικά ΑΠ 1001/2010, ΑΠ 16/2009 ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

¹³² Καλαμπούκα-Γιαννοπούλου, Η προστασία του επενδυτή-καταναλωτή από την εφαρμογή του PSI, ΔΕΕ 2012, 1011.

¹³³ Αντίθετα πιστωτικά ιδρύματα που κατέχουν τους επιλέξιμους τίτλους στο πλαίσιο των προσφερόμενων προϊόντων κατά την άσκηση της δραστηριότητάς τους προς χρήση των πελάτων τους δεν μπορούν να κριθούν ως καταναλωτές.

Ωστόσο, το γεγονός ότι οι κάτοχοι κρατικών ομολόγων είναι αντισυμβαλλόμενοι τράπεζας ή εταιρείας παροχής επενδυτικών υπηρεσιών δεν σημαίνει απαραίτητα ότι με την επίκληση αυτού του γεγονότος και μόνο θα θεωρηθούν εκ των προτέρων καταναλωτές¹³⁴. Το κριτήριο για την ένταξη στο προστατευτικό καθεστώς του δικαίου του καταναλωτή παραμένει η οικονομική επιφάνεια¹³⁵ του κάθε ομολογιούχου ο όγκος και η συχνότητα συναλλαγών το επίπεδο γνώσεων και η εμπειρία να αξιολογήσουν τους κινδύνους των συγκεκριμένων επενδυτικών επιλογών. Σε αντίθετη περίπτωση η υπαγωγή στις προστατευτικές διατάξεις των καταναλωτών ιδιωτών επενδυτών αποβαίνει καταχρηστική.

5.4 Απλά Χρηματοπιστωτικά Προϊόντα – Νομολογιακή Προσέγγιση.

5.4.1. Το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου (PSI) και η σύζευξη των κανόνων ιδιωτικού και δημοσίου δικαίου

Η δυναμική του δημόσιου χρέους, η οποία το 2012, αναπτύσσεται σε περιβάλλον αρνητικών ρυθμών μεγέθυνσης της εθνικής οικονομίας για τέταρτη συνεχή χρονιά¹³⁶, σε συνδυασμό το παγκόσμιο δυσμενές οικονομικό περιβάλλον και την αδυναμία επανάκτησης της πρόσβασης στις χρηματοπιστωτικές αγορές έθεσαν πιο ρεαλιστικά από ποτέ το ζήτημα της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους μέσω της συμμετοχής του ιδιωτικού τομέα (Private Sector Involvement-PSI). Το Φεβρουάριο του 2012 τέθηκε σε εφαρμογή η διαδικασία ανταλλαγής ελληνικών ομολόγων με στόχο την κάλυψη σημαντικού μέρους του χρηματοδοτικού κενού της χώρας και την μείωση του ανεξόφλητου κεφαλαίου των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου¹³⁷. Η διαδικασία του PSI της συμμετοχής δηλαδή του ιδιωτικού τομέα στην απομείωση του ελληνικού δημόσιου χρέους μέσω της διαδικασίας ανταλλαγής των ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με νέα ομόλογα σημαντικά χαμηλότερης αξίας από τα παλαιά, υλοποιήθηκε με την ψήφιση και δημοσίευση του Ν.4050/2012¹³⁸. Ο νόμος έθεσε το βασικό πλαίσιο

¹³⁴ Καλαμπούκα-Γιαννοπούλου, ΔΕΕ 2012, 1012.

¹³⁵ Δύσκολα θα μπορούσαν να ενταχθούν στην έννοια του καταναλωτή επαγγελματίες επενδυτές οι οποίοι έχουν συνήθως και μεγάλη οικονομική επιφάνεια.

¹³⁶ ΟΛΣΤΕ 1116/2014, σκέψη 13.

¹³⁷ Η πολιτική απόφαση για την αναδιάρθρωση του ελληνικού χρέους ελήφθη στη Σύνοδο Κορυφής της 26ης Οκτωβρίου 2011, σε συνέχεια της δήλωσης της 21ης Ιουλίου 2011 από τους επικεφαλής των κρατών – μελών της Ευρωζώνης και των οργάνων της Ευρωπαϊκής Ένωσης, βάσει της οποίας συστάθηκε στις 7 Ιουνίου 2011 το “Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας” (ΕΤΧΣ) “European Financial Stability Facility” (EFSF) με σκοπό την εξασφάλιση σταθερότητας στα κράτη – μέλη της Ευρωζώνης.

¹³⁸ Ν.4050/2012 «Κανόνες τροποποίησης τίτλων, εκδόσεως ή εγγυήσεως του Ελληνικού Δημοσίου με συμφωνία των ομολογιούχων» ΦΕΚ Α΄ 36 23.2.2012.

για την τροποποίηση των υφιστάμενων ομολόγων του Ελληνικού Δημοσίου με την ενεργοποίηση της Ρήτρας Συλλογικής Δράσης (Collective Action Clause-CAS) η οποία διασφαλίζει ότι με απόφαση συγκεκριμένης απαρτίας και πλειοψηφίας των ομολογιούχων είναι δυνατή η λήψη απόφασης για την τροποποίηση των τίτλων και την αντικατάστασή τους με νέους οι οποίοι δεσμεύουν όλους τους ομολογιούχους ακόμη και αυτούς που ρητώς ή σιωπηρώς δεν συμμετείχαν. Ειδικότερα, στο αρθρ. 1 παρ.4 προβλέφθηκε ότι για την τροποποίηση των επιλέξιμων τίτλων¹³⁹ οι οποίοι θα αντικαθίσταται απαιτείται συμμετοχή στη διαδικασία (απαρτία) τουλάχιστον του ενός δευτέρου του συνολικού ανεξόφλητου κεφαλαίου όλων των επιλέξιμων τίτλων που ορίζονται στη σχετική πρόσκληση (συμμετέχον κεφάλαιο) και ενισχυμένη πλειοψηφία υπέρ της τροποποίησης τουλάχιστον των δύο τρίτων του συμμετέχοντος κεφαλαίου. Επισημαίνεται ότι το μεγαλύτερο τμήμα των ομολόγων που αποτέλεσαν αντικείμενο ανταλλαγής με τα νέα ομόλογα στο πλαίσιο του PSI διεπόταν από το ελληνικό δίκαιο μη εμπεριέχοντας ρήτρα συλλογικής δράσεως ή κάποιον αντίστοιχο όσο που να επιτρέπει την αναδιάταξη του χρέους με απόφαση της πλειοψηφίας των ομολογιούχων σε αντίθεση με τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου που διέπονταν από το αγγλικό δίκαιο που περιείχαν εξαρχής τη ρήτρα αυτή. Επομένως, εφόσον στα διεπόμενα από το Ελληνικό δίκαιο, αρχικώς εκδοθέντα ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου δεν συμπεριλαμβάνονταν τέτοια ρήτρα, οποιαδήποτε τροποποίηση των όρων τους και αντικατάστασή τους με νέα θα απαιτούσε την συναίνεση του συνόλου των πιστωτών. Καθώς όμως οι επιλέξιμοι τίτλοι διέπονταν από το Ελληνικό δίκαιο ήταν δυνατή η ψήφιση νόμου που προέβλεπε εκ των υστέρων την δυνατότητα τροποποίησης των υφιστάμενων ομολόγων με τις προϋποθέσεις απαρτίας και πλειοψηφίας που αναφέρθηκαν ανωτέρω¹⁴⁰. Επρόκειτο δηλαδή για μια μορφή γνήσιας αναδρομικής εφαρμογής των ρητρών αναδρομικής εφαρμογής¹⁴¹ και της ταυτόχρονης κατάργησης των υφιστάμενων τίτλων και έκδοσης νέων μειωμένης κατά πολύ μάλιστα αξίας καταδεικνύοντας με το τρόπο την ιδιαιτερότητα του Ελληνικού προβλήματος. Η συντριπτική πλειοψηφία κατόχων ελληνικών ομολόγων συμμετείχαν εθελοντικά στο πρόγραμμα ανταλλαγής τίτλων ωστόσο με τα οριζόμενα στις διατάξεις του νόμου δεσμεύτηκαν και οι επενδυτές που επέλεξαν να μην συναινέσουν στην τροποποίηση

¹³⁹ Στο κείμενο του νόμου δίνονται οι βασικοί ορισμοί των χρησιμοποιούμενων εννοιών του «επιλέξιμου τίτλου», της «τροποποίησης τίτλων», του «ομολογιούχου», του «επενδυτή».

¹⁴⁰ *Μήτσου*. Σκέψεις με αφορμή τις αποφάσεις της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας (1116 και 1117/2014) αναφορικά με τη νομιμότητα της διαδικασίας «Συμμετοχής του Ιδιωτικού Τομέα» (‘‘PSI’’) στην απομείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους, ΔΕΕ 2014, 1028.

¹⁴¹ *Τσιμπανούλης*, Οι ρήτρες συλλογικής δράσης του προγράμματος ανταλλαγής ομολόγων ελληνικού δημοσίου κατά το Ν.4050/2012 υπό το πρίσμα του άρθρου 1 του Πρώτου Πρόσθετου Πρωτοκόλλου της ΕΣΔΑ, Τιμητικός τόμος Ι.Κ.Δρυλλεράκη, 2015, 197-248.

των ομολόγων τους ή οι επενδυτές που δεν ήθελαν να συμμετέχουν καν στην διαδικασία προσδοκώντας είτε την αποπληρωμή των ομολόγων τους κατά την πλήρη ονομαστική τους αξία είτε ακολουθώντας τη δικαστική οδό για την διεκδίκηση αποζημίωσης για την μη αποπληρωμή των ομολόγων τους. Σημειωτέον, ότι προκειμένου να επιταχυνθεί η διαδικασία του PSI δεν απαιτούνταν να ψηφίσει ο τελικός επενδυτής και δικαιούχος του επιλέξιμου τίτλου, όπως αυτός ορίζεται στο νόμο, αλλά ο θεματοφύλακας που τηρεί τον λογαριασμό στο όνομα του ως φορέας της ΗΔΑΤ (Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων)¹⁴². Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι πραγματικοί δικαιούχοι των τίτλων να μην έχουν τη δυνατότητα να ασκήσουν το δικαίωμα ψήφου και να δηλώσουν την αντίθεση τους ή μη στην εφαρμογή κανόνων συλλογικής δράσης στους τίτλους που κατείχαν και στην διαδικασία της ανταλλαγής τους με τα νέα ομόλογα του Ελληνικού δημοσίου. Στο πεδίο δε εφαρμογής της σύμβασης του PSI υπήχθησαν κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που κατά τη κρίσιμη χρονική περίοδο κατείχε ομόλογα αλλά και νομικά πρόσωπα που είχαν τοποθετήσει τα κεφάλαια τους και τα κεφάλαια των πελατών τους σε αυτά εντάσσοντας έτσι στην έννοια του ομολογιούχου πιστωτικά ιδρύματα και εταιρείες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι ίδιοι όροι εφαρμόστηκαν και σε ΝΠΔΔ όπως ασφαλιστικά ταμεία, νοσοκομεία, πανεπιστημιακά ιδρύματα με συνέπεια την υπαγωγή τους στις ρυθμίσεις και την αντίστοιχη μείωση των κεφαλαίων τους.

Μετά την κρίση της Ολομελείας του ΣτΕ περί συνταγματικότητας του PSI και άρα τη μη δυνατότητα έγερσης αξιώσεων κατά του Ελληνικού Δημοσίου οι κάτοχοι κρατικών ομολόγων στράφηκαν κατά των τραπεζών που τους τα διέθεσαν επικαλούμενοι παράβαση των διατάξεων προστασίας επενδυτών.

Οι πρώτες αποφάσεις που έχουν εκδοθεί από τα πολιτικά δικαστήρια της χώρας μας απέχουν πολύ από τη διαμόρφωση μιας νομολογίας, καθώς είναι αντιφατικές ως προς την τελική τους κρίση, καταδεικνύοντας τοιουτοτρόπως τον προβληματισμό και την αβεβαιότητα ως προς τις συνέπειες που θα μπορούσε να επιφέρει μια θετική ή αρνητική κρίση της αγωγής των κατόχων των κρατικών ομολόγων σε οικονομικό και κοινωνικό επίπεδο.

¹⁴² Η Ηλεκτρονική Δευτερογενής Αγορά Τίτλων (ΗΔΑΤ) είναι η οργανωμένη δευτερογενής αγορά τίτλων με αντικείμενο διαπραγμάτευσης τίτλους του Ελληνικού Δημοσίου καθώς επίσης ομόλογα και εν γένει χρεωστικούς τίτλους σταθερού εισοδήματος που έχουν εκδοθεί από εταιρίες ή άλλους εκδότες με εγγύηση του ελληνικού Δημοσίου. Διαχειριστής της ΗΔΑΤ είναι η Τράπεζα της Ελλάδος.

Συγκεκριμένα, το Ειρηνοδικείο Αθηνών με την 2724/2015 απόφασή του έκρινε ότι η τράπεζα είχε ευθύνη να αποζημιώσει την ενάγουσα επενδύτρια καθώς παρέλειψε να την ενημερώσει για τη μετά την κατάρτιση της σύμβασης δυσμενή εξέλιξη των ομολόγων και τη διαφαινόμενη αδυναμία αποπληρωμής τους λόγω της δραστηκής μείωσης της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού δημοσίου, θεμελιώνοντας την κρίση του στην υποχρέωση ενημέρωσης της τράπεζας που απορρέει από την αρχή της βέλτιστης εκτέλεσης της εντολής που θεσπίζεται στο άρθρο 27 Ν. 3606/2007 και στην αρχή της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών. Εν προκειμένω το Δικαστήριο χρησιμοποιεί ως συμπληρωματικό στοιχείο την γενική αρχή της καλής πίστης που επιτάσσει την καλόπιστη εκπλήρωση της παροχής, αναγνωρίζοντας ευθύνη της τράπεζας για παρεπόμενες υποχρεώσεις ενημέρωσης των πελατών-επενδυτών της σε σχέση με την καθοδική πορεία των ομολόγων και την εμπορευσιμότητα τους κατά το μετασυμβατικό στάδιο.

Δέον να επισημανθεί ότι παρά την ανωτέρω κρίση, το Δικαστήριο δέχτηκε ότι η αγορά των ομολόγων οφείλεται σε αποκλειστική πρωτοβουλία της επενδύτριας, δεν υπάρχει σχέση επενδυτικών συμβουλών, αλλά μόνο επενδυτικών υπηρεσιών μεταξύ της τράπεζας και της επενδύτριας επικαλούμενο τα έγγραφα εντολής που εκείνη υπέγραψε, καθώς και ότι η τράπεζα δεν ήταν υποχρεωμένη να προβεί σε έλεγχο καταλληλότητας ή συμβατότητας της επενδύτριας για την αγορά των ομολόγων.

Σε αντίθεση με την ανωτέρω απόφαση το Μονομελές Πρωτοδικείο Αθηνών με την 5027/2015 απόφαση του αφενός κρίνει ότι η απόφαση για επένδυση σε αγορά κρατικών ομολόγων ήταν προϊόν πρωτοβουλίας των ιδίων των επενδυτών οι οποίοι παρά την ενημέρωση που έλαβαν και τις αντιρρήσεις των στελεχών της τράπεζας επέμεναν να προχωρήσουν στη συγκεκριμένη επένδυση αφετέρου ότι στην επίδικη περίπτωση δεν υφίσταται υποχρέωση ελέγχου καταλληλότητας και συμβατότητας δεδομένου ότι η τράπεζα παρείχε επενδυτικές υπηρεσίες που συνίστατο αποκλειστικά στην εκτέλεση εντολών των πελατών της και όχι παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Περαιτέρω, έκρινε ότι δεν συντρέχει παράλειψη υποχρέωσης μεταγενέστερης - μετά την κτήση των τίτλων - ενημέρωσης των επενδυτών από πλευράς του πιστωτικού ιδρύματος για τον επικείμενο κίνδυνο της επένδυσης τους λόγω των διακυμάνσεων της πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού δημοσίου καθώς, ακόμα και αν υφίστατο, δεν θα επέφερε κανένα όφελος στους επενδυτές δεδομένου ότι η μεγάλη μείωση της τρέχουσας αξίας των συγκεκριμένων ομολόγων εξαιτίας της έντονης αμφισβήτη-

σης περί της εξυπηρέτησης του δημόσιου χρέους τα καθιστούσε σχεδόν αμέσως μετά την κτήση τους μη εμπορεύσιμα. Η εν λόγω απόφαση έκρινε ότι απλώς και μόνο η ανάθεση στην τράπεζα της εκτέλεσης συγκεκριμένων επενδυτικών κινήσεων από τον επενδυτή και η εκτέλεση αυτών από πλευράς της δεν συνιστά σιωπηρή κατάρτιση σύμβασης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών καθώς με τον τρόπο αυτό δεν αναπτύσσεται η απαιτούμενη σχέση εμπιστοσύνης η οποία να επιτρέπει στην τράπεζα να επηρεάσει την επενδυτική βούληση του πελάτη της, αποκλείοντας την εφαρμογή της παρ.6 του άρθρου 25 του Ν.3606/2007, βάσει της οποίας απερρίφθη η σχετική αγωγή των ομολογιούχων.

Δεδομένου του εξαιρετικού χαρακτήρα της ανωτέρω διάταξης –της παρ.6 του Ν.3606/2007 που αποτελεί ενσωμάτωση του άρθρου 19 παρ.6 της MiFID- και της απόκλισης που εμφανίζει από το πλαίσιο προστασίας των επενδυτών που καθιερώνει η Οδηγία ο ανωτέρω δικανικός συλλογισμός προκαλεί εύλογο προβληματισμό καθώς τείνει να μεταφέρει την υποχρέωση πληροφόρησης και διαφώτισης από τη πλευρά των τραπεζών σε αυτή των πελατών-επενδυτών χωρίς να υφίσταται για αυτούς η αντίστοιχη εκ του νόμου υποχρέωση.

Στο κανονιστικό πλαίσιο της MiFID και της προσπάθειας του κοινοτικού νομοθέτη να καλύψει όλο το φάσμα των δραστηριοτήτων μετά τη ραγδαία αύξηση των υπηρεσιών και των μέσων που προσφέρονται, η διατύπωση της διάταξης της Οδηγίας η οποία εισάγει εξαιρέσεις από τις εκτεταμένες υποχρεώσεις ενημέρωσης και περιορίζει την ευθύνη των παρόχων επενδυτικών υπηρεσιών, αφορά ένα εξειδικευμένο πλέγμα συναλλαγών ήτοι, την διαβίβαση εντολής εκτέλεσης μιας συναλλαγής πελάτη προς την τράπεζα μέσω ηλεκτρονικών συστημάτων¹⁴³. Πρόκειται κυρίως για την περίπτωση του direct broking, όπου οι επενδυτές διαβιβάζουν τις εντολές μέσω ηλεκτρονικών υπολογιστών ή μέσω τηλεφώνου (phone banking), οι οποίες εκτελούνται άμεσα με είσπραξη κατά κανόνα μειωμένης προμήθειας και κατά συνέπεια χωρίς να παρέχονται εξατομικευμένες συμβουλές ή πληροφορίες προς αυτούς¹⁴⁴. Υπό το πρίσμα αυτό ορθότερο είναι να εξετάζεται για κάθε περίπτωση ομολογιούχου ξεχωριστά αν πράγματι παρέχονταν σε αυτόν εξατομικευμένες συμβουλές ή πληροφορίες ώστε να έχει συναφθεί σιωπηρώς μια σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, η οποία

¹⁴³ Μπώλος, Αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και υποχρεώσεις ενημέρωσης των τραπεζών κατά τη διάθεση ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου, ΧρΐΔ 2016, 18.

¹⁴⁴ Τουντόπουλος, 2015, 438

αποκλείει την εφαρμογή της παρ.6 του άρθρου 25 του Ν.3606/2007¹⁴⁵. Εν συνεχεία, το Δικαστήριο με δεδομένο ότι η αγορά των ομολόγων διενεργήθηκε προ της επίταξης της κρίσης του δημόσιου χρέους και συνδέοντας τη λήψη των σχετικών νομοθετικών μέτρων αποκλειστικά με αυτή, αποκλείει τη δυνατότητα εφαρμογής της γενικής αρχής της καλής πίστης κατά τη λήψη και εκτέλεση της εντολής, στηριζόμενο στην παραδοχή της μη δυνατότητας πρόβλεψης των πιστωτικών ιδρυμάτων της μεταγενέστερης εφαρμογής των εξαιρετικών νομοθετικών διατάξεων που εισήγαγαν αναδρομικά ρήτρες συλλογικής δράσης¹⁴⁶. Με τον τρόπο αυτό όμως δεν προχωρά στην διερεύνηση ως προς την ύπαρξη ουσιωδών οικονομικών στοιχείων όπως είναι οι αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας του Ελληνικού Δημοσίου, που το πιστωτικό ίδρυμα γνώριζε ή όφειλε να γνωρίζει κατά τη χρονική στιγμή αγοράς των κρατικών ομολόγων ώστε να διαφωτίσει ως παρεπόμενη υποχρέωση βάσει της αρχής της καλής πίστης τους-κατά κανόνα μη εξειδικευμένους με σύνθετους χρηματοοικονομικούς όρους και επομένως αδύναμο μέρος της σύμβασης- αγοραστές των ομολόγων για τον ενδεχόμενο που διέτρεχε η τοποθέτηση των κεφαλαίων τους σε αυτά¹⁴⁷.

5.4.2. Ιδιωτικά περιουσιακά δικαιώματα και κρατικός νομοθετικός εξαναγκασμός : η περίπτωση του ελληνικού PSI

Στην περίπτωση των κατόχων Ελληνικών κρατικών ομολόγων, το κυρίως πρόβλημα παραμένει ο εκ του νόμου εξαναγκασμός μέρους αυτών σε συμμετοχή στο πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων PSI (Private Sector Involvement) μέσω της ενεργοποίησης των ρητρών συλλογικής δράσης (CACs, Collective Action Clauses). Η απόφαση δηλαδή του κράτους να μετατρέψει το κούρεμα σε υποχρεωτικό για τη κατηγορία των ομολογιούχων που επέλεξαν να μη συμμετάσχουν, γεγονός που εγείρει σειρά νομικών προβληματισμών. Σε ένα πρώτο στάδιο η μονομερής κρατικής επέμβαση σε υπάρχουσα σύμβαση συνιστά αναμφισβήτητη προσβολή της αρχής ελευθερίας των συμβάσεων. Εν συνεχεία, νομικό ζήτημα εγείρεται ως προς την κρατική επέμβαση στο ατομικό δικαίωμα της περιουσίας των ομολογιούχων, τόσο φυσικών όσο και νομικών προσώπων, με την έννοια ότι οποιαδήποτε νομοθετική επέμβαση στην υπόσταση ή την οικονομική αξία ενός ομολόγου προσβάλλει κατά πρώτο λόγο υφι-

¹⁴⁵ Μπώλος, ΧρΙΔ 2016, 19, 22.

¹⁴⁶ Δεν μπορεί δηλαδή να αξιωθεί από την ΕΠΕΥ να έχει φροντίσει να ενημερώσει τον επενδυτή για γεγονότα τα οποία ούτε η ίδια ήταν σε θέση να γνωρίζει κατά την τη σύναψη της σύμβασης. Σπυρόπουλος, Σχόλιο σε: ΜΠρΑθ 5027/2015 Οριοθέτηση της ευθύνης τράπεζας από τη λήψη και εκτέλεση εντολής για αγορά ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου, ΝοΒ 2015, 2023.

¹⁴⁷ Μπώλος, ΧρΙΔ 2016, 21.

στάμενο περιουσιακό δικαίωμα του κατόχου¹⁴⁸. Δικαίωμα που προστατεύεται όσον αφορά το εσωτερικό δίκαιο από το άρθρο 17 Σ περί προστασίας της ιδιοκτησίας ενώ από πλευράς ενωσιακού δικαίου από το άρθρο 1 του 1^{ου} Πρόσθετου Πρωτοκόλλου της Ευρωπαϊκής Σύμβασης για τα Δικαιώματα του Ανθρώπου (άρθρο 1 ΠΠΠ ΕΣΔΑ). Επί των θεμάτων αυτών, η πλειοψηφούσα άποψη του ΣτΕ¹⁴⁹ διευκρινίζει ότι τα ομόλογα και οι λοιποί τίτλοι ενσώματοι ή άυλοι δεν έχουν στις συναλλαγές περιουσιακή αξία ως πράγματα καθ' αυτά αλλά λόγω της περιουσιακής σημασίας των ενοχικών δικαιωμάτων τα οποία είναι συνδεδεμένα με κτήση τίτλων και συνίστανται σε χρηματικές απαιτήσεις οι οποίες όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες γεννούν αξίωση που μπορεί να ικανοποιηθεί και δικαστικώς, ο ιδιοκτήτης τίτλων απολαμβάνει συνταγματικής προστασίας κατά τα οριζόμενα στο άρθρο 17 παρ 1 του Συντάγματος. Καταλήγει δε τονίζοντας ότι σύμφωνα με τα άρθρα 5 παρ.1, 17 παρ.1 και 25 παρ.1 του Συντάγματος, σε περίπτωση συνδρομής σοβαρού λόγου δημόσιου συμφέροντος είναι επιτρεπτός ο περιορισμός των πάσης φύσεως ενοχικών δικαιωμάτων εάν υπό τις δεδομένες συνθήκες κρίνεται αναγκαίος και πρόσφορος για την εξυπηρέτηση του δημόσιου συμφέροντος και συμβατός με την αρχή της αναλογικότητας. Η πλειοψηφία φαίνεται να διακρίνει μεταξύ της έννοιας της ιδιοκτησίας κατά το 17 παρ.1 του Συντάγματος στην οποία εντάσσει τα ενοχικά δικαιώματα και της έννοιας της ιδιοκτησίας κατά την παράγραφο 2 του ίδιου άρθρου στην οποία εντάσσει τα εμπράγματα δικαιώματα¹⁵⁰. Περαιτέρω, όσον αφορά του αν υφίσταται παραβίαση του άρθρου 1 ΠΠΠ ΕΣΔΑ¹⁵¹ καθώς με νομοθετική επέμβαση επήλθε μονομερής αναδρομική και δραστική αλλοίωση των ενοχικών δικαιωμάτων των κατόχων κρατικών ομολόγων η απόφαση της Ολομέλειας του ΣτΕ επισημαίνει¹⁵² ότι εάν συντρέχουν λόγοι δημόσιου συμφέροντος η μείωση της περιουσίας είναι επιτρεπτή κατά τους όρους που προβλέπονται στην εθνική νομοθεσία και στις γενικές αρχές ιδιαιτέρως δε υπό εξαιρετικές περιστάσεις οι οποίες επιβάλλουν τη λήψη γενικών μέτρων οικονομικής και κοινωνικής στρατηγικής κατά την εκτίμηση των κρατικών αρχών οι οποίες είναι και οι κατ αρχήν αρμόδιες να εκτιμήσουν σε τι συνίσταται το δημόσιο συμφέρον και ποια είναι τα αναγκαία και

¹⁴⁸ *Καραμπατζός*, «Γυάλινα ομόλογα» και πιθανές αξιώσεις των ομολογιούχων – Μια πρώτη προσέγγιση, ΔΕΕ 2012, 295.

¹⁴⁹ ΟΛΣτΕ 1117/2014 σκέψη 23.

¹⁵⁰ *Α.Μαλλιαροπούλου*, Το δικαίωμα στην περιουσία σύμφωνα με την ΣτΕ ΟΛ 1117/2014 και τις σχετικές αποφάσεις του ΕΔΑΔ, ΘΠΔΔ 2015, 303.

¹⁵¹ Σύμφωνα με το άρθρο 1 εδ.α' του ΠΠΠ οποιαδήποτε παρέμβαση στο δικαίωμα περιουσίας του ανθρώπου (αποστέρηση της περιουσίας κατά την ορολογία του άρθρου) θα πρέπει α) να προβλέπεται στο νόμο, β) να εξυπηρετεί τη δημόσια ωφέλεια (έννοια που ταυτίζεται με το δημόσιο συμφέρον και γ) να τηρεί τις γενικές αρχές του διεθνούς δικαίου και ιδίως την αρχή της αναλογικότητας.

¹⁵² ΟΛΣτΕ 1117/2014 σκέψη 25.

πρόσφορα μέσα για την εξυπηρέτηση του. Κατέληξε δε ότι υπό αυτές τις προϋποθέσεις δεν συνιστά παράβαση του άρθρου 1 ΠΠΠ ΕΣΔΑ μια μείωση της περιουσίας η οποία τηρεί την αρχή της δίκαιης ισορροπίας μεταξύ του γενικού συμφέροντος που αφορά το σύνολο και των απαιτήσεων των θεμελιωδών δικαιωμάτων του ατόμου. Δέχεται δηλαδή την ύπαρξη περιουσιακής απώλειας εκ μέρους των ομολογιούχων η οποία όμως επισημαίνεται ότι λαμβάνει χώρα για λόγο υπέρτερου συμφέροντος ο οποίος συνίσταται στη διάσωση της ελληνικής οικονομίας ενώ υπονοείται ότι σε αντίθετη περίπτωση η περιουσιακή απώλεια θα ήταν ολοκληρωτική.

5.4.3. Υπόθεση ΔικΕΕ *Fahnenbrock*

Η εν λόγω απόφαση¹⁵³ εκδόθηκε επ' αφορμής τεσσάρων προδικαστικών παραπομπών γερμανικών δικαστηρίων ενώπιον των οποίων εκκρεμούσαν υποθέσεις με αντικείμενο αγωγές κατοίκων Γερμανίας, κατόχων Ελληνικών κρατικών ομολόγων κατά του Ελληνικού Δημοσίου. Συγκεκριμένα, οι ενάγοντες επέλεξαν να μην συμμετάσχουν στην προτεινόμενη, δυνάμει του Ν.4050/2012 από την Ελληνική Δημοκρατία ανταλλαγή των τίτλων που είχαν στην κατοχή τους με νέα κρατικά ομόλογα σημαντικά μειωμένης ονομαστικής αξίας. Παρά τη μη αποδοχή εκ μέρους κανενός από τους ενάγοντες, το Ελληνικό δημόσιο βασιζόμενο στο γεγονός ότι πληρούτο ο βασικός όρος της εθελοντικής συμμετοχής των δύο τρίτων του συνόλου των ομολογιούχων σύμφωνα με τα οριζόμενα στο άρθρο 1 παρ.4 του ανωτέρω νόμου¹⁵⁴, προχώρησε μονομερώς στην ανταλλαγή μη αποδίδοντας στους ενάγοντες ομολογιούχους τη νομή των τίτλων τους που ήταν κατατεθειμένοι στους λογαριασμούς τους κινητών αξιών. Εν συνεχεία, οι ομολογιούχοι στράφηκαν κατά της Ελληνικής Δημοκρατίας καταθέτοντας αγωγές ενώπιον των γερμανικών δικαστηρίων αιτούμενοι είτε την ανόρθωση της ζημίας τους λόγω προσβολής της νομής και της κυριότητας είτε την εκπλήρωση των ληξιπρόθεσμων αρχικών συμβατικών υποχρεώσεων είτε την καταβολή αποζημίωσης. Στο στάδιο επίδοσης των αγωγών αυτών στην εναγόμενη Ελληνική Δημοκρατία τα δικαστήρια βρέθηκαν αντιμέτωπα με το ζήτημα του εάν οι αγωγές αφορούσαν αστικές ή εμπορικές υποθέσεις – οπότε κατά τη διαδικασία της επίδοσης θα έπρεπε να ακολουθηθούν τα οριζόμενα στο άρθρο 1 παρ.1 του Κανονισμού 1393/2007¹⁵⁵ - ή είχαν ως αντικείμενο πράξη ή παράλειψη κράτους κατά την άσκηση

¹⁵³ Απόφ. 11.6.2015, C-226/13, *Stefan Fahnenbrock κατά Ελληνικής Δημοκρατίας*.

¹⁵⁴ Βλ. ανωτέρω κεφάλαιο 2.5.1.

¹⁵⁵ Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 1393/2007 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Νοεμβρίου 2007, περί επιδόσεως και κοινοποιήσεως στα κράτη μέλη δικαστικών και εξωδίκων πράξεων σε αστικές ή εμπορικές υποθέσεις (επίδοση ή κοινοποίηση πράξεων) και κατάργησης του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 1348/2000 του Συμβουλίου, ΕΕ 10.12.2007, L

δημόσιας εξουσίας. Ενόψει αυτού του ζητήματος τα εθνικά δικαστήρια ενώπιον των οποίων εκκρεμούσαν οι σχετικές αγωγές, θεωρώντας ότι η απάντηση στο ερώτημα αυτό εξαρτάται από τον χαρακτηρισμό των ενώπιον τους διαφορών, υπέβαλλαν προδικαστικό ερώτημα στο Δικαστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΔΕΕ) ζητώντας να αποφανθεί του αν οι ένδικες διαφορές υπάγονται στις αστικές ή εμπορικές υποθέσεις ή αν πρόκειται για άσκηση δημόσιας εξουσίας¹⁵⁶.

5.4.4. Ερμηνευτικές προεκτάσεις

Δεδομένου ότι αφενός οι ενάγοντες των κύριων δικών άσκησαν αγωγές αστικής φύσεως οι οποίες εντάσσονται στο πεδίο εφαρμογής του Κανονισμού 1393/2007 παράλληλα όμως οι συμβατικοί όροι εκδόσεως των ελληνικών κρατικών ομολόγων τροποποιήθηκαν διά του Ν.4050/2012 οπότε θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι το Ελληνικό κράτος ενήργησε κατά την άσκηση της δημόσιας εξουσίας του κινούμενο στο πλαίσιο ετεροδικίας και σίγουρα εκτός του πεδίου των ως άνω ρυθμίσεων, ο χαρακτηρισμός της διαφοράς καθίσταται εξίσου κρίσιμος όσο και εξαιρετικά δυσχερής. Στην απόφαση του, το Δικαστήριο τονίζει αρχικά αφενός ότι η έννοια των αστικών και εμπορικών υποθέσεων πρέπει να ερμηνεύεται βάσει της αρχής της αυτονομίας της ενωσιακής έννομης τάξης¹⁵⁷, ως έννοια αυτοτελής, αφετέρου ότι σκοπός του Κανονισμού είναι η καλύτερη και ταχύτερη διαβίβαση των δικαστικών και εξώδικων πράξεων προκειμένου να εξασφαλιστεί η ομαλή λειτουργία της εσωτερικής αγοράς. Ειδικότερα, υπογραμμίζει ότι η υπηρεσία παραλαβής κατά το άρθρο 6 παρ.3 του Κανονισμού¹⁵⁸ υποχρεούται να επιστρέψει την αίτηση επιδόσεως ή κοινοποίησεως μιας πράξεως στην υπηρεσία διαβίβασεως μόνο όταν είναι πασίδηλο ότι η εν λόγω αίτηση δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του. Στην επίδικη περίπτωση, το Δικαστήριο έκρινε ότι η έννομη σχέση μεταξύ των ομολογιούχων εναγόντων και της Ελληνικής Δη-

324/79. Το άρθρο 1 παρ.1 του ως άνω Κανονισμού ορίζει το πεδίο εφαρμογής ως εξής: Ο παρών κανονισμός εφαρμόζεται σε αστικές και εμπορικές υποθέσεις όταν μια δικαστική ή εξώδικη πράξη πρέπει να διαβιβασθεί από ένα κράτος μέλος σε άλλο για να επιδοθεί ή να κοινοποιηθεί. Δεν εφαρμόζεται σε φορολογικές, τελωνειακές ή διοικητικές υποθέσεις ή όταν πρόκειται για την ευθύνη του κράτους για πράξεις ή παραλείψεις κατά την άσκηση δημόσιας εξουσίας («acta iure imperii»).

¹⁵⁶ Στο κείμενο του Κανονισμού 1393/2007 δεν ορίζεται το περιεχόμενο και η έκταση εφαρμογής της έννοιας των αστικών και εμπορικών υποθέσεων ούτε της έννοιας της άσκησης δημόσιας εξουσίας.

¹⁵⁷ Χριστιανός, Εισαγωγή στο δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011, 27.

¹⁵⁸ Άρθρο 6 παρ. 3 Κανονισμού 1393/2007:Εάν είναι προφανές ότι η αίτηση επίδοσης ή κοινοποίησης δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής του παρόντος κανονισμού ή εάν η μη τήρηση των απαιτούμενων τυπικών προϋποθέσεων καθιστά αδύνατη την επίδοση ή την κοινοποίηση, η αίτηση και οι διαβιβασθείσες πράξεις επιστρέφονται, άμα την παραλαβή τους, στην υπηρεσία διαβίβασης.

μοκρατίας δεν αποτελεί έκφανση της δημόσιας εξουσίας του κράτους οφειλέτη για δύο λόγους. Εν πρώτοις δεν αποτελεί, σύμφωνα με το σκεπτικό της απόφασης καθώς δεν αποκλείεται ένα νομικό πρόσωπο ιδιωτικού δικαίου να καταφύγει για τη χρηματοδότηση του, μεταξύ άλλων, στην έκδοση ομολόγων, προσδίδοντας κατά κάποιον στο Ελληνικό δημόσιο χαρακτηριστικά ιδιωτικής αυτονομίας. Επομένως, δεν είναι βέβαιο πέραν κάθε αμφιβολίας ότι η έκδοση ομολόγων αντιστοιχεί στην άσκηση εξουσιών οι οποίες είναι υπέρμετρες σε σύγκριση με τους κανόνες του κοινού δικαίου που έχουν εφαρμογή στις σχέσεις μεταξύ ιδιωτών.

Περαιτέρω, η απόφαση τονίζει ότι στις επίδικες υποθέσεις δεν προκύπτει προδήλως ότι οι χρηματοοικονομικοί όροι των επίμαχων τίτλων καθορίστηκαν μονομερώς από την Ελληνική Δημοκρατία και όχι βάσει των όρων της αγοράς οι οποίοι διέπουν την εμπορία των ως άνω χρηματοπιστωτικών μέσων και τις αποδόσεις τους. Ειδικότερα αναφέρει ότι με το Ν.4050/2012 τέθηκε σε εφαρμογή η διαδικασία ανταλλαγής των κρατικών ομολόγων στις επίδικες συμβάσεις, στο πλαίσιο της αναδιάρθρωσης του δημόσιου χρέους, ωστόσο, η δυνατότητα αυτή ανταλλαγής που επιτράπη βάσει του ως άνω νόμου δεν είναι από μόνη της το κρίσιμο στοιχείο ώστε να κριθεί ότι το Δημόσιο άσκησε τη δημόσια εξουσία του¹⁵⁹. Επισημαίνεται δηλαδή, ότι παρόλο που η Ελληνική πολιτεία έδωσε τη δυνατότητα αναδρομικά με νομοθετικές και κυβερνητικές πράξεις στην πλειοψηφία των ομολογιούχων να αποφασίσουν την ανταλλαγή δεσμεύοντας ταυτόχρονα, με την ενεργοποίηση των ρητρών συλλογικής δράσης, και όσους επέλεξαν να μην συμμετάσχουν, η απόφαση αυτή ήταν που επέφερε την τροποποίηση των όρων και κατά συνέπεια τη ζημία των εναγόντων και όχι η νομοθετική πράξη που την επέτρεψε¹⁶⁰. Το Ελληνικό κράτος δημιούργησε το θεσμικό πλαίσιο ενεργοποίησης της διαδικασίας ανταλλαγής, δίχως όμως να συμμετέχει το ίδιο στην ψηφοφορία. Με αυτή τη διαπίστωση το Δικαστήριο θεμελιώνει ότι δεν είναι προφανές και δεν πρόκειται πέραν αμφιβολίας για πράξη δημόσιας εξουσίας, προκρίνοντας παράλληλα ως κριτήριο του νομικού χαρακτηρισμού μεταξύ αστικών ή εμπορικών υποθέσεων και μεταξύ πράξεων ή παραλείψεων κατά την άσκηση δημόσιας εξουσίας όχι την οργανική έννοια¹⁶¹ αλλά εκείνη που θεμελιώνεται στην άσκηση ή μη από την ε-

¹⁵⁹ ΔικΕΕ απόφαση της 11.6.2015 υποθ. Fahnenbrock κατά Ελληνικής Δημοκρατίας .C-226/2013, σκέψη 57.

¹⁶⁰ Περράκης, Σημείωση σε ΔικΕΕ, αποφ.11.6.2015, Συνεκδ. υποθ. σε C-226/2013, C-245/2013, C-247/2013, C-578/2013, Απόφαση Fahnenbrock κ.α.: Το ερώτημα εάν το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI) περιελάμβανε πράξεις άσκησης δημόσιας εξουσίας (acta iure imperii) κατά το ενωσιακό δίκαιο, ΧρηΔικ 2015, 91.

¹⁶¹ Σπηλιωτόπουλος, Εγχειρίδιο Διοικητικού Δικαίου, 2010, 17.

μπλεκόμενη δημόσια αρχή προνομίων εξουσίας¹⁶². Στο σημείο αυτό παρατηρούμε την αντίθεση με την πρόσφατη κρίση του ΣτΕ¹⁶³, ότι οι διαφορές που προκύπτουν από την εκτέλεση του προγράμματος ανταλλαγής ομολόγων είναι ακυρωτικές και άρα όχι ιδιωτικού δικαίου, χωρίς όμως να τίθεται ζήτημα υπεροχής του ενωσιακού δικαίου καθώς τα προδικαστικά ερωτήματα που τέθηκαν ενώπιον του ΔικΕΕ δεν αφορούσαν τη νομιμότητα και τη συμβατότητα του προγράμματος ανταλλαγής ομολόγων και των νομοθετικών πράξεων επ' αυτού, με το ενωσιακό δίκαιο. Σε κάθε περίπτωση η απόφαση του ΔικΕΕ αν και δεν κατέληξε στο θετικό συμπέρασμα ότι οι επίδικες πράξεις της Ελληνικής Δημοκρατίας αφορούν αστικές και εμπορικές υποθέσεις αλλά μόνο ότι δεν προκύπτει με σαφήνεια το αντίθετο¹⁶⁴, διαπίστωση που αρκούσε για την κρινόμενη υπόθεση, επέκτεινε τη δυνατότητα προσφυγής των δικαιούχων κατόχων ομολόγων.

5.5. Η γενική ρήτρα της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών (288 ΑΚ) και η συμπληρωματική λειτουργία της ως ρήτρα ελέγχου συμβατικής ευθύνης

Η αρχή της συναλλακτικής πίστης αποτελεί το θεμέλιο στο οποίο προκύπτει και εδραιώνεται το εκτενές πλέγμα υποχρεώσεων των πιστωτικών ιδρυμάτων και αντίστοιχα της προστασίας του επενδυτή.

Ειδικότερα η Τράπεζα κατά την εκπλήρωση των συναφών υποχρεώσεών της απέναντι στον αντισυμβαλλόμενό της (πελάτη της) έχει, όπως απαιτεί η καλή πίστη και τα συναλλακτικά ήθη (ΑΚ 288), τις αποκαλούμενες «υποχρεώσεις πρόνοιας» (που εξειδικεύονται σε μία σειρά παρεπόμενων υποχρεώσεών της και ειδικότερα στην υποχρέωση προστασίας των περιουσιακών αγαθών του πελάτη της, ιδίως όταν τα αγαθά αυτά είναι δυνατόν, κατά την εκπλήρωση της παροχής, να τεθούν σε κίνδυνο) επειδή έχει αυξημένη δυνατότητα να επεμβαίνει στην περιουσιακή σφαίρα των πελατών.

Οι διαφορετικές συμβάσεις που συνάπτονται μεταξύ πελάτη και τράπεζας, παρά τις διαφορές που παρουσιάζουν σε σχέση με τις υποχρεώσεις και τις συνέπειες της ευθύνης που προβλέπονται στις ρυθμίσεις κάθε συμβατικού τύπου, έχουν και κοινά χαρακτηριστικά, που απορρέουν ιδίως από την ιδιαίτερη έντονη σχέση εμπιστοσύνης

¹⁶² Μπώλος, Παρατηρήσεις σε ΔικΕΕ, απόφ. 11.7.2015, υπόθ. C-226/13, *Fahnenbrock*, Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου και PSI Επίδοση αγωγών Γερμανών ομολογιούχων στο Ελληνικό Δημόσιο, ΔΕΕ 2015, 726.

¹⁶³ ΟΛΣτΕ 1116/2014, ΣτΕ Ολ 1117/2014.

¹⁶⁴ Περράκης, ΧρηΔικ 2015, 92.

πελάτη και Τράπεζας. Η νομοθετική αναγνώριση και ρύθμιση της σχέσης αυτής εμπιστοσύνης, που εγκαθιδρύεται με την έναρξη των διαπραγματεύσεων (ΑΚ 197-198) συγκεκριμενοποιείται κατά το στάδιο της συμβατικής δέσμευσης στη διάταξη του άρθρου ΑΚ 288, που επιβάλλει πρόσθετες, παρεπόμενες συμβατικές υποχρεώσεις στα μέρη, διευρύνοντας το περιεχόμενο της ενοχής, μεταξύ των οποίων σε βάρος της Τράπεζας μία γενική υποχρέωση διαφύλαξης των συμφερόντων των πελατών της, που εξειδικεύεται ιδίως σε υποχρέωση διαφώτισης, συμβουλευτικής καθοδήγησης και προειδοποίησης του πελάτη ενόψει συγκεκριμένων κινδύνων και τέλος σε υποχρέωση παροχής πληροφοριών.

Στο ως άνω πλαίσιο η τράπεζα υπέχει αυξημένη υποχρέωση προστασίας και πρόνοιας των συμφερόντων των πελατών της, η οποία εξειδικεύεται με βάση και τις ειδικές συνθήκες κάθε συγκεκριμένης περίπτωσης. Και τούτο διότι δημιουργείται μεταξύ τράπεζας και πελάτη μία εξειδικευμένη σχέση εμπιστοσύνης αλλά εν μέρει και εξάρτησης του πελάτη, καθόσον, όπως προαναφέρθηκε η τράπεζα έχει ειδικές γνώσεις των συνθηκών της αγοράς καθώς και ευρύτατο φάσμα πληροφοριών.

Η τράπεζα είναι επαγγελματίας και γνώστης της αγοράς χρήματος, με ευρύτατη πληροφόρηση στον χρηματοπιστωτικό τομέα, λόγω δε της θέσεως της αυτής, μπορεί να προκύψει υποχρέωσή της να καταστήσει τον πελάτη της κοινωνό ορισμένων πληροφοριών ή να του παράσχει συμβουλές.

Από την συμπεριφορά της τράπεζας εξαρτάται πολλές φορές ακόμα και η οικονομική υπόσταση του πελάτη της, ενώ οι σχέσεις τράπεζας και πελάτη έχουν εμπιστευτικό και άρα ιδιαίτερα ευαίσθητο χαρακτήρα, δεδομένου ότι η τράπεζα γνωρίζει πολλά προσωπικά και ενδεχομένως απόρρητα στοιχεία του πελάτη της. Τα πιστωτικά ιδρύματα δεν είναι απλές εμπορικές επιχειρήσεις αλλά επιτελούν σημαντικότερη λειτουργία στην εθνική οικονομία της χώρας διότι χρηματοδοτούν το εμπόριο και τη βιομηχανία, γεγονός που επιβάλλει την υποχρέωση ομαλής και καλόπιστης συνεργασίας με τους πελάτες της. Από τις παραπάνω, επομένως παραμέτρους προκύπτει ότι το κάθε πιστωτικό ίδρυμα υπέχει υποχρέωση ενημέρωσης, όταν είναι πρόδηλο ότι ο συγκεκριμένος πελάτης δεν αντιλαμβάνεται τους κινδύνους¹⁶⁵ από τη σκοπούμενη

¹⁶⁵ ΕφΑθ 787/2013 «με βάση την αρχή καλής πίστης κατ' άρθρο 288 ΑΚ η τράπεζα έχει υποχρέωση να διαφωτίζει προφορικά και όχι βάσει ενός τυποποιημένου εντύπου τον επενδυτή για τους κινδύνους της προτεινόμενης επένδυσης ιδίως όταν αυτός δεν έχει το κατάλληλο μορφωτικό επίπεδο και δεν διαθέτει καμία επενδυτική εμπειρία, η δε φύση της επένδυσης απαιτεί ιδιαίτερη πληροφόρηση και εκτίμηση του επενδυτικού κινδύνου, ΔΕΕ 2014, 251.

συναλλαγή ή όταν η τράπεζα γνωρίζει ορισμένα γεγονότα τα οποία αν τα γνώριζε ο πελάτης, πιθανότατα δεν θα προέβαινε στη σύναψη της.

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι η θέση της Τράπεζας είναι πλεονεκτικότερη από αυτή των πελατών της. Όπως σημειώθηκε, από τη γενική υποχρέωση προστασίας και από τη συναλλακτική σχέση Τράπεζας και πελάτη απορρέει μεταξύ άλλων και η ειδικότερη υποχρέωση ενημέρωσης και παροχής συμβουλών.

Ακόμη και αν δεν υφίσταται γενική υποχρέωση της τράπεζας για ενημέρωση, εντούτοις από τη σχέση εμπιστοσύνης που συνδέει την τράπεζα με τον πελάτη της και το προβάδισμα της πρώτης στον τομέα της πληροφόρησης, μπορεί σε συγκεκριμένη περίπτωση να προκύψει υποχρέωση της τράπεζας για ενημέρωση, ανάλογα με τις συγκεκριμένες συνθήκες, όπως το είδος της σκοπούμενης συναλλαγής και το επίπεδο γνώσεων του πελάτη.

Ωστόσο, οι επιβαλλόμενες στο πλαίσιο της γενικής ρήτηρας της καλής πίστης υποχρεώσεις των τραπεζών και των επενδυτικών εταιρειών για ενημέρωση των πελατών τους δεν δύναται να μην λαμβάνουν υπόψιν τους τα όρια του γνωστικού πεδίου του πιστωτικού ιδρύματος καθώς και την αντικειμενική δυνατότητα προβλεψιμότητας των συνθηκών της σχετικής αγοράς. Αυτό ισχύει ως προς γεγονότα και βιοτικά συμβάντα τα οποία η ίδια η τράπεζα δεν ήταν σε θέση να γνωρίζει κατά το χρόνο κατάρτισης της σύμβασης με τον πελάτη της όπως με την περίπτωση κουρέματος των ομολόγων μέσω νομοθετικών διατάξεων και την αντικειμενική αδυναμία πρόβλεψης του¹⁶⁶. Ειδικότερα δε, για τις περιπτώσεις των κατόχων ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου ως προαναφέρθη, το ζήτημα είναι αν τα οικονομικά δεδομένα που καθιστούσαν επισφαλής την επένδυση σε ομόλογα ήταν γνωστά στην τράπεζα κατά το χρόνο κτήσης αυτών.

Επιπλέον η παραπομπή ενός ιδιώτη επενδυτή σε προδιατυπωμένους όρους τους οποίους ο ίδιος δεν είναι σε θέση να κατανοήσει και να αξιολογήσει δεν δύναται να θεωρηθεί ως εκπλήρωση της απορρέουσας βάσει της καλής πίστης υποχρέωσης ενημέρωσης του για τους υφιστάμενους επενδυτικούς κινδύνους από πλευράς τραπεζής. Όταν δηλαδή υπό τις συγκεκριμένες συνθήκες επιβάλλεται και η προφορική και αναλυτική ενημέρωση του επενδυτή. Από τη στιγμή που η τράπεζα αντιλαμβάνεται ότι ο πελάτης επενδυτής δεν διαθέτει το απαιτούμενο γνωσιολογικό υπόβαθρο και

¹⁶⁶ Μπώλος, Χρ/Δ 2016, 21.

την απαραίτητη επενδυτική εμπειρία σωστής εκτίμησης των σε πολλές περιπτώσεις περίπλοκων οικονομικών στοιχείων, έχει την βάση της καλής πίστης υποχρέωση να μην περιοριστεί σε γραμματικές διατυπώσεις αλλά να προχωρήσει σε προφορική επεξήγηση όλων των όρων και των επενδυτικών κινδύνων με τρόπο κατανοητό προκειμένου ο πελάτης της να διαμορφώσει πλήρη άποψη για την επενδυτική του απόφαση.

Επομένως η εφαρμογή της γενικής αρχής της καλής πίστης και των παρεπόμενων υποχρεώσεων που απορρέουν από αυτή, παράλληλα με τους θεσπιζόμενους από την MiFID και το Ν.3606/2007, ειδικότερους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς δύναται να δημιουργήσει ένα ακόμα πιο αυστηρό πλαίσιο προστασίας του επενδυτή.

Ειδικότερα δε, στις περιπτώσεις στεγαστικών δανείων σε συνάλλαγμα, η πολυπλοκότητα που αυτά παρουσιάζουν παράγει με βάση την καλή πίστη μεγαλύτερες υποχρεώσεις ενημέρωσης απέναντι στον λήπτη ενός τέτοιου δανείου. Η τράπεζα οφείλει να διαφωτίζει τον πελάτη για τον συναλλαγματικό κίνδυνο και για τις συνέπειες που θα έχει η ενδεχόμενη επέλευση του. Ότι ο δανειολήπτης δηλαδή θα κληθεί ενδεχομένως να καταβάλλει υψηλότερες δόσεις ή να αποπληρώσει ένα μεγαλύτερο κεφάλαιο από αυτό που τελικά χρησιμοποίησε. Πρέπει να γίνεται γνωστό στον πελάτη με σαφήνεια ότι στην περίπτωση που επιλέξει δάνειο σε συνάλλαγμα έχει ο ίδιος το βάρος να παρακολουθεί τις συναλλαγματικές εξελίξεις και να λαμβάνει τις αποφάσεις που θεωρεί ο ίδιος σωστές για να αποτραπεί ή να περιοριστεί αντίστοιχα ο συναλλαγματικός κίνδυνος. Ως εκ τούτου η δυνατότητα του δανειολήπτη για τη μετατροπή του υπολοίπου του δανείου στο εγχώριο νόμισμα, σε περίπτωση αύξησης του επιτοκίου του δανείου σε αλλοδαπό νόμισμα θα πρέπει να επισημαίνεται ότι ενδεχομένως προϋποθέτει την αποδοχή πραγματικής ζημίας, λόγω της αύξησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας και ότι το δικαίωμα του δανειολήπτη για πρόωρη εξόφληση του δανείου ενδέχεται να αναιρείται στην πράξη λόγω ακριβώς της επιδείνωσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Σημειώνεται δε ότι η ανάγκη επαρκούς ενημέρωσης δεν ικανοποιείται με μία αφηρημένη ή γενική αναφορά στον συναλλαγματικό κίνδυνο αλλά εξειδικεύεται καταλαμβάνοντας όλα τα μειονεκτήματα, αναδεικνύοντας με ευσύνοπτο τρόπο τους επενδυτικούς κινδύνους με την παράθεση παραδειγμάτων δυσμενούς εξέλιξης της συναλλαγματικής ισοτιμίας μη αρκούμενη απλώς σε διαφορούμενες αναφορές περί συναλλαγματικών μεταβολών και προχωρώντας σε αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειολήπτη στο πλαίσιο των αρχών του υπεύθυνου δανεισμού.

Η αρχή της καλόπιστης εκπλήρωσης των ενοχών λειτουργεί τόσο ως συμπληρωματική των δικαιοπρακτικών βουλήσεων, όσον και ως διορθωτική αυτών, και χωρίς απαραίτητα τη συνδρομή ειδικών συνθηκών εξαιτίας των οποίων να μεταβλήθηκαν οι προϋποθέσεις που απαιτούνται για να εκπληρωθούν στο συμφωνημένο μέτρο οι συμβατικές παροχές. Αντιθέτως αρκεί το γεγονός ότι, στην προκειμένη περίπτωση, τη συμπλήρωση ή διόρθωση της ενοχής απαιτεί η καλή πίστη αφού ληφθούν υπόψη και τα συναλλακτικά ήθη, δίνοντας τη δυνατότητα αντιμετώπισης της δυσχερούς κατάστασης που έχουν περιέλθει οι λήπτες δανείων σε συνάλλαγμα εξαιτίας της επιδείνωσης της συναλλακτικής ισοτιμίας. Ως καλή πίστη νοείται δε το ελάχιστο μέτρο αμοιβαίου σεβασμού, εντιμότητας και ευπρέπειας που απαιτείται στις συναλλαγές. Έτσι η ΑΚ 288 παρέχει στον εφαρμοστή του δικαίου τη δυνατότητα, όταν η εμμονή στην εκπλήρωση της παροχής είναι αντίθετη προς την ευθύτητα και την εντιμότητα που επιβάλλονται στις συναλλαγές, να την επεκτείνει ή να την περιορίσει, με βάση αντικειμενικά κριτήρια κατά τις αντιλήψεις που κρατούν στις συναλλαγές, στο επίπεδο εκείνο, το οποίο ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις της συναλλακτικής καλής πίστης.¹⁶⁷

5.6. Ο διφυής χαρακτήρας των κανόνων της MiFID (;)

Κατά μια πρώτη εκδοχή, οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς της MiFID καθιερώνουν κανόνες διττής φύσης. Αφενός, αποτελούν δημόσιο δίκαιο για την εποπτεία της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και αφετέρου ρυθμίζουν ευθέως τις αναπτυσσόμενες συμβατικές σχέσεις του παρέχοντος επενδυτικές υπηρεσίες και πελάτη λόγω της ικανότητας τους να δεχθούν την υπαγωγή πραγματικών περιστατικών σε αυτούς. Υπό την εκδοχή αυτή, η παράβαση των υποχρεώσεων του Ν.3606/2007 αποτελεί παράβαση παρεπόμενων *ex lege* υποχρεώσεων της ατομικής σύμβασης μεταξύ τράπεζας-ΕΠΕΥ και πελάτη. Στο μέτρο που η τράπεζα παραβιάζει προβλεπόμενες στο νόμο υποχρεώσεις, η αρχή της καλής πίστης δεν είναι απαραίτητη για τη θεμελίωση της ενδοσυμβατικής ευθύνης. Από την άλλη πλευρά κατά της διττής φύσης των κανόνων, προβάλλεται ότι ο εθνικός νομοθέτης είχε την επιλογή να ενσωματώσει τις ρυθμίσεις της MiFID με κανόνες είτε εποπτικού είτε ιδιωτικού δικαίου. Από τη στιγμή που ο εθνικός νομοθέτης επέλεξε την ενσωμάτωση με κανόνες εποπτείας, δεν απορρέουν ευθέως από τους κανόνες αυτούς ιδιωτικού δικαίου συνέπειες. Συνεπώς, η αναγωγή στην αρχή της καλής πίστης δείχνει επιτακτική αν δεχθούμε ότι οι νομοθετημένοι κανόνες συμπεριφοράς δεν συνιστούν απαραίτητα και κανόνες ιδιωτικού δι-

¹⁶⁷ Απ.Γεωργιάδης, 288 αρ., 2010, 18-20.

καίου από τους οποίους απορρέουν συμβατικές υποχρεώσεις. Μέσω της αρχής της καλής πίστης, οι κανόνες (εποπτικής φύσεως) της MiFID και του Ν.3606/2007 μεταβάλλονται σε κανόνες ιδιωτικού δικαίου επηρεάζοντας τη λειτουργία των συμβατικών σχέσεων και την απόδοση ευθυνών. Με τον τρόπο αυτό η θεμελίωση ευθύνης από την παράβαση υποχρεώσεων οι οποίες δεν συνάγονται ευθέως από τις διατάξεις του Ν.3606/2007 (MiFID) μπορεί να γίνει μέσω της γενικής ρήτρας της καλής πίστης¹⁶⁸. Κατά την εφαρμογή της γενικής ρήτρας, ο δικαστής δεν περιορίζεται σε απλή υπαγωγή των υπό κρίση πραγματικών γεγονότων υπό τον κατάλληλο κανόνα δικαίου, που αποτελεί τη μείζονα πρόταση του δικανικού συλλογισμού, αλλά πρέπει ο ίδιος εξειδικεύοντας τη γενική ρήτρα, να διαμορφώσει τη μείζονα πρόταση. Αυτό συμβαίνει γιατί η διάταξη που εισάγει τη γενική ρήτρα, δεν είναι δυνατό να τεθεί ως μείζονα πρόταση του δικανικού συλλογισμού. Επομένως, η εξειδίκευση της αόριστης έννοιας της καλής πίστης αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή της γενικής ρήτρας σε συγκεκριμένη περίπτωση, εφόσον από την εξειδίκευσή της θα καθοριστεί, εάν και σε ποιά έκταση η παράβαση συγκεκριμένων διατάξεων του κώδικα συνιστά παράβαση της αρχής της καλής πίστης.

Από την άλλη πλευρά και υπό το πρίσμα ότι οι κανόνες της MiFID δεν θεσπίζουν υποχρεώσεις ιδιωτικού δικαίου αλλά κανόνες εποπτείας, οδηγούν στη σκέψη ότι πρόκειται για κανόνες που αποβλέπουν πρωτίστως στην προαγωγή του δημόσιου συμφέροντος και όχι στην επιβολή κυρώσεων ιδιωτικού δικαίου για εξατομικευμένη προστασία του κάθε μεμονωμένου επενδυτή¹⁶⁹. Η προαγωγή του ανωτέρω υπέρτερου συμφέροντος εν προκειμένω, εξειδικεύεται στη διατήρηση της εμπιστοσύνης του κοινού στην εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία της ελληνικής και των λοιπών ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών¹⁷⁰. Σημειωτέον ότι η επιβολή από το άρθρο 27 του Ν. 3606/2007 του καθήκοντος βέλτιστης εκτέλεσης, δηλαδή της υποχρέωσης εκτέλεσης των εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους, ως μέτρου περιορισμού της οικονομικής ελευθερίας των ΕΠΕΥ και των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη λειτουργία τους ως ΕΠΕΥ, προσδιορίζει τις υποχρεώσεις τους απέναντι στις αρμόδιες εποπτικές αρχές, ώστε οι εν λόγω αρχές να ασκούν επ'αυτών διαρκή εποπτεία και έλεγχο. Οι κανόνες δεοντολογίας δηλαδή ανήκουν στο δημόσιο δίκαιο γιατί έχουν δημιουργηθεί πρωτίτως ως υποχρεώσεις των επιχειρήσεων επενδύσεων έναντι του

¹⁶⁸ Λιάππης, 2012,199.

¹⁶⁹ Αλεξανδρίδου, ΔΕΕ 2010, 135.

¹⁷⁰ *Cherednychenko*, The public law supervision legislation aims to safeguard a diligent, professional and honest conduct of business by an investment firm (and/or a credit institution) and, to this end, it contains further rules on the basis of which a supervisory authority can promote these goals, ERCL 2014, 489.

κράτους το οποίο καλείται να τους εφαρμόσει, να εποπτεύει την τήρησή τους και να επιβάλλει κυρώσεις μέσω των εξουσιοδοτημένων οργάνων του. Για τον λόγο αυτό και κάθε παράβαση των υποχρεώσεων αυτών επισύρει για τις εν λόγω επιχειρήσεις τις διοικητικές κυρώσεις του άρθρου 61 του Ν. 3606 / 2007.

Ωστόσο, με το σκεπτικό ότι η καλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς που με τη σειρά της εδραιώνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών - που είναι και το ζητούμενο - συνίσταται αφενός στη προστασία της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού, αφετέρου στην ατομική προστασία του κάθε επενδυτή, κρίνεται ορθότερη η άποψη που υποστηρίζει ότι στο μέτρο της οριζόντιας σχέσης των ΕΠΕΥ ή πιστωτικών ιδρυμάτων και των πελατών τους¹⁷¹, οι υποχρεώσεις για βέλτιστη εκτέλεση κατά την παροχή των υπηρεσιών τους παράγει και έννομες συνέπειες ιδιωτικού δικαίου στις μεταξύ των ανωτέρω μερών σχέσεις.

Σημαντική εξέλιξη στο ζήτημα της διττής φύσης των διατάξεων της MiFID αποτέλεσε πρόσφατη απόφαση του Ανώτατου Ακυρωτικού που έκανε δεκτό, ότι οι διατάξεις του Ν.3606/2007 αποβλέπουν τόσο στην εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος μέσω της εξασφάλισης της διατήρησης της εμπιστοσύνης του κοινού στη εύρυθμη και αποτελεσματική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς όσο και στην αποτελεσματική προστασία των επενδυτών, οριοθετώντας το πλαίσιο ευθύνης των πιστωτικών ιδρυμάτων και ΕΠΕΥ, επιβάλλοντας τους σημαντικές υποχρεώσεις, παραβίαση των οποίων παρέχει αξίωση αποζημίωσης.

§6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΑΠΟ ΤΗ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΟΔΗΓΙΩΝ MiFID I και MiFID II

Οι χρηματιστηριακές κρίσεις των δύο τελευταίων δεκαετιών στις κεφαλαιαγορές και οι συνέπειες που προκάλεσαν σε οικονομικό, κοινωνικό και πολιτικό επίπεδο οδήγησαν τον ενωσιακό και εν συνεχεία τον εθνικό νομοθέτη στην αλλαγή του θεσμικού πλαισίου για τις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων και ειδικότερα το πλαίσιο προστασίας του επενδυτή, με τη θέσπιση της Οδηγίας 2004/39 (MiFID I).

Η καθιέρωση ενός κοινού τόπου συναλλαγών και κανόνων προστασίας των επενδυτών, η ενίσχυση της διαφάνειας και του ανταγωνισμού και η μείωση του κόστους για

¹⁷¹ *Καραγκουνίδης*, Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση των εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution), *ΕπισκεΔ* 2009, 329.

τις επιχειρήσεις και τους επενδυτές αποτέλεσαν τους θεμελιώδεις στόχους της Κοινωνικής Οδηγίας.

Στην κατεύθυνση αυτή, η MiFID, και με επιδίωξη την εγκαθίδρυση μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς χρήματος και κεφαλαίου η Οδηγία κατήργησε τη δυνατότητα των κρατών μελών να απαιτούν τη διεξαγωγή όλων των διαπραγματεύσεων σε χρηματοπιστωτικά μέσα σε ειδικά χρηματιστήρια και επέτρεψε τον ελεύθερο ανταγωνισμό σε ευρωπαϊκό επίπεδο μεταξύ των παραδοσιακών χρηματιστηρίων και εναλλακτικών τόπων, ενώ παράλληλα με την καθιέρωση του Ευρωπαϊκού διαβατηρίου έδωσε τη δυνατότητα σε τράπεζες και επιχειρήσεις να παρέχουν τις υπηρεσίες στον τομέα των χρηματιστηριακών συναλλαγών τους σε όλη την Ένωση.

Ωστόσο, τα οφέλη από αυτόν τον αυξημένο ανταγωνισμό δεν διοχετεύθηκαν σε όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά και δεν μετακυλίσθηκαν πάντοτε στους τελικούς επενδυτές, ιδιώτες ή επαγγελματίες.

Με την υιοθέτηση της Οδηγίας, και μεν δόθηκε η δυνατότητα για διενέργεια συναλλαγών εκτός οργανωμένων αγορών μειώνοντας, το κόστος και ενισχύοντας τον ανταγωνισμό ταυτόχρονα όμως δημιουργήθηκε ένα περίπλοκο θεσμικό, πλαίσιο που προσέθεσε περισσότερη γραφειοκρατία περιορίζοντας με τον τρόπο αυτό τη διαφάνεια στις συναλλαγές.

Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό, με το ευρύτερο δυσμενές οικονομικό περιβάλλον ιδιαίτερα μετά το 2008 αλλά και τη ραγδαία τεχνολογική εξέλιξη με την αυξανόμενη δημιουργία, ολοένα και περισσότερο πολύπλοκων επενδυτικών προϊόντων, κατέστησαν επιτακτική την αναθεώρηση της Οδηγίας, με τις προτάσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήδη από το 2011 να χαράσσουν την κατεύθυνση προς μια αυστηροποίηση του θεσμικού πλαισίου της παροχής επενδυτικών υπηρεσιών.

Ο γενικοί στόχοι του θεσμικού πλαισίου της MiFID II τόσο με την τροποποίηση των υφιστάμενων διατάξεων όσο και με την θέσπιση νέων επικεντρώνονται στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών, στην επέκταση των τομέων αρμοδιότητας και εποπτείας των ρυθμιστικών φορέων και στην ευρύτερη ενίσχυση της αποτελεσματικότητας και της διαφάνειας των χρηματοπιστωτικών αγορών.

Η εισαγωγή της έννοιας ενός νέου πολυμερούς τύπου διαπραγμάτευσης του Μηχανισμού Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ) και σε μη μετοχικούς τίτλους, η δημιουργία νέας υποκατηγορίας τύπου διαπραγμάτευσης ειδικά για την ανάπτυξη μικρο-

μεσαίων επιχειρήσεων, η επέκταση των κανόνων συναλλακτικής διαφάνειας σε περισσότερα επενδυτικά προϊόντα, η επιβολή περιορισμών και περαιτέρω υποχρεώσεων στις ΕΠΕΥ και η ενίσχυση του εποπτικού πλαισίου με την επέκταση των αρμοδιοτήτων της ESMA είναι μερικές από τις αλλαγές του νομοθετικού και κανονιστικού πλαισίου, που επιφέρει η νέα Οδηγία οι οποίες σε συνδυασμό με την αυξημένη υποχρέωση για πληροφόρηση και τη περαιτέρω εξειδίκευση του καθήκοντος βέλτιστης εκτέλεσης καταδεικνύουν το βασικό προσανατολισμό του νομοθέτη για ενίσχυση της προστασίας του επενδυτή.

Αναμφίβολα, η ενσωμάτωση της Οδηγίας στο εθνικό μας δίκαιο θα αναμένεται να γίνει αντικείμενο έντονης κριτικής, καθώς θα επιφέρει σημαντικές μεταβολές στο πεδίο των επενδυτικών υπηρεσιών στην Ελλάδα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Αλεξανδρίδου Ε., Τα επενδυτικά προϊόντα της Lehman Brothers και η κάλυψη των ζημιών των επενδυτών, ΔΕΕ 2010, 132 επ.

Αυγητίδης Δ., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2014.

Βελέντζας Γ., Η κατηγοριοποίηση των επενδυτών κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών (μετά το ν.3606/2007), ΕτρΑξΧρΔ 2009.

Γεωργιάδης Απ., Ευθύνη τράπεζας έναντι τρίτων κατά την άσκηση της πιστωτικής πολιτικής της – Ανήθικη πρόκληση ζημίας με τη μορφή της παροχής εσφαλμένων πληροφοριών από μια τράπεζα σε μία άλλη σχετικά με τη φερεγγυότητα κάποιου προσώπου (γνμδ), ΧρΙΔ 2001, 372.

Γεωργιάδης Γ., Οι υποχρεώσεις της τράπεζας για ενημέρωση, διαφώτιση και παροχή συμβουλών στον πελάτη, ΧρΙΔ 2008, 865 επ.

Γεωργιάδης Στ., Η ευθύνη της ΕΠΕΥ από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 2003.

Γκόρτσος Χρ., Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την «έκθεση de Larosiere», ΧρηΔικ, 2009, 5.

Ο ίδιος, Έννοια και κατηγορίες των χρηματοπιστωτικών μέσων, σε Παμπούκη (Επιμ.): Δίκαιο Διεθνών Συναλλαγών, 2010, 831επ.

Καλαμπούκα Π.-Γιαννοπούλου, Η προστασία του επενδυτή-καταναλωτή από την εφαρμογή του PSI, ΔΕΕ 2012, 1011.

Καραγκουνίδης Α., Το αντικείμενο προστασίας της κρατικής παρέμβασης στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η αστική ευθύνη των εποπτικών αρχών για πλημμελή άσκηση του εποπτικού έργου τους, ΧρΙΔ 2006, 751 επ.

Ο ίδιος, Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών, 2007.

Ο ίδιος, Η υποχρέωση των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ για εκτέλεση των εντολών των πελατών τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (best execution), ΕπισκεΔ 2009, 321 επ.

Καραμπατζός Α., «Γυάλινα ομόλογα» και πιθανές αξιώσεις των ομολογιούχων – Μια πρώτη προσέγγιση, ΔΕΕ 2012, 295.

Κορδή-Αντωνοπούλου Μ., Το νομικό πλαίσιο των Αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων σύμφωνα με το Ν.3606/2007 {εναρμόνιση με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID)} & η Αγορά Αξιών της «Χρηματιστήριο Αθηνών ΑΕ», 2010.

Κουλορίδας Αθ., Η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών σύμφωνα με το Ν.3606/2007, ΔΕΕ 2009, 414 επ.

Λιάππης Δ., Αποζημίωση των επενδυτών & δίκαιο της κεφαλαιαγοράς, 2012.

Μαλλιανοπούλου Α., Το δικαίωμα στην περιουσία σύμφωνα με την ΣΤΕ ΟΛ 1117/2014 και τις σχετικές αποφάσεις του ΕΔΑΔ, ΘΠΔΔ 2015, 303.

Μήτσου Α.Ο. Σκέψεις με αφορμή τις αποφάσεις της Ολομέλειας του Συμβουλίου της Επικρατείας (1116 και 1117/2014) αναφορικά με τη νομιμότητα της διαδικασίας «Συμμετοχής του Ιδιωτικού Τομέα» (΄΄PSI΄΄) στην απομείωση του ελληνικού δημοσίου χρέους, ΔΕΕ 2014, 1028.

Μικρουλέα Α., Σημείωση σε: ΜπρΜυτιλ. 212/2014, ΔΕΕ 2014, 1077.

Μπεχλιβάνης Αχ., Σκέψεις για την αστική ευθύνη του παρέχοντος υπηρεσίες κατά το άρθρο 8ν.2251/1994, ΕπισκεΔ 2004, 591 επ.

Μπώλος Α, Παρατηρήσεις σε ΔικΕΕ, απόφ. 11.7.2015, υπόθ. C-226/13, *Fahnenbrock*, ΔΕΕ 2015, 726 [Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου και PSI – Επίδοση αγωγών Γερμανών ομολογιούχων στο Ελληνικό Δημόσιο].

Μπώλος Α, Αξιολογήσεις πιστοληπτικής ικανότητας και υποχρεώσεις ενημέρωσης των τραπεζών κατά τη διάθεση ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου, ΧρΙΔ 2016, 13 επ.

Παναγιωτοπούλου Α, Οι πρωτογενείς υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης (best execution principle) και αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων (conflict of interests) κατά την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου: με αφορμή

το Ν.3606/2007, μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/30/ΕΚ (Οδηγία MiFID), ΕτρΑξΧρΔ 2010, 55 επ.

Παπαστάμου Χ., Παρατηρήσεις σε ΠπρΑθ 7169/2010, ΝοΒ 2011, 357.

Περάκης Μ., Σημείωση σε ΔικΕΕ, αποφ.11.6.2015, Συνεκδ. υποθ. σε C-226/2013, C-245/2013, C-247/2013, C-578/2013, ΧρηΔικ 2015, 91, { Απόφαση Fahnenbrock κ.α.: Το ερώτημα εάν το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων (PSI) περιελάμβανε πράξεις άσκησης δημόσιας εξουσίας (acta iure imperii) κατά το ενωσιακό δίκαιο}.

Ρόκας Ν., Γκόρτσος Χρ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου δημόσιο & ιδιωτικό τραπεζικό δίκαιο, 2012.

Σπηλιωτόπουλος Επ., Εγχειρίδιο Διοικητικού Δικαίου, 2010, 17

Σπυράκος Δ., Δάνεια σε συνάλλαγμα και προστασία του οφειλέτη, ΔΕΕ 2015, 825 επ.

Σπυρόπουλος Στ., Σχόλιο σε: ΜΠρΑθ 5027/2015 Οριοθέτηση της ευθύνης τράπεζας από τη λήψη και εκτέλεση εντολής για αγορά ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου, ΝοΒ 2015, 2023.

Ταρνανίδου Χ., Εξελίξεις στην εποπτεία της κεφαλαιαγοράς: Με αφορμή το παράδειγμα προσαρμογής στον Ευρωπαϊκό Κανονισμό 648/2012 (“European Markets Infrastructure Regulation”-EMIR), σε : 24ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου Κράτος Οικονομία & Επιχείρηση, 2014, 505.

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

Ο ίδιος, Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, 2015.

Τριανταφυλλάκης Γ., Η προστασία του επενδυτή ως καταναλωτή από κατάχρηση αγοράς (χειραγώγηση), ΔΕΕ 2008, 521.

Τσιμπανούλης Δ., Οι ρήτρες συλλογικής δράσης του προγράμματος ανταλλαγής ομολόγων ελληνικού δημοσίου κατά το Ν.4050/2012 υπό το πρίσμα του άρθρου 1 του Πρώτου Πρόσθετου Πρωτοκόλλου της ΕΣΔΑ, Τιμητικός τόμος Ι.Κ.Δρυλλεράκη, 2015, 197-248.

Χριστιανός Β., Εισαγωγή στο δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 2011, 27.

Ψαρουδάκης Γ., Αιτιώδης συνάφεια στην ευθύνη από επενδυτικές συμβουλές. Εισαγωγή στις αποφάσεις Αρείου Πάγου 1738 και 1739/2013, ΕπισκεΔ 2013, 863 επ.

Ψυχομάνης Σ., Ευθύνη τραπεζών και εποπτικών αρχών έναντι επενδυτών και καταθετών, ΝοΒ 2009, 2321 επ.

Ο ίδιος, Η διάθεση 'perpetual bonds' από τις ελληνικές τράπεζες, ΔΕΕ 2010, 863 επ.

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

Clausen N.J/ Srensen K.E, Reforming the Regulation of Trading Venues in the EU under the Proposed MiFID II- Levelling the Playing Field and Overcoming Market Fragmentation?, European Company and Financial Law Review, 2012, 295, 299, 300.

Comparato G., Behind Judicial Resistance to European Private Law in Micklitz and Svetiev (eds), σελ. 97.

Cherednychenko O., Financial Consumer Protection in the EU: Towards a Self-Sufficient European Contract Law for Consumer Financial Services?, European Review of Contract Law 2014, 485 επ.

Η ίδια, Freedom of Contract in the Post-Crisis Era: Quo Vadis ? European Review of Contract Law, 2014, 391-398.

Η ίδια, The public law supervision legislation aims to safeguard a diligent, professional and honest conduct of business by an investment firm (and/or a credit institution) and, to this end, it contains further rules on the basis of which a supervisory authority can promote these goals, European Review of Contract Law 2014, 489.

Cherednychenko O., Contract Governance in EU: Conceptualising the Relationship between Investor Protection Regulation and Private Law, European Law Journal, 2015, 510 επ..

Ferrarini G., „Best execution and competition between trading venues-MiFIDs likely impact“, Capital Markets Law Journal 2007, 407,410.

Ferrarini G./Molloney N., Reshaping order execution in the EU and the role of interest groups: from MiFID I to MiFID II, *European Business Organization Law Review (E.B.O.R)* 2012, 558 580,581.

Grundmann St., The Bankinter Case on MiFID Regulation and Contract Law, *European Review of Contract Law*, 2013, 273.

Moloney N., How to protect investors, Lessons from the EC and the UK, 2010, 359 και 360.

Staikouras P., A novel reasoning of the UK Supreme Court decision in Lehman Brothers: the MiFID segregation rule from the angle of financial intermediation and regulation theory, *Journal of Business Law*.

Willemaers G.S., Client protection on European financial markets-from inform your client to know your product and beyond: an assesments of the PRIIPs Regulation, MiFID II/MiFIR and IMD 2, *Revue Trimestrielle de Droit Financier* 2014, 1-4, διαθέσιμο σε <http://papers.ssrn.com>.