



**ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ
ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ**

**Π.Μ.Σ. ΔΙΕΘΝΩΝ ΚΑΙ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ
ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ**

Επιβλέπων Καθηγητής: Αναπληρωτής Καθηγητής κ. Χρήστος Γκόρτσος

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ: ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ «ΣΥΜΒΑΣΗ
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ» ΥΠΟ ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ Ν.
3606/2007, ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 2004/39 (MiFID).**

Εισηγήτρια: ΑΣΠΑΣΙΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΠΟΥΛΟΥ (ΑΜ 1207 Μ039)

Δικηγόρος

10 Σεπτεμβρίου 2009

Η πνευματική ιδιοκτησία αποκτάται χωρίς καμία διατύπωση και χωρίς την ανάγκη ρήτρας απαγορευτικής των προσβολών της. Επισημαίνεται ότι, κατά το Ν. 2121/1993 και κατά τη Διεθνή Σύμβαση της Βέρνης (που κυρώθηκε με το Ν. 100/1975), απαγορεύεται η αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή του παρόντος έργου, με οποιοδήποτε τρόπο, τμηματικά ή περιληπτικά, στο πρωτότυπο ή σε μετάφραση ή άλλη διασκευή, χωρίς γραπτή άδεια του συγγραφέα.

Η παρούσα μελέτη έχει νόμιμα κατοχυρωθεί σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία για την πνευματική ιδιοκτησία.

ΘΕΜΑ: ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ «ΣΥΜΒΑΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ» ΥΠΟ ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ Ν. 3606/2007, ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 2004/39/ΕΚ (Οδηγία MiFID).

10 Σεπτεμβρίου 2009

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΤΜΗΜΑ

**Προκαταρκτικές επισημάνσεις. Διάρθρωση και στόχοι της παρούσας μελέτης.
.....3**

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

**ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ
ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

.....7

1.1. Η νομική φύση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου..... 7

1.1.1. Σύμβαση ιδιόρρυθμη, ανώνυμη, μεικτή7

1.1.2. Σύμβαση κατά κανόνα άτυπη (έγγραφη με ιδιώτη πελάτη)12

**1.1.3. Σύμβαση διαρκής, συναινετική, ενοχική, υποσχετική,
αμφοτεροβαρής και επαχθής.....12**

1.2. Ειδικό νομοθετικό πλαίσιο13

Εισαγωγικές επισημάνσεις13

**1.2.1. Η ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου υπό το πρίσμα του Ν.
3606/2007, ο οποίος ενσωματώνει την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (Οδηγία
MiFID), καθώς και της εκτελεστικής Οδηγίας 2006/73/ΕΚ και των
συναφών Αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς13**

1.2.1.1. Κύρια χαρακτηριστικά του Ν. 3606/200713

1.3. Οι Αγορές17

1.3.1. Οι «Οργανωμένες ή Ρυθμιζόμενες Αγορές».....	17
1.3.2. Οι «Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης» («ΠΜΔ»)	18
1.3.3. Ο «Συστηματικός Εσωτερικοποιητής» («Internaliser»)	20

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΟ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ

.....	22
2.1. Οριοθέτηση της έννοιας «χαρτοφυλάκιο»	22
2.2. Βασικές επενδυτικές αρχές και κριτήρια σύνθεσης του χαρτοφυλακίου	25
2.2.1. Στάδια διαμόρφωσης χαρτοφυλακίου	26
2.2.2. Αρχή της κατανομής των περιουσιακών στοιχείων σε ομοιογενείς ομάδες (asset/capital allocation)	27
2.2.2.1. Intergrated allocation	28
2.2.2.2. Strategic allocation	28
2.2.2.3. Timing approach	28
2.2.2.4. Tactical asset allocation	28
2.2.3. Αρχή της ελαχιστοποίησης του κινδύνου μέσω ιδίως της διαφοροποίησης ή διασποράς του κινδύνου σε περισσότερες επενδύσεις (Diversification)	28
2.2.4. Αρχή της σταθερότητας της επένδυσης του χαρτοφυλακίου	29
2.2.5. Αρχή της διατήρησης ή αύξησης του εισοδήματος	29
2.3. Περιπτώσεις επενδυτικών αντικειμένων διαχείρισης χαρτοφυλακίου	30
2.3.1. Πρωτογενή χρηματοπιστωτικά μέσα	30
2.3.2. Παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα	30

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

ΤΑ ΜΕΡΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

.....	31
-------	----

3.1. Οι Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών («ΕΠΕΥ») και οι Ανώνυμες Επιχειρήσεις Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών («ΑΕΠΕΥ») ως Φορέων Παροχής της Επενδυτικής Υπηρεσίας Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου

.....	31
-------	----

3.1.1. Εννοιολογική οριοθέτηση, οργανωτικές απαιτήσεις και όροι
χορήγησης άδειας λειτουργίας32

3.1.2. Έδρα και μετοχικό κεφάλαιο32

3.1.3. Έλεγχος των ειδικών συμμετοχών33

3.1.4. Πιστοποίηση34

3.1.5. Λοιπές οργανωτικές απαιτήσεις ΑΕΠΕΥ και ρυθμίσεις για την
αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων34

3.1.6. Συμμετοχή στο Σύστημα Αποζημίωσης των Επενδυτών38

3.1.6.1. Συμμετοχή στο Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης
Συναλλαγών Μελών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών
.....38

3.1.6.2. Συμμετοχή στο Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων
(ΤΕΚΕ)39

3.1.6.3. Συμμετοχή στο Επικουρικό Κεφάλαιο Υποστήριξης Εκκαθάρισης
Χρηματιστηριακών Συναλλαγών39

3.2. Οι συναλλασσόμενοι επενδυτές στην αγορά κεφαλαίων39

3.2.1. Ιδιώτες επενδυτές40

3.2.2. Επαγγελματίες επενδυτές40

3.2.3. Επενδυτές που μπορεί να αντιμετωπίζονται ως Επαγγελματίες
(Επιλέξιμοι Αντισυμβαλλόμενοι)43

3.2.4. Ο επενδυτής ως «καταναλωτής-τελικός αποδέκτης» της
επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου» (άρθρο 1 παρ. 3 του
Ν. 2251/1994). Το δικαίωμα παραίτησης του ιδιώτη επενδυτή από την
ιδιότητα του ως καταναλωτή45

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ, ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΑΕΠΕΥ ΚΑΙ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΠΑΡΟΧΗ ΤΗΣ ΥΠΗΡΕΣΙΑΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

.....53

4.1. Πρωτογενείς συμβατικές υποχρεώσεις της Διαχειρίστριας ΑΕΠΕΥ53

4.1.1. Δικαίωμα επιλογής Συστήματος Κεντρικού Αντισυμβαλλομένου,
Εκκαθάρισης και Διακανονισμού των συναλλαγών
.....54

4.1.2. Δικαίωμα χρήσης Συνδεδεμένων Αντιπροσώπων54

4.1.3. Δικαίωμα διασυνοριακής άσκησης της Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου
.....55

4.1.4. Υποχρέωση κατάρτισης αναλυτικής σύμβασης διαχείρισης
χαρτοφυλακίου59

4.1.5. Υποχρέωση πληροφόρησης/ενημέρωσης του Επενδυτή61

4.1.5.1. Προϋποθέσεις ορθής πληροφόρησης64

4.1.5.2. Τρόπος (Μέσα) παροχής της πληροφόρησης65

4.1.5.3. Ενημέρωση για την κατηγοριοποίηση του πελάτη65

4.1.5.4. Χρονικά στάδια της πληροφόρησης66

4.1.5.5. Το Περιεχόμενο της προσυμβατικής πληροφόρησης των ιδιωτών
πελατών66

Γενικές παρατηρήσεις66

4.1.5.5.1. Πληροφόρηση για τα στοιχεία της ταυτότητας της ΑΕΠΕΥ
και των υπηρεσιών που αυτή παρέχει67

4.1.5.5.2. Επιπρόσθετη πληροφόρηση του ιδιώτη πελάτη στο πλαίσιο
διαχείρισης χαρτοφυλακίου67

4.1.5.5.3. Πληροφόρηση για τα χρηματοπιστωτικά μέσα68

4.1.5.5.4. Πληροφόρηση για τη φύλαξη χρηματοπιστωτικών μέσων ή
κεφαλαίων68

4.1.5.5.5. Πληροφόρηση για τις χρεώσεις69

4.1.5.6. Περιεχόμενο προσυμβατικής πληροφόρησης των επαγγελματιών
πελατών69

4.1.5.7. <u>Πληροφόρηση κατά τη διάρκεια</u> διαχείρισης χαρτοφυλακίου	69
4.1.5.8. Ο έλεγχος καταλληλότητας	70
4.1.5.9. Αναφορικά με τις διαφημιστικές ανακοινώσεις	70
4.1.5.10. Ειδικότερα στις διασυνοριακές συναλλαγές	72
4.1.5.11. Η περίπτωση μεσολάβησης τρίτης (εκτελούσας) ΑΕΠΕΥ	72
4.1.5.12. Οι κίνδυνοι που ελλοχεύουν από φαινόμενα αποτυχίας της αγοράς λόγω της ασύμμετρης κατανομής της πληροφορίας (informational asymmetry)	72
4.1.6. Υποχρέωση επιμέλειας, καλής πίστης και παράλειψης παράνομων πρακτικών (diligence, honesty, good faith, fairness)	74
4.1.7. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης (Best Execution Principle), σε περίπτωση που η ΑΕΠΕΥ, η οποία διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο, εκτελεί η ίδια τις εντολές πελατών	75
4.1.7.1. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης (Best execution Principle), σε περίπτωση που η ΑΕΠΕΥ δεν εκτελεί η ίδια τις εντολές πελατών αλλά τις διαβιβάζει σε τρίτη επιχείρηση (εκτελούσα ΕΠΕΥ)	79
4.1.7.2. Ειδικότερα η ευθύνη της εκτελούσας ΕΠΕΥ από την υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης, σε περίπτωση που ενεργεί ως υποκατάστατος ή βοηθός εκπλήρωσης της μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ	81
4.1.8. Υποχρέωση ίσης μεταχείρισης των επενδυτών	82
4.1.9. Υποχρέωση αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων (Conflict of Interests)	83
4.1.10. Διασφάλιση της εύρυθμης και ομαλής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς	87
4.1.11. Υποχρέωση συνεργασίας για την εξωδικαστική επίλυση διαφορών	87
 4.2. Υποχρέωση της ΑΕΠΕΥ προς κατάρτιση συναλλαγών διαχείρισης χαρτοφυλακίου κατ' έμμεση ή ατελή αντιπροσώπευση (agency relations);	88
 4.3. Η ευθύνη της Διαχειρίστριας ΑΕΠΕΥ	93
4.3.1. Αστική ευθύνη	93
4.3.1.1. Προσυμβατική ευθύνη	93
4.3.1.2. Ενδοσυμβατική ευθύνη	93

4.3.2. Αδικοπρακτική ευθύνη	95
4.3.3. Η ευθύνη αναφορικά με την πλημμελή εκτέλεση των Κανόνων Επαγγελματικής Συμπεριφοράς	97
4.3.4. Η νόθος αντικειμενική ευθύνη της ΑΕΠΕΥ κατά το άρθρο 8 του Ν. 2251/1994	100
4.3.5. Ποινική ευθύνη	101
4.4. Υποχρεώσεις του Ιδιώτη Επενδυτή	102
4.4.1. Υποχρέωση καταβολής αμοιβής/προμήθειας (ανταλλάγματος) και παράδοσης του προς πώληση τίτλους	102
4.4.2. Υποχρέωση καλής πίστης	103
4.4.3. Υποχρέωση ενημέρωσης και ελέγχου της Διαχειρίστριας ΑΕΠΕΥ ως Εντολοδόχου	104

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ

Η ΛΥΣΗ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ

.....	104
-------	-----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ

Η ΑΡΜΟΔΙΑ ΕΠΟΠΤΙΚΗ ΑΡΧΗ

.....	106
-------	-----

6.1. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	106
6.1.1. Το είδος της εποπτικής αρμοδιότητας	108
6.1.2. Το περιεχόμενο της εποπτικής αρμοδιότητας	109
6.1.2.1. Κανονιστική αρμοδιότητα	109
6.1.2.2. Κατασταλτική ή διαπιστωτική αρμοδιότητα	113
6.1.2.3. Συστατική αρμοδιότητα	114
6.1.3. Ο δικαστικός έλεγχος των πράξεων (κυρώσεων) της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	115
6.1.4. Η αστική ευθύνη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για πλημμελή άσκηση εποπτείας	117

6.1.5. Σύγχρονη τάση και προβληματισμοί για το σχεδιασμό ενιαίας υπερεθνικής εποπτικής Αρχής στο πλαίσιο παροχής της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου (Constitutional concern about the institutional design of a “single pan-european Regulator” or a “single EU Securities Regulator” or “Unified Regulator” in the field of Investment Services, regarding in particular Portfolio Management)	118
--	-----

6.1.5.1. Ο εθνικός προστατευτισμός/ξеноφοβία και το ρυθμιστικό αρμπιτράζ (National protectionism/xenophobia and regulatory arbitrage or the law of one price)	120
---	-----

6.1.5.2. Η ποικιλομορφία της επιχειρηματικής παράδοσης για την επενδυτική υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η πολυπλοκότητα και ο δημιουργούμενος ανταγωνισμός μεταξύ των εθνικών εποπτικών Αρχών (Variation of investment cultures, complexity and competence of national Supervisors)	122
---	-----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΜΟΛΟ

ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

.....	123
-------	-----

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΙΚΕΣ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ

.....	125
-------	-----

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

.....	129
-------	-----

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1 – Στοιχεία που αφορούν στις Χρηματοπιστωτικές Αγορές	129
--	-----

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2 – Συμμετοχή στο Συνεγγυητικό Κεφάλαιο Εξασφάλισης Συναλλαγών Μελών του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών	132
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3 - Συμμετοχή στο ΤΕΚΕ – Ν. 3746/2009 «Ταμείο Εγγύησης Καταθέσεων και Επενδύσεων (ΤΕΚΕ), ενσωμάτωση των Οδηγιών 2005/14/ΕΚ για την υποχρεωτική ασφάλιση οχημάτων και 2005/68/ΕΚ σχετικά με τις αντασφαλίσεις και λοιπές διατάξεις», ΦΕΚ 27/Α'/16.2.2009	135
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 4 - Συμμετοχή στο Επικουρικό Κεφάλαιο Υποστήριξης Εκκαθάρισης Χρηματιστηριακών Συναλλαγών	144
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5 - Η Διασυννοριακή Άσκηση Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου - Προϋποθέσεις Έναρξης Δραστηριοτήτων υπό το Καθεστώς Ελεύθερης Εγκατάστασης και Παροχής Υπηρεσιών	147
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 6 – Ενημέρωση κατά τη διάρκεια Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου	151
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 7 - Η Βέλτιστη Εκτέλεση Εντολών (BEST EXECUTION) στο πλαίσιο της Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου	156
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 8 – Ποινική Ευθύνη	160
ΠΙΝΑΚΑΣ 1 – Στάδια Διαμόρφωσης Χαρτοφυλακίου	171

ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗ

.....	172
-------	-----

I. ΠΡΩΤΟΓΕΝΕΙΣ ΠΗΓΕΣ	
1. Ευρωπαϊκό Δίκαιο	172
2. Ελληνικό Δίκαιο	174
II. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	176
III. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΚΑΙ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	180
IV. ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΛΟΓΙΑ	191
V. ΔΙΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΣΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ	193
VI. ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ – ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΕΣ ΕΠΙΣΗΜΑΝΣΕΙΣ	194

ΘΕΜΑ: ΖΗΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ «ΣΥΜΒΑΣΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ» ΥΠΟ ΤΟ ΝΟΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ Ν. 3606/2007, ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 2004/39/ΕΚ (Οδηγία MiFID).

10 Σεπτεμβρίου 2009

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΤΜΗΜΑ

Προκαταρκτικές επισημάνσεις. Διάρθρωση και στόχοι της παρούσας μελέτης.

Με τον όρο *διαχείριση χαρτοφυλακίου (portfolio management)* νοείται η, μετά από ανάθεση, επιμέλεια του συνόλου ή μέρους της περιουσίας ενός προσώπου από άλλο πρόσωπο, δηλαδή η παραγωγική διοίκηση (διαχείριση) από το διαχειριστή μιας ομάδας περιουσιακών στοιχείων τρίτου, η οποία αποβλέπει στην εξυπηρέτηση του οικονομικού συμφέροντος του δικαιούχου¹. Η διαχείριση χαρτοφυλακίου περιλαμβάνει τη διαχείριση χαρτοφυλακίου του ίδιου του χρηματοπιστωτικού φορέα όπως και των θεσμικών επενδυτών (αμοιβαίων κεφαλαίων, ασφαλιστικών εταιριών, ασφαλιστικών ταμείων κ.ά.) ή και των ιδιωτών (φυσικών ή νομικών προσώπων).

Η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου συνιστά μία σύγχρονη μορφή συμβατικού μορφώματος του ιδιωτικού δικαίου, ιδιαίτερα διαδεδομένου και διαρκώς εξελισσόμενου στις μέρες μας, μέσα από την επανειλημμένη συναλλακτική πρακτική και τις διεθνώς εναρμονισμένες τεχνικές σχεδιασμού και αντίληψης. Το μόρφωμα αυτό, εξυπηρετεί και διευκολύνει ποικιλοτρόπως τη διακίνηση αγαθών και τη συσσώρευση και δημιουργία κεφαλαίου (περιουσίας) στο χώρο των συναλλαγών σε επίπεδο εθνικό, κοινοτικό αλλά και διεθνές.

Ο ορισμός της διαχείρισης χαρτοφυλακίου μπορεί να αποδοθεί σε δύο επίπεδα: Α) Το γενικό («*διαχείριση χαρτοφυλακίου εν ευρεία έννοια*»), στο οποίο αντικείμενο διαχείρισης μπορεί να είναι μετρητά, χρηματοπιστωτικά μέσα, ακίνητα, πολύτιμα μέταλλα, αντικείμενα τέχνης κ.λπ. Αυτή η μορφή διαχείρισης χαρτοφυλακίου, γνωστή και με το αγγλικό ακρωνύμιο «*asset management*», δεν θα παρουσιαστεί στην παρούσα μελέτη.

Β) Το ειδικό, στο οποίο εντάσσεται η «ατομική» και η «συλλογική» διαχείριση χαρτοφυλακίου, οι οποίες εξειδικεύονται από ειδικότερα νομοθετήματα.

¹ Από νομική άποψη, είναι δυνατό το πρόσωπο του διαχειριστή και του κυρίου ή γενικά δικαιούχου των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων να συμπίπτει.

Πιο συγκεκριμένα η *ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου εν στενή έννοια*, συνιστά *επενδυτική υπηρεσία*² που ρυθμίζεται από την Οδηγία 2004/39/EK «Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων» («Οδηγία MiFID³» - Πρώτο Μέρος της Οδηγίας, Κεφάλαιο Α-Δ, ΣΤ-Θ) και μεταφέρεται στο εθνικό δίκαιο με το Ν. 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις», ο οποίος είναι εναρμονισμένος προς την ως άνω κοινοτική Οδηγία.

Όπως προκύπτει από τον ορισμό της διάταξης του άρθρου 4 παρ. 1 (9) της Οδηγίας 2004/39 ως «διαχείριση χαρτοφυλακίου εννοείται η διαχείριση, με εντολή του πελάτη και υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας για κάθε πελάτη, χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα». Η επιχείρηση επενδύσεων που διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο, διαθέτει περιθώριο διακριτικής ευχέρειας τόσο ως προς την επιλογή την σύνθεσης του χαρτοφυλακίου όσο και ως προς τους όρους διενέργειας συναλλαγών επί των κατ' ιδίαν χρηματοπιστωτικών μέσων που το συγκροτούν.

Η *ατομική διαχείριση ή διαχείριση εν στενή έννοια*, συνιστά παροχή εξατομικευμένων επενδυτικών υπηρεσιών, δηλαδή υπηρεσιών που προσαρμόζονται στο πρόσωπο και τις απαιτήσεις του δικαιούχου των περιουσιακών στοιχείων. Η ως άνω εννοιολογική οριοθέτηση μπορεί να καλύψει και μία συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτών που παρουσιάζουν κοινά χαρακτηριστικά, όταν η διενέργεια των πράξεων διαχείρισης πραγματοποιείται για το σύνολο των επενδυτών αυτών.

Πρόκειται για τη μορφή (τύπο) διαχείρισης χαρτοφυλακίου γνωστής ως «*discretionary portfolio management*», κατά την οποία ο διαχειριστής ενεργεί μέσα σε ένα προκαθορισμένο πλαίσιο διακριτικής ευχέρειας και λαμβάνει εκείνος τις αποφάσεις για την απόκτηση και διάθεση των επενδυτικών μέσων του επενδυτή, με σκοπό να επιτύχει την επαύξηση της περιουσίας του, λαμβάνοντας υπόψη τις ανάγκες και τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη του. Για τους σκοπούς της Οδηγίας 2004/39, όπως ενσωματώθηκε και στο Ν. 3606/2007, η διαχείριση χαρτοφυλακίου με διακριτική ευχέρεια ως επενδυτική υπηρεσία μπορεί να παρασχεθεί στο πλαίσιο ελευθερίας εγκατάστασης και παροχής υπηρεσιών.

Σε αντιδιαστολή αυτής της μορφής, υφίσταται η διαχείριση χαρτοφυλακίου χωρίς διακριτική ευχέρεια («*non discretionary portfolio management*»), κατά την οποία ο διαχειριστής υποχρεούται να λάβει προηγουμένως τη συναίνεση του επενδυτή πριν από την εκτέλεση των επενδυτικών αποφάσεων ή και να υποδείξει την εκτέλεσή τους⁴. Επειδή ωστόσο, η μορφή της «non discretionary» διαχείρισης

² Επισημαίνεται ότι, ως επενδυτική υπηρεσία και για τους σκοπούς της Οδηγίας 2004/39 που καλύπτει την ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου λαμβάνει χώρα στη δευτερογενή αγορά και το αντικείμενό της περιορίζεται και καταλαμβάνει μόνο τα χρηματοπιστωτικά μέσα (βλ. κατωτέρω υπό 2.3.) που απαριθμούνται στο Τμήμα Γ του Παραρτήματος Ι της εν λόγω Οδηγίας και αντίστοιχα στο άρθρο 5 του Ν. 3606/2007.

³ «MiFID»: Markets in Financial Instruments Directive.

⁴ Βλ. Φ. Κοτσαμάνη (2000), Διαχείριση χαρτοφυλακίου, *Το Χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο – 9ο Πανελλήνιο Συνέδριο*, Σύνδεσμος Ελλήνων Εμπορικολόγων, σ. 419.

χαρτοφυλακίου δεν συμπεριλαμβάνεται στην Οδηγία 2004/39 και επομένως δεν συνιστά επενδυτική υπηρεσία, δεν θα εξεταστεί καθόλου στην παρούσα μελέτη.

Η συλλογική διαχείριση είναι η διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων, τα οποία συγκροτούν ομάδα περιουσίας περισσότερων συνδικαιούχων, με αναγνώριση σε αυτούς του δικαιώματος ελεύθερης εξόδου. Η συλλογική διαχείριση δεν συνιστά επενδυτική υπηρεσία. Πραγματοποιείται δε στο πλαίσιο ενός πλέγματος ενώσεων προσώπων ή εταιριών ειδικής μορφής είτε και οργανισμών με συγκεκριμένο σκοπό, αρμοδιότητες, συγκρότηση, εποπτεία, κανόνες λειτουργίας και συστήματα παρακολούθησης και ελέγχου. Περιπτώσεις τέτοιων νομικών προσώπων που διενεργούν πράξεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου και που διέπονται από ειδικότερο ρυθμιστικό καθεστώς, είναι, ενδεικτικά, οι ακόλουθες: οι Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), ο Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ), οι Εταιρίες που διαχειρίζονται Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας (ΑΚΑΠ), οι Εταιρίες Επενδύσεων σε Ακίνητη Περιουσία (ΕΕΑΠ) και οι Εταιρίες Επενδύσεων Ποντοπόρου Ναυτιλίας (ΕΕΠΝ).

Η μελέτη που ακολουθεί, στόχο έχει να παρουσιάσει ορισμένα μόνο ζητήματα της ατομικής σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου με τη στενή έννοια του όρου, ως μορφή επενδυτικής υπηρεσίας. Σκοπός της προκείμενης μελέτης δεν είναι, ούτε θα μπορούσε να είναι, η εξαντλητική παράθεση και ανάλυση όλων των θεμάτων του σύγχρονου δικαίου των επενδυτικών υπηρεσιών. Το θέμα που επιλέχθηκε με τον τίτλο «Ζητήματα από τη σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου υπό το νομικό πλαίσιο του Ν. 3606/2007, μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ», αναφέρεται στα κύρια χαρακτηριστικά και τις γενικές αρχές που διαπνέουν την επενδυτική υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου, τις νομικές και οικονομικές συνέπειες που απορρέουν από τη λειτουργία της -με έμφαση στην προστασία του επενδυτή-, τις ιδιομορφίες που εμφανίζει, τους τυχόν νομοθετικούς και κανονιστικούς περιορισμούς που εγείρονται καθώς και τη σημασία της στο εκσυγχρονισμένο ευρωπαϊκό και διεθνές νομοθετικό και οικονομικό περιβάλλον όπου αναπτύσσεται.

Τονίζεται ότι, η μελέτη αναπτύσσεται αποκλειστικά σύμφωνα με το περιεχόμενο του νομοθετικού πλαισίου που θέτει ο Ν. 3606/2007, όπως αυτό ισχύει και εφαρμόζεται, με ειδικότερη έμφαση στα ακόλουθα ιδίως άρθρα: 2, 3, 6-7, 9, 12-14, 25-28, 59-63, 65-70 . Η αναφορά σε άλλα άρθρα, όπως ενδεικτικά λ.χ. στα άρθρα: 4-5, 11, 15-24, 29, 34, 41-58, 64, είναι σκοπίμως περιορισμένη, λόγω των ορίων και του σκοπού της παρούσας μελέτης. Κατά την κρίση της γράφουσας αυτές οι αναφορές και τυχόν συνοπτικές αναλύσεις γίνονται μόνο στο βαθμό που αυτές κρίνονται απολύτως αναγκαίες.

Ειδικότερα, η ανάπτυξη που ακολουθεί χωρίζεται σε οκτώ κεφάλαια. Το πρώτο κεφάλαιο αποτελείται από τρία μέρη: α) το γενικό, όπου αναλύονται τα γενικά χαρακτηριστικά και η νομική φύση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου, β) το ειδικό, στο οποίο σκιαγραφούνται συνοπτικά τα κυρίαρχα χαρακτηριστικά της Οδηγίας 2004/39 και γ) στο πληροφοριακό, στο οποίο περιλαμβάνεται μια άκρως περιορισμένη και ενδεικτική παράθεση ορισμένων στοιχείων σχετικά με τις αγορές

χρηματοπιστωτικών μέσων, στις οποίες μπορεί να παρασχεθεί η επενδυτική υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Το δεύτερο κεφάλαιο αφορά στην παρουσίαση του αντικειμένου και ορισμένων στοιχείων της οικονομικής λειτουργίας της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Γίνεται δε με αναφορά στην οριοθέτηση της έννοιας «χαρτοφυλάκιο», τις βασικές επενδυτικές αρχές και τα κριτήρια σύνθεσης και διαμόρφωσης του χαρτοφυλακίου (αρχή κατανομής των περιουσιακών στοιχείων (asset allocation), αρχή διαφοροποίησης του κινδύνου (diversification) κ.λπ.) και στην απλή παράθεση των δύο περιπτώσεων επενδυτικών αντικειμένων της, δηλαδή των πρωτογενών και παράγωγων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Το τρίτο κεφάλαιο αναφέρεται στα Μέρη της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, αφενός στον φορέα παροχής της επενδυτικής υπηρεσίας, δηλαδή την εταιρία παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και την ελληνική αντίστοιχα ΑΕΠΕΥ (εφεξής η αναφορά εστιάζεται, ιδίως, στις ΑΕΠΕΥ σύμφωνα με το Ν. 3606/2007) και αφετέρου στον αντισυμβαλλόμενο επενδυτή. Στο πρώτο σκέλος του κεφαλαίου, παρουσιάζονται ο ορισμός της έννοιας ΑΕΠΕΥ, οι οργανωτικές απαιτήσεις για τη χορήγηση άδειας λειτουργίας της και οι λοιπές απαιτήσεις που τη διέπουν κατά τη διάρκεια λειτουργίας της. Στο δεύτερο σκέλος που αφορά τις κατηγορίες των συναλλασσόμενων με την ΑΕΠΕΥ επενδυτών, γίνεται εκτενής αναφορά στο αμφιλεγόμενο θέμα της δυνατότητας, καταρχήν, και εν συνεχεία των περιπτώσεων κατά τις οποίες, δηλαδή, ένας ιδιώτης επενδυτής μπορεί να θεωρηθεί καταναλωτής-τελικός αποδέκτης της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου και ειδικότερα στο δικαίωμά του να παραιτείται της προστασίας που του επιφυλάσσει ο Ν. 2251/1994 υπό την ιδιότητά του αυτή.

Στο τέταρτο κεφάλαιο που ακολουθεί, αναλύονται οι βασικές αρχές και τα ειδικότερα δικαιώματα και υποχρεώσεις τόσο της ΑΕΠΕΥ όσο και του επενδυτή κατά την παροχή της υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Ιδιαίτερα, μεγαλύτερη έμφαση δίδεται στο δικαίωμα διασυνοριακής άσκησης της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, την υποχρέωση ορθής και πλήρους πληροφόρησης και ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού και τους κινδύνους που ελλοχεύουν από το φαινόμενο της πληροφοριακής ασυμμετρίας (informational asymmetry), την αρχή βέλτιστης εκτέλεσης εντολών (best execution principle), τον κανόνα αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων (conflict of interests) κ.ά. Τέλος, ερευνάται το ζήτημα των σχέσεων άμεσης και έμμεσης αντιπροσώπευσης της ΑΕΠΕΥ κατά την κατάρτιση συναλλαγών διαχείρισης του χαρτοφυλακίου.

Το πέμπτο κεφάλαιο γίνεται ανάλυση του τρόπου και των περιπτώσεων λύσης της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ενώ στο έκτο κεφαλαίο η ανάπτυξη επικεντρώνεται στο περιεχόμενο και την έκταση της εποπτικής αρμοδιότητας της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, ως αποκλειστικής αρμόδιας αρχής για τη δράση των ΑΕΠΕΥ. Επίσης, παρουσιάζονται θέματα σχετικά με την προστασία των επενδυτών αναφορικά με την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου και η δυνατότητα δικαστικού ελέγχου της εκ μέρους της άσκησης δημόσιας εξουσίας.

Τέλος, εξετάζεται το αμφιλεγόμενο ζήτημα της δυνατότητας αλλά και σκοπιμότητας συγκρότησης μίας ενιαίας υπερεθνικής εποπτικής Αρχής στο πλαίσιο της γενικότερης προσπάθειας για ενοποίηση του τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών και εν γένει χρηματοπιστωτικού τομέα.

Στα δύο τελευταία κεφάλαια εκφέρονται σε γενικές γραμμές συμπερασματικές κρίσεις. Στο μεν έβδομο κεφάλαιο συνοψίζονται τα βασικά χαρακτηριστικά της δομής του περιεχομένου και της ανάλυσης της παρούσας μελέτης, στο δε όγδοο και τελευταίο κεφάλαιο γίνεται μια προσπάθεια σύνθεσης όλου του υλικού, στην οποία εμπεριέχονται και νύξεις της γράφουσας αναφορικά με σχετικές μελλοντικές εξελίξεις.

Από τη συγγραφέα εκφράζεται η αισιοδοξία, οι θεματικές ενότητες που επελέγησαν, να αναδείξουν καίρια θέματα συναλλακτικής συμπεριφοράς της ΑΕΠΕΥ, προστασίας κυρίως του επενδυτή καθώς και ορθολογικής λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και να καταστήσουν δυνατή την καλύτερη κατανόηση των αμφισβητούμενων σημείων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΗΣ ΣΥΜΒΑΣΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

1.1. Η νομική φύση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου

Θεμέλιο της έννομης σχέσης μεταξύ του διαχειριστή και του επενδυτή αποτελεί η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου, κατά την οποία ο επενδυτής αναθέτει στο διαχειριστή την παραγωγική διαχείριση/διοίκηση της περιουσίας του, στην οποία μπορεί να συμφωνηθεί να συμπεριλαμβάνονται η παροχή συμβουλών αλλά και η εκτέλεση μελλοντικών επενδύσεων επ' ονόματι, για λογαριασμό του επενδυτή και αποκλειστικά προς το συμφέρον αυτού. Ο διαχειριστής δεν ευθύνεται για την αύξηση της αξίας του χαρτοφυλακίου αλλά οφείλει μόνον την καλή εκτέλεση των ανατεθειμένων πράξεων διαχείρισης.

1.1.1. Σύμβαση ιδιόρρυθμη, ανώνυμη, μεικτή

Επειδή πρόκειται για αρρύθμιστη διαμεσολαβητική επενδυτική σύμβαση, μη οριζόμενη κατά νόμο ως προς τα ουσιώδη στοιχεία της (*essentialia negotii*), προκειμένου να εντοπιστεί η νομική φύση της, έχουν υποστηριχθεί στη θεωρία και τη νομολογία ποικίλες απόψεις. Κατά μία άποψη, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου θεωρείται ως **σύμβαση ανεξάρτητων υπηρεσιών** κατά την έννοια της σύμβασης μίσθωσης ανεξάρτητης εργασίας (ΑΚ 648)⁵, στην οποία μπορούν να εφαρμοστούν **αναλογικά** οι διατάξεις για την **εντολή**⁶, εκτός από αυτές που δεν συνάδουν με το χαρακτήρα της. Χαρακτηριστική είναι η δυνατότητα αναλογικής

⁵ Βλ. Φώτιο Καρατζένη (2000), *Το Χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο*, 9^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικολόγων (1999), εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 418 επ.

⁶ Βλ. ΜΠρΑθ 2115/2002 για την «Έννοια ΕΠΕΥ και χρηματιστηριακών συναλλαγών διαχείρισης χαρτοφυλακίου»..

εφαρμογής της διάταξης 729 ΑΚ, η οποία καθιερώνει την έλλειψη ευθύνης για ζημία που προκλήθηκε από συμβουλή ή σύσταση, εκτός εάν ο παρέχων ενήργησε δόλια ή ανέλαβε με σύμβαση την ευθύνη, στην περίπτωση που η παροχή συμβουλών αποτελεί παρεπόμενη υποχρέωση του διαχειριστή.

Στην προκειμένη περίπτωση, δίδεται έμφαση στο *περιεχόμενο* της σύμβασης το οποίο συνίσταται στη διεξαγωγή υπόθεσης τρίτου καθώς και στην *έκταση της ευθύνης του διαχειριστή*. Εν προκειμένω, ορθότερο θα ήταν να γίνει δεκτό ότι, ο επενδυτής στοχεύει περισσότερο στο οικονομικό αποτέλεσμα (έργο) παρά στην παροχή εργασίας του διαχειριστή αυτή καθεαυτή. Σύμφωνα με την τελευταία εκδοχή, η σύμβαση θα έβρισκε δογματικό έρεισμα στο άρθρο 650 ΑΚ, σύμφωνα με το οποίο ο από την αρχή επιτετραμμένος ή ο δημόσια προσφερόμενος για τη διεξαγωγή υποθέσεων (παροχής επενδυτικών υπηρεσιών) ή και ο κατ' επάγγελμα διεξάγων υποθέσεις (ΑΕΠΕΥ) λογίζεται ότι αποδέχεται πρόταση για **σύμβαση μίσθωσης εργασίας**, αν δεν την αποκρούσει χωρίς υπαίτια καθυστέρηση.

Κατά άλλη άποψη θεωρείται ότι, στηρίζεται στη σύμβαση εντολής και μάλιστα **έμμισθης εντολής κατά κανόνα διαρκούς**⁷, της οποίας είναι περιεχόμενο. Στην περίπτωση αυτή, αποτελεί την εκτέλεση της σύμβασης εντολής που συνδέει τον επενδυτή-εντολέα, κύριο περιουσιακών δικαιωμάτων ή στοιχείων, με το διαχειριστή-εντολοδόχο. Ο φορέας της παροχής της υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου (διαχειριστής) θεωρείται πιο ανεξάρτητος, καθώς ενεργεί κατά διακριτική ευχέρεια αλλά εντός του συμφωνημένου πλαισίου, σε σχέση με τον εντολοδόχο, ο οποίος δρα σύμφωνα με τις παρασχεθείσες εντολές/οδηγίες του πελάτη του.

Από πλευράς εμπορικού δικαίου έχει υποστηριχθεί η άποψη ότι εμπίπτει στη γενικότερη έννοια της «**πρακτορείας**»⁸, ως κατεξοχήν εμπορικής πράξης παροχής ιδιωτικών υπηρεσιών⁹, στηριζόμενη στην ανάληψη της υποχρέωσης διεξαγωγής ή *επιμέλειας ξένων υποθέσεων*¹⁰ *έναντι ανταλλάγματος* (αμοιβής, προμήθειας κ.ά.). Αντικείμενο της πρακτορείας είναι εν προκειμένω η διενέργεια υλικών πράξεων ή η σύναψη δικαιοπραξίας με τρίτο στο όνομα και για λογαριασμό του εντολέα. Ο ακριβής προσδιορισμός της νομικής φύσης της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου που συνήθως δίδεται στην προκειμένη περίπτωση είναι ότι, πρόκειται για σύμβαση έργου ή για έμμισθη (αμειβόμενη) εντολή. Η προς τα έξω δε δράση του πράκτορα θα καθορίζεται με βάση τις διατάξεις για την αντιπροσώπευση και την πληρεξουσιότητα (211 επ. ΑΚ). Ο ευρύς αυτός ορισμός ταυτίζει την πρακτορεία με την «**εμπορική εντολή**» (90 ΕμπΝ) ως **εμπορική πράξη**, η οποία όμως δεν ρυθμίζεται ως

⁷ Βλ. Παύλο Φίλιο (1997) στο *Ενοχικό δίκαιο Ειδικό μέρος*, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 175, όπου ορίζει ότι η σύμβαση της εντολής ανάλογα με το είδος της υπόθεσης είναι άλλοτε *διαρκής* και άλλοτε *στιγμιαία* σύμβαση.

⁸ Βλ. Δημήτρη Αυγητίδη (2005), *Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή*, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 81. Επίσης, Ευάγγελο Περάκη (1999), *Γενικό μέρος εμπορικού δικαίου*, Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 187 επ.

⁹ Ορισμός της «υπηρεσίας» δεν παρέχεται από το δίκαιο, γενικά πάντως συνίσταται στη διεκπεραίωση αλλότριων υποθέσεων (Περάκη, όπ.π., σ. 188).

¹⁰ Έτσι και ο Απόστολος Καραγκουνίδης (2007), *Η προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών*, εκδ. Σάκκουλα, σ. 68-69.

συμβατικός τύπος¹¹. Στην περίπτωση αυτή επομένως γίνεται δεκτό ότι, θα εφαρμοστούν όσες διατάξεις περί εντολής συμβιβάζονται με τον έμμισθο χαρακτήρα, σύμφωνα με την αρχή της συμπληρωματικής εφαρμογής των διατάξεων του κοινού δικαίου στο εμπορικό δίκαιο ή επικουρικά οι διατάξεις για τη **μίσθωση έργου**¹² (ανεξάρτητη-μη διευθυνόμενη παροχή υπηρεσιών), όπου έργο είναι η παροχή της παραγγελλθείσας επενδυτικής υπηρεσίας.

Παράλληλα έχει υποστηριχθεί ότι¹³, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου αποτελεί **σύμβαση παραγγελίας** η οποία υπάγεται στην ευρύτερη κατηγορία των συμβάσεων διεξαγωγής ξένων υποθέσεων με αμοιβή¹⁴, συνήθως *παραγγελίας για αγοραπωλησία χρηματοπιστωτικών μέσων εντασσόμενη στην ευρύτερου περιεχομένου σύμβαση διαχείρισης επενδυτικού χαρτοφυλακίου*¹⁵. Περιεχόμενο της είναι η παροχή από τον παραγγελιοδόχο-διαχειριστή της επενδυτικής υπηρεσίας, στην οποία αναφέρεται η εντολή του παραγγελέα-επενδυτή. Από την άλλη πλευρά, ο αντισυμβαλλόμενος επενδυτής αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στο διαχειριστή τη συμφωνημένη αμοιβή.

Στο βαθμό που με τη σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου ο διαχειριστής αναλαμβάνει έναντι ανταλλάγματος τη διοίκηση περιουσίας προς όφελος του πελάτη του, έχει υποστηριχθεί ότι προσεγγίζει τη μορφή **εμπίστευσης περιουσίας (trust)**. Με τη σύμβαση αυτή παραδίδονται σε εταιρίες που έχουν εχέγγυα διαχειριστικής ικανότητας (λ.χ. ΑΕΠΕΥ) χρηματικά κεφάλαια (trust funds), τα οποία καθίστανται αντικείμενο διοίκησης και διαχείρισης με σκοπό να αξιοποιηθούν και να αυξηθούν προς όφελος του κυρίου τους (settlor-επενδυτή) ή κάποιου τρίτου (beneficiary)¹⁶. Ο θεσμός όμως αυτός, διαφέρει στο ελληνικό δίκαιο σε σχέση με τα αλλοδαπά δίκαια, καθώς ο διαχειριστής δεν δύναται να κατέχει, να διαθέτει και να διαχειρίζεται την περιουσία προς όφελος του εντολέα πελάτη του και στο δικό του όνομα, αλλά ενεργεί αποκλειστικά ως αντιπρόσωπος του πελάτη του, στο όνομά του και για λογαριασμό του.

Επίσης, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου θα μπορούσε να θεωρηθεί ως μία **σύμβαση-πλαίσιο** με ανάληψη από το διαχειριστή της υποχρέωσης εκτέλεσης επιμέρους συμβάσεων χρηματιστηριακής παραγγελίας, οι όροι της οποίας είναι εκ των προτέρων διατυπωμένοι του οποίους αποδέχεται ο επενδυτής όπως λ.χ. μπορεί να είναι μία σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σε χρηματοπιστωτικά μέσα με επαγγελματία ή ιδιώτη πελάτη.

¹¹ Βλ. Νικ. Κ. Ρόκα (1998), *Στοιχεία εμπορικού δικαίου (I), Γενικό μέρος – Εμπορικές συμβάσεις*, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 61.

¹² Βλ. Λεωνίδα Ν. Γεωργακόπουλο (1999), *Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο*, εκδ. Π.Ν. Σάκκουλα, σ. 95 επ, 132.

¹³ Βλ. Ματίνα Κορδή-Αντωνοπούλου (2008), *Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων και η αγορά αξιών της στο «Χρηματιστήριο Αθηνών» Α.Ε.*, έκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 58 επ.

¹⁴ Βλ. Νικ. Ρόκα (1998), *Στοιχεία εμπορικού δικαίου (I), Γενικό μέρος – Εμπορικές συμβάσεις*, έκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 55 επ., Δημήτρη Αυγητίδη (1998), *Η εμπορική ιδιότητα του παραγγελέα χρηματιστηριακής συναλλαγής, ΕΕμπΔ*, σ. 246 επ.

¹⁵ Βλ. ΑΠ 164/2008 για τη «Σύμβαση χρηματιστηριακών υπηρεσιών».

¹⁶ Βλ. Σταύρο Γεωργιάδη (2003), *Η σύμβαση διοίκησης και διαχείρισης επιχείρησης (management agreement), ΧρΔΔ*, σ. 605.

Με βάση τα όσα προαναφέρθηκαν, ορθότερο είναι να γίνει δεκτό ότι πρόκειται για **μεικτή σύμβαση και συγκεκριμένα μεικτοτυπική σύμβαση**¹⁷, στην οποία απαντώνται ουσιώδη στοιχεία περισσότερων συμβατικών τύπων, τα οποία συγχωνεύονται σε μία ενιαία οικονομική ενότητα. Περαιτέρω, λαμβάνοντας υπόψη το ειδικό ρυθμιστικό πλαίσιο στο οποίο υπάγεται ως περίπτωση επενδυτικής υπηρεσίας, καθίσταται σαφές ότι η σύμβαση εμπίπτει στην περίπτωση των συμβάσεων που συνιστούν «τυποποιημένες στις συναλλαγές» συμβάσεις, προσαρμοζόμενη στην ατέρμονη εξέλιξη της οικονομικής ζωής.

Επομένως, η κατά προσέγγιση ένταξη της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου σε έναν από τους παρακάτω συμβατικούς τύπους μπορεί να αποτελέσει αποτέλεσμα μίας *ad hoc εκτίμησης*, ανάλογα με τα στοιχεία που υπερισχύουν κάθε φορά έναντι των άλλων, λαμβάνοντας υπόψη τη βούληση και τα συμφέροντα των μερών όπως αυτά διαμορφώνονται ανάλογα με τις συνθήκες και τις ανάγκες των αγορών, προκειμένου για τον εντοπισμό του εφαρμοστέου δικαίου.

Για παράδειγμα εάν τα μέρη στοχεύουν *in concreto* περισσότερο στο οικονομικό αποτέλεσμα (έργο) και η συμφωνία για αντάλλαγμα συνίσταται στην καταβολή μηνιαίας αμοιβής στο διαχειριστή για τις προσφερόμενες υπηρεσίες του, ως περισσότερο κατάλληλος συμβατικός τύπος θεωρείται η σύμβαση ανεξάρτητων υπηρεσιών (648 ΑΚ). Ενώ, αν υπάρχει συμφωνία των μερών για καταβολή αμοιβής μόνον σε περίπτωση επίτευξης συγκεκριμένου οικονομικού αποτελέσματος (λ.χ. κέρδη κατά 5%) θα μπορούσε να αναδειχθεί περισσότερο ως σύμβαση έργου.

Παρόλα αυτά, θα πρέπει να συνεκτιμηθεί ότι η σύμβαση ως περίπτωση επενδυτικής υπηρεσίας, υπάγεται σε ειδικό πλαίσιο νομοθετικών διατάξεων που διέπει τη λειτουργία των επενδυτικών υπηρεσιών (Ν. 3606/2007 καθώς και εκτελεστικές αποφάσεις των αρμόδια Αρχών), με τις οποίες ρυθμίζονται σειρά θεμάτων όπως λ.χ. για τις οργανωτικές απαιτήσεις της λειτουργίας του Φορέα της εν λόγω υπηρεσίας, τη διασυννοριακή άσκηση μέσω της ελευθερίας παροχής και εγκατάστασης των επενδυτικών υπηρεσιών, την κατηγοριοποίηση πελατών και χρηματοπιστωτικών μέσων, τις αρμοδιότητες των εποπτικών Αρχών κ.ά.

Ενόψει της ανωτέρας «διαπάλης» για τον εντοπισμό της νομικής φύσης της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου, από άποψη εμπορικού δικαίου, η υπαγωγή της στο πραγματικό ενός τύπου σύμβασης από τους προβλεπόμενους στο Ειδικό Μέρος του Ενοχικού Δικαίου του Αστικού Κώδικα αποτελεί πράγματι αντικείμενο διχογνωμίας. Ο χαρακτηρισμός της, εν τούτοις, έχει αξία μόνο στο βαθμό που αυτό είναι απαραίτητο για την εξεύρεση των ενδοτικών κανόνων του εμπορικού ή αστικού δικαίου που θα ισχύσουν μεταξύ των μερών και όχι εφόσον εφαρμόζονται κανόνες αναγκαστικού δικαίου της (χρηματιστηριακής) συνήθως νομοθεσίας.

¹⁷ Βλ. Απόστολο Γεωργιάδη (1995), *Νέες μορφές συμβάσεων της σύγχρονης οικονομίας*, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 34 επ.

Έχοντας ως κύριο αντικείμενο ενδιαφέροντος τη *δήλωση βούλησης*¹⁸ των μερών, ως του συνήθους αλλά και του παραδοσιακά αποδεκτού σημείου εκκίνησης κάθε σχετικής συναλλακτικής προσπάθειας (361 ΑΚ), η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου αποτελεί, κατά τη γνώμη της γράφουσας, ένα σύνθετο νομοτυπικό μόρφωμα¹⁹, το οποίο συγκροτείται από δύο καταρχήν αυτοτελείς δικαιοπραξίες²⁰ -όχι όμως οπωσδήποτε και αυθύπαρκτες-, οι οποίες ως σύνθεση προορίζονται να επιφέρουν διάφορα αποτελέσματα από εκείνα που μπορεί να επιφέρει η καθεμιά ξεχωριστά. Η κάθε δικαιοπραξία περιέχει οπωσδήποτε τη δική της δήλωση (ή δηλώσεις) βουλήσεως, θωρούμενη από τη σκοπιά του φορέα της, απ' ότι έγινε δηλαδή αντιληπτό από το πρόσωπο προς το οποίο απευθύνεται.

Οι ποικίλες αναζητήσεις οδηγούν, με πειστικά επιχειρήματα, στην ένταξη της νομοτυπικής αυτής μορφής στα εννοιολογικά στοιχεία της αφενός της *δικαιοπραξίας ανεξάρτητων υπηρεσιών* (ΑΚ 648) στην οποία συνεφαρμόζονται συμπληρωματικά²¹ στοιχεία από τη *σύμβαση (έμμισθης) εντολής* (713 επ. ΑΚ, 90 ΕμπΝ), τα οποία προσιδιάζουν στη φύση και το σκοπό της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Έτσι καταλήγουμε σε ένα συγκερασμό των δύο κύριων κατευθύνσεων που μέχρι τώρα έχουν προταθεί για τον εννοιολογικό προσδιορισμό της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Τέλος επισημαίνεται ότι, η σύμβαση διαχείριση χαρτοφυλακίου αντιμετωπίζεται δυναμικά, ως εν εξελίξει βιοτική σχέση, η οποία μεταμορφώνεται ανάλογα με τις αναπροσαρμογές του σύγχρονου δικαιικού περιβάλλοντος.

1.1.2. Σύμβαση κατά κανόνα άτυπη (έγγραφη με ιδιώτη πελάτη)

Η κατάρτιση της σύμβασης διαχείρισης χαρτοφυλακίου δεν υπόκειται σε τύπο. Η πρακτική ωστόσο διαφέρει καθώς τα Μέρη προτιμούν την έγγραφη

¹⁸ «*Δήλωση βούλησης*» είναι η συμπεριφορά που εξωτερικεύει και πραγματώνει την ιδιωτική βούληση, με σκοπό να παραχθεί έννομο αποτέλεσμα, δηλαδή σύσταση, μετάθεση, αλλοίωση ή κατάργηση έννομης σχέσης (Βλ. Απόστολο Γεωργιάδη (1997), *Γενικές αρχές αστικού δικαίου*, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 270επ.). Η δήλωση βουλήσεως είναι το μέσο της δικαιοπραξίας, η οποία δικαιοπραξία συνιστά το μέσο της ιδιωτικής αυτονομίας.

¹⁹ Η νομοτυπική μορφή δικαιοπραξίας είναι το πρότυπο που κατά το νόμο συντίθεται από ένα ή περισσότερα νομικά γεγονότα και που αναγνωρίζεται ως λόγος παραγωγής έννομων συνεπειών, στις οποίες αποβλέπει ο δικαιοπρακτών. Στη νομοτυπική μορφή της δικαιοπραξίας εντάσσονται ένα ή περισσότερα νομικά γεγονότα, με άλλα λόγια γεγονότα ή όροι από τους οποίους, σύμφωνα με το νόμο, εξαρτάται έννομη συνέπεια (Βλ. Καράση, *Ερμηνεία ΑΚ* (1978), Εισαγ. 127-200, αριθμ. 1, υπό την επιμέλεια του Γεωργιάδη-Σταθόπουλου, σ. 179 επ., Μιχελάκη, *Ερμηνεία ΑΚ* (1978), Εισαγ. στα άρθρα 127-200, αριθμ. 5, υπό την επιμέλεια του Γεωργιάδη-Σταθόπουλου, σ. 179 επ.).

²⁰ Δικαιοπραξία είναι η δήλωση ιδιωτικής βουλήσεως που κατευθύνεται στην παραγωγή έννομου αποτελέσματος, το οποίο επέρχεται ακριβώς γιατί το θέλησε ο δηλών (Βλ. Απόστολο Γεωργιάδη (1997), *Γενικές αρχές αστικού δικαίου*, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 270.).

²¹ Βλ. ΠολΠρΚερκ 75/2005, *ΕΤρΑξΧρΔ*, σ. 205 επ., όπου ορίζεται ότι «...*Η διαχείριση χαρτοφυλακίου με αμοιβή της ΑΧΕ επί του ποσού των διενεργούμενων συναλλαγών, στην οποία, κατά τις εντολές του πελάτη, περιλαμβάνεται και η κατάρτιση χρηματιστηριακών συμβάσεων για λογαριασμό αυτού υπό την ανωτέρω έννοια, εμπεριέχουσα τα στοιχεία της σύμβασης εμπορικής παραγγελίας, πρέπει να γίνεται δεκτό ότι διέπεται επίσης από τις περί εντολής διατάξεις του ΑΚ, εφαρμοζόμενες σε κάθε «περίπτωση αναλόγως* (ΠολΠρΘεσ 30440/2000 για τις «Υποχρεώσεις των ΑΧΕ από τη διαχείριση χαρτοφυλακίου έναντι αμοιβής», *ΔΕΕ*, σ. 177)...».

κατάρτισή της, ούτως ώστε να προστατεύονται από όποια τυχόν νομικά ζητήματα εγερθούν στο πλαίσιο της εκπλήρωσής της καθώς και για να γνωρίζουν επακριβώς αλλά και να αποδεικνύουν ευκολότερα το διαμορφωμένο περιεχόμενο, τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις τους. Υπό αυτή την έννοια, η κατάρτιση των σχετικών συμβάσεων επί τη βάσει έγγραφων συμφωνιών επιτελεί αποκλειστικά αποδεικτική λειτουργία.

Η προβλεπόμενη ωστόσο στη διάταξη του άρθρου 16 της Απόφασης της ΕΚ 1/452/2007 για τους «Κανόνες Συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ», υποχρέωση *έγγραφης*²² σύστασης της εν λόγω επενδυτικής σύμβασης με ιδιώτη πελάτη, δεν επιφέρει την ακυρότητα της σύμβασης σε περίπτωση μη τήρησης του έγγραφου τύπου. Οι σχετικές υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ, θεωρούνται αναγκαστικού δικαίου, αφού έχουν θεσπιστεί κατά ρητή νομοθετική εξουσιοδότηση των διατάξεων 25-30 του Ν. 3606/2007 που ενσωμάτωσε την Οδηγία 2004/39, εξειδικεύοντας με λεπτομερούς κανόνες τις γενικές αρχές της για την προστασία των επενδυτών.

Θεσπίζουν δηλαδή, διοικητικής φύσεως υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ ως διαχειριστών αλλότριας περιουσίας και εισάγουν ιδιωτικού δικαίου υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ στις σχέσεις τους με τους επενδυτές-πελάτες τους. Οι ανωτέρω κανονιστικές διατάξεις εποπτείας δεν αποσκοπούν στην εξάρτηση του κύρους της δικαιοπραξίας από την τήρηση τύπου αλλά στην πρόβλεψη διαδικασιών πληροφόρησης των επενδυτών για το περιεχόμενο των επενδυτικών υπηρεσιών καθώς και τη θέσπιση δυνατοτήτων ελέγχου του είδους και του τρόπου παροχής τους. Ενδέχεται επομένως, να συνεπάγονται άλλης μορφής διοικητικές κυρώσεις (λ.χ. επιβολή προστίμου) ή ακόμη αξίωση αποζημίωσης του θιγόμενου επενδυτή και δικαίωμα ακύρωσης της δικαιοπραξίας λόγω ουσιώδους πλάνης του (141 επ. ΑΚ).

1.1.3. Σύμβαση διαρκής, συναινετική, ενοχική, υποσχετική, αμφοτεροβαρής και επαχθής

Η εν λόγω σύμβαση διαχείρισης περιουσίας έχει *διαρκή χαρακτήρα*, καθώς αποβλέπει στη μακροχρόνια διαχείριση, διάσωση και απόδοση των ωφελημάτων από τη διαχείριση της περιουσίας. Ο διαρκής χαρακτήρας συνάδει με τη διάρκεια που χαρακτηρίζει τη σύμβαση εντολής και ερείδεται στο γενικότερο πνεύμα των ειδικών ρυθμίσεων του δικαίου κεφαλαιαγοράς για τη διαχείριση χαρτοφυλακίου και όχι στην ερμηνεία των διατάξεων του αστικού κώδικα περί μίσθωσης έργου. Η εν λόγω σύμβαση διαθέτει επίσης, *κεφαλαιοκτητικό χαρακτήρα*²³ με σκοπό τη δημιουργία (πρόσκτηση) κεφαλαίου από το ένα μέρος χωρίς δική του ισάξια (ανταλλακτική) παροχή.

Κατά τα λοιπά η σύμβαση είναι *συναινετική*²⁴, για τη γέννηση της οποίας αρκεί μόνη η συμφωνία των μερών, *αμφοτεροβαρής* (*ανταλλακτική*), αφού με αυτή

²² Βλ. Γ. Χ. Παλάζη (2004), Η σύμβαση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Εξ αφορμής της 3106/2003 απόφασης του Μονομελούς Πρωτοδικείου Αθηνών για το «Περιεχόμενο της έγγραφης σύμβασης επενδυτικών υπηρεσιών», *ΕΤρΑξΧρΔ*, σ. 53 επ.

²³ Βλ. Βλ. Λεωνίδα Ν. Γεωργακόπουλο (1999), *Χρηματιστηριακό και Τραπεζικό Δίκαιο*, εκδ. Π.Ν. Σάκκουλα, σ. 98.

²⁴ Βλ. Μιχάλη Σταθόπουλο (1998), *Γενικό ενοχικό δίκαιο*, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλα, σ. 272 επ.

γεννώνται δικαιώματα και υποχρεώσεις εκατέρωθεν των συμβαλλομένων²⁵ (ο καθένας είναι οφειλέτης και δανειστής συγχρόνως), *επαχθής* καθώς ο ένας συμβαλλόμενος προβαίνει σε παροχή έναντι ανταλλάγματος, ο μεν διαχειριστής στην ανάληψη της υποχρέωσης διαχείρισης χαρτοφυλακίου και στη διεξαγωγή των σχετικών συναλλαγών και ο δε επενδυτής στην καταβολή της συμφωνημένης αμοιβής.

Ως εκ τούτου, η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι *ενοχική* αφού με αυτή ιδρύονται ενοχικά δικαιώματα και υποχρεώσεις και *υποσχετική* καθώς παράγεται υποχρέωση του ενός και αντίστοιχη απαίτηση του αντισυμβαλλόμενου, ως δικαιοπρακτική συνέπεια. Επίσης, είναι *αιτιώδης*, δηλαδή το κύρος της εξαρτάται από την ύπαρξη και το κύρος της αιτίας της²⁶. Η αιτία της υποσχετικής σύμβασης, δηλαδή της ανάληψης εδώ της ενοχικής υποχρέωσης από τον υποσχόμενο είναι η απόκτηση ή λήψη από τον υποσχόμενο της απαίτησης για αντιπαροχή (αντάλλαγμα).

1.2. Ειδικό νομοθετικό πλαίσιο

Εισαγωγικές επισημάνσεις

Η διαχείριση χαρτοφυλακίου ως διαμεσολαβητική επενδυτική σύμβαση μπορεί να λάβει είτε τη μορφή ατομικής διαχείρισης, η οποία συνιστά *μορφή επενδυτικής υπηρεσίας* με τελικό αποδέκτη τον επενδυτή είτε συλλογικής διαχείρισης. Η διάκριση ατομικής και συλλογικής διαχείρισης είναι τόσο διάκριση *Φορέων-Παρόχων της εν λόγω υπηρεσίας* (λ.χ. διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων και εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου κ.λπ.) όσο και *συμβάσεων*.

1.2.1. Η ατομική διαχείριση χαρτοφυλακίου υπό το πρίσμα του Ν. 3606/2007, ο οποίος ενσωματώνει την Οδηγία 2004/39/EK (Οδηγία MiFID), καθώς και της εκτελεστικής Οδηγίας 2006/73/EK και των συναφών Αποφάσεων της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

***Για περισσότερες πληροφορίες, μπορείτε να επικοινωνήσετε μαζί μου
εδώ*** 

²⁵ Για τις αμοτεροβαρείς και αιτιώδεις συμβάσεις βλ. *ibid* Σταθόπουλο, Γενικό ενοχικό δίκαιο, σ. 275, 279. Τα ειδικότερα δικαιώματα και υποχρεώσεις αναφέρονται κατωτέρω υπό Κεφάλαιο 4.

²⁶ Κατά συνέπεια, σε περίπτωση ανύπαρκτης ή παράνομης αιτίας, η σύμβαση καθίσταται άκυρη και άρα θεωρείται σαν να μην έγινε (ΑΚ 180 επ.). Βλ. Χριστίνα Ταρνανίδου (2006), *Συμβάσεις παραγώγων του χρηματοπιστωτικού τομέα*, εκδ. Σάκκουλα, σ. 103.