

ΕΙΣΗΓΗΣΗ: «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 2004/39/ΕΚ (Οδηγία MiFID)»

Εισηγήτρια: ΑΣΠΑΣΙΑ ΠΑΝΑΓΙΩΤΟΠΟΥΛΟΥ

Δικηγόρος παρ' Αρείω Πάγω,

Μ.Δ. «ΔΙΕΘΝΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΙΚΑΙΟ»

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.

«Οι πρωτογενείς Υποχρεώσεις Βέλτιστης Εκτέλεσης (Best Execution Principle) και Αποφυγής Σύγκρουσης Συμφερόντων (Conflict of Interests) κατά την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου¹: με αφορμή το Ν. 3606/2007, μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/EK (Οδηγία MiFID)».

**Ασπασίας Παναγιωτοπούλου,
Δικηγόρου, Μ.Δ.**

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 δικαιούχου². 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* και β) το ειδικό, στο οποίο εντάσσεται η «ατομική» και η «συλλογική» διαχείριση χαρτοφυλακίου, οι οποίες εξειδικεύονται από ειδικότερα νομοθετήματα.

¹ Η ανωτέρω εργασία έχει εκπονηθεί και αποτελεί απόσπασμα από της «Διπλωματικής Εργασίας» μου, η οποία φέρει τον τίτλο: «Ζητήματα από τη Σύμβαση Διαχείρισης Χαρτοφυλακίου υπό το νομικό πλαίσιο του Ν. 3606/2007, μετά την ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39/EK (MiFID)». Η εν λόγω διπλωματική εργασία ολοκληρώθηκε επιτυχώς στο πλαίσιο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος του Πάντειου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών, Τμήμα «Διεθνών και Ευρωπαϊκών Σπουδών» με Ειδίκευση στο «Διεθνές Οικονομικό, Χρηματοοικονομικό και Τραπεζικό Δίκαιο» και αξιολογήθηκε με άριστα.

² 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 υπηρεσία³ που ρυθμίζεται από την Οδηγία 2004/39/EK «Αγορές Χρηματοπιστωτικών Μέσων». 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.

Στο πλαίσιο της καλόπιστης διαχείρισης χαρτοφυλακίου⁴, εντάσσεται και η υποχρέωση της ΑΕΠΕΥ να εκπληρώνει τις υποχρεώσεις της καθοδηγούμενη αποκλειστικά από το συμφέρον των επενδυτών, σύμφωνα με τις αρχές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών. Η επιμέλεια της ΑΕΠΕΥ ως τακτικού εμπόρου, με την οποία υποχρεώνεται να διεξαγάγει τη διαχείριση, δεν έχει ενιαίο και προκαθορισμένο περιεχόμενο αλλά διαφοροποιείται ανάλογα με το είδος της εκάστοτε συμφωνίας των μερών. Έκφραση της υποχρέωσης *επιμελούς παροχής* της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου και διαφύλαξης των συμφερόντων των επενδυτών με τον καλύτερο δυνατό τρόπο αποτελεί η *υποχρέωση εκτέλεσης των εντολών*⁵ τους με τους πλέον ευνοϊκούς όρους (*best execution – best possible result*)⁶. Ειδικότερα:

³ 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.

⁴ Βλ. Μουστά & Τσιμπρή (2000), Υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ από τον Κώδικα Δεοντολογίας, *Συνήγορος*, σ. 176-177.

⁵ Βλ. άρθρα 27 του Ν. 3606/2007, 21 της Οδηγίας 2004/39, 44 της Οδηγίας 2006/73 και 21-23 (Κεφάλαιο 5) της Απόφασης ΕΚ 1/452/2007.

⁶ Bob Penn (2007), Markets in Financial Instruments Directive (MiFID): best execution, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, p. 84-86, Ref. CESR/08-735 (2008), «Best Execution», p. 1-5, CESR/07-320 (2007), «Best Execution under MiFID», p. 1-26.

1. Η Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης (Best Execution Principle⁷) σε περίπτωση που η ΑΕΠΕΥ, η οποία διαχειρίζεται το χαρτοφυλάκιο, εκτελεί η ίδια τις εντολές των πελατών

Σύμφωνα με την ανωτέρω γενικότερη αρχή δεοντολογίας που καθιερώνει το άρθρο 27 παρ. 1 του Ν. 3606/2007 βλ. αναλυτικότερα **Παράρτημα 1**, εξειδικεύοντας το αντίστοιχο άρθρο 21 της Οδηγίας 2004/39, οι ΑΕΠΕΥ όταν εκτελούν εντολές των πελατών τους, οφείλουν να λαμβάνουν κάθε εύλογο μέτρο, ώστε να επιτυγχάνουν το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη λαμβάνοντας υπόψη την τιμή⁸, το κόστος, την ταχύτητα, την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, τον όγκο, τη φύση και οποιονδήποτε άλλον παράγοντα αφορά την εκτέλεση της εντολής καθώς και τη βαρύτητα που αποδίδει καθένας επενδυτής σε αυτούς τους παράγοντες.

Συνήθως, οι πελάτες και ιδιαίτερα οι ιδιώτες πελάτες, έχουν ελάχιστες δυνατότητες να ελέγξουν εάν η ΑΕΠΕΥ 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 εάν οι πληροφορίες είναι ελεύθερα προσιτές, οι πελάτες δεν θα διαθέτουν την απαιτούμενη εξειδικευμένη γνώση και πείρα να κατανοήσουν και να αξιολογήσουν τις πληροφορίες που σχετίζονται με την εκτέλεση των εντολών τους. Πολλώ δε μάλλον, να αξιολογήσουν συγκριτικά την ποιότητα της προσφερόμενης υπηρεσίας σε σχέση με την πολιτική εκτέλεσης που εφαρμόζει η ΑΕΠΕΥ ή άλλες επιχειρήσεις επενδύσεων που προσφέρουν παρόμοιες υπηρεσίες.

Επομένως, η ΑΕΠΕΥ οφείλει να ερευνήσει τις διαθέσιμες αγορές για 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 συνθήκες που επικρατούν εκάστοτε στην αγορά.

Η θέσπιση της υποχρέωσης αυτής αφορά τόσο την επενδυτική υπηρεσία της εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό των πελατών όσο και τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό της ΑΕΠΕΥ, αφορά δηλαδή τις συμβάσεις που καταρτίζει η ΑΕΠΕΥ με τρίτους ως παραγγελιοδόχος του εντολέα επενδυτή καθώς και εκείνες που καταρτίζει η ίδια απευθείας με τον πελάτη της, ενεργώντας για δικό της λογαριασμό⁹.

⁷ Βλ. Giraud, Jean-René - D'Hondt, Catherine (2007): *Markets in Financial Instruments Directive – Convergence towards a Unified European Capital Markets Industry*, Risk Books, p. 153-184, κατά τον οποίο η αρχή βέλτιστης εκτέλεσης εντολών λογίζεται σαν ... «a journey with Sisyphus and Ikarus».

⁸ Στην τιμή συνυπολογίζονται όλα τα έξοδα, τέλη εκκαθάρισης και διακανονισμού, προμήθειες, αμοιβές ακόμη και των ενδιάμεσων προσώπων που χρησιμοποιούνται ως υποπαραγγελιοδόχοι ή υποεντολείς της αρχικής ΑΕΠΕΥ. Η υποχρέωση επίτευξης της καλύτερης δυνατής τιμής ισχύει και στην ανοικτή εντολή, κατά την οποία δεν δίνεται όριο τιμής.

⁹ Βλ. Καραγκουνίδη (2007), *Η προστασία του επενδυτή στο Δίκαιο των Επενδυτικών Υπηρεσιών*, σ. 460.

Περαιτέρω, σύμφωνα με το *άρθρο 45 της εκτελεστικής Οδηγίας 2006/73* η ως άνω υποχρέωση επεκτείνεται και καταλαμβάνει στο πλαίσιο της υπηρεσίας *διαχείρισης χαρτοφυλακίου την εκτέλεση των συναλλαγών* που αποφασίζει για λογαριασμό του επενδυτή η διαχειρίστρια του χαρτοφυλακίου του ΑΕΠΕΥ¹⁰.

Από την άλλη πλευρά, προκειμένου η αρχή της βέλτιστης εκτέλεσης να λειτουργεί πράγματι προς το συμφέρον των επενδυτών, η αρμόδια Αρχή δεν καλείται να εξακριβώσει ότι η επιχείρηση επενδύσεων επιτυγχάνει την καλύτερη τιμή για όλες τις συναλλαγές που διενεργεί για λογαριασμό των πελατών της. Αντίθετα, οφείλει να εξακριβώσει εάν η επιχείρηση επενδύσεων εφαρμόζει επαρκείς διαδικασίες που μεγιστοποιούν την πιθανότητα να επωφεληθούν οι πελάτες της από τη βέλτιστη εκτέλεση σε σχέση με τους καλύτερους όρους που είναι διαθέσιμοι στους διαφορετικούς τόπους εκτέλεσης της γενικότερης αγοράς.

Η θέσπιση της υποχρέωσης αυτής αποσκοπεί προεχόντως στην προστασία του επενδυτή και στην αποτροπή τυχόν καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων, ανάμεσα στο δικό του συμφέρον και σε εκείνο της ΑΕΠΕΥ είτε ανάμεσα στα συντρέχοντα συμφέροντα περισσότερων πελατών της ΑΕΠΕΥ. Για παράδειγμα, επειδή οι ΑΕΠΕΥ λαμβάνουν πλήθος εντολών από τους πελάτες τους προς κατάρτιση συναλλαγών και παράλληλα επειδή ενδιαφέρονται και οι ίδιες να καταρτίσουν συναλλαγές και δικό τους λογαριασμό, συχνά παρατηρείται το φαινόμενο είτε να καθυστερούν τις εντολές ορισμένων πελατών τους είτε να δείχνουν προτίμηση ή εύνοια στην εκτέλεση εντολών άλλων πελατών με τους οποίους ενδεχομένως να συνεργάζονται ή στην εκτέλεση των δικών τους συναλλαγών είτε ακόμη και να καθυστερούν γενικότερα την εκτέλεση, γεγονός που μπορεί να επιφέρει ζημία σε κάποιους πελάτες εάν αλλάξουν οι συνθήκες της αγοράς προς το δυσμενέστερο.

Πέρα από την ευλόγως ταχύτερη ως άνω εκτέλεση των εντολών, η ΑΕΠΕΥ οφείλει να λαμβάνει υπόψη της συγκεκριμένες **οδηγίες του πελάτη** εφόσον έχουν δοθεί, προκειμένου να εκτιμήσει τη σπουδαιότητα των παραγόντων που κατέχουν σημαντικό ρόλο για την επιλογή του καλύτερου τρόπου εκτέλεσης των εντολών. Μόνον σε περίπτωση που δεν έχουν παρασχεθεί τέτοιες οδηγίες μπορεί η ΑΕΠΕΥ να σταθμίσει τη βαρύτητα των επιμέρους παραγόντων και να καταλήξει σε δική της κρίση για τη σύνθεσή τους κατά την εκτέλεση συγκεκριμένης εντολής, σύμφωνα πάντοτε με την εικόνα που έχει σχηματίσει για το επενδυτικό προφίλ και τους στόχους του πελάτη της.

Μία ακόμη σημαντική καινοτομία που καθιέρωσε η διάταξη του άρθρου 27 παρ. 2 του Ν. 3606/2007, σε συμμόρφωση προς την Οδηγία 2004/39¹¹, είναι η υποχρέωση των ΑΕΠΕΥ να θεσπίζουν και εφαρμόζουν αποτελεσματικές ρυθμίσεις

¹⁰ Σύμφωνα με το άρθρο 45 της Οδηγίας 2006/73, η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης επεκτείνεται και την επενδυτική υπηρεσία *λήψης και διαβίβασης εντολών* και καταλαμβάνει την *πράξη διαβίβασης εντολών* του επενδυτή προς την ΕΠΕΥ που θα προβεί στην εκτέλεσή τους (εκτελούσα ΕΠΕΥ).

¹¹ Βλ. άρθρο 21 παρ. 2 της Οδηγίας 2004/39.

για την **πολιτική εκτέλεσης εντολών** που να τους επιτρέπει να επιτυγχάνουν το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα για τις εντολές των πελατών τους. Οι κανόνες με τους οποίους επεξεργάζονται και εκτελούνται οι εντολές των πελατών απαιτούν από την ΑΕΠΕΥ να εφαρμόζουν *διαδικασίες* που εξασφαλίζουν την *έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία*¹² εκτέλεση των εντολών των πελατών, ενισχύοντας την εμπιστοσύνη στην αμεροληψία και την ποιότητα των υπηρεσιών εκτέλεσης¹³. Οι ΑΕΠΕΥ υπέχουν την **πρόσθετη υποχρέωση να παρακολουθούν καθώς και να επανεξετάζουν ετησίως**¹⁴ **την αποτελεσματικότητα της πολιτικής (back testing)**¹⁵ που ακολουθούν ως προς την εκτέλεση εντολών, ώστε να εντοπίζουν και να διορθώνουν, όπου χρειάζεται, τυχόν ελλείψεις, προσαρμόζοντάς τη ανάλογα προς τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά και ενημερώνοντας ταυτόχρονα τους πελάτες τους.

Η πολιτική εκτέλεσης εντολών περιέχει, για κάθε κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων, στοιχεία σχετικά με τους διάφορους **τύπους εκτέλεσης** (τύποι διαπραγμάτευσης), όπου η ΑΕΠΕΥ μπορεί συστηματικά να επιτυγχάνει το βέλτιστο χειρισμό των εντολών των πελατών της και τους **παράγοντες**¹⁶ **που επηρεάζουν την επιλογή του τύπου εκτέλεσης**. Οι παράγοντες που παίζουν ρόλο στην επιλογή αγοράς ή συγκεκριμένου «τύπου εκτέλεσης» μπορεί να αφορούν στη δυνατότητα επίτευξης καλύτερης τιμής, μεγαλύτερης ρευστότητας ή του ευλόγως συντομότερου χρόνου εκτέλεσης (prompt/timely execution), στο κόστος¹⁷, στην πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, στη στρατηγική πραγματοποίησης της συναλλαγής, στον όγκο της εντολής και σε οποιοδήποτε άλλο παράγοντα αφορά στην εκτέλεση της εντολής.

¹² Σύμφωνα με την Ανακοίνωση της Επιτροπής COM (2002) 625 τελικό, «η αμεροληψία και η ταχύτητα της εκτέλεσης, για τους σκοπούς της διάταξης του άρθρου 19 της Οδηγίας 2004/39, πρέπει να εννοηθούν όχι κατ' αναφορά προς την ποιότητα της εκτέλεσης δεδομένης εντολής πελάτη υπό τις γενικές συνθήκες που επικρατούν στην ευρύτερη αγορά (βέλτιστη εκτέλεση), αλλά σε σχέση με την αντιμετώπιση των εντολών άλλων πελατών ή των συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό της επιχείρησης».

¹³ Βλ. άρθρο 21 παρ. 1 της Οδηγίας 2004/39.

¹⁴ Βλ. άρθρα 46 παρ. 1 της Οδηγίας 2006/73 και 23 παρ. 1 της Απόφασης ΕΚ 1/452/2007 «Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ».

¹⁵ Βλ. Νικόλαο Φράγκο (2008), Ο Ν. 3606/2007 περί Αγορών Χρηματοπιστωτικών Μέσων υπό το πρίσμα του δικαίου οργανισμών συλλογικών επενδύσεων: same business-same risks-same rules?, ΔΕΕ, σ. 680 επ.

¹⁶ Βλ. Christos V. Gortsos, MiFID's Investo Protection Regime: Best Execution of Client Orders and Related Conduct of Business Rules, *The Regulation of Investment Services in Europe under MiFID: Implementation and Practice*, General Editor: Emiliós Avgouleas foreword by William Blair QC, p. 101-137.

¹⁷ Το κόστος διακρίνεται σε άμεσο και έμμεσο κόστος. Ως *άμεσο κόστος (direct)* θεωρείται η αμοιβή του διαχειριστή, τα έξοδα για την πρόσβαση στην αγορά, τα έξοδα εκτέλεσης της εντολής, η φορολόγηση της συναλλαγής, η αμοιβή του Θεματοφύλακα, το κόστος για την εκκαθάριση της συναλλαγής. Ως *έμμεσο ή καλυμμένο (hidden) κόστος* θεωρείται η ταχύτητα, η πιθανότητα εκτέλεσης και εκκαθάρισης, ο όγκος και το είδος της εντολής, η «επίδραση στην αγορά» (market impact), δηλαδή η δυσμενής μετακίνηση της τιμής μίας κινητής αξίας ή χρηματοπιστωτικού μέσου, που μπορεί να προκληθεί όταν πληροφορίες σχετικά με μια συναλλαγή γνωστοποιούνται στην αγορά μέσω της γνωστοποίησης της εντολής για αγορά ή πώληση συγκεκριμένης κινητής αξίας (Βλ. Άννα Μήτσου (2007), *Διασυννοριακές συναλλαγές σε Χρηματιστήρια Αξιών της Ευρώπης*, έκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 389, 391).

Οι παράγοντες αυτοί μπορούν να έχουν ιδιαίτερη σημασία για τους επαγγελματίες επενδυτές που εισάγουν γενικά μεγάλες εντολές που μπορούν να απαιτούν πιο εξειδικευμένο χειρισμό. Πάντως, οι εντολές προς αγορά ή πώληση μετοχών σε οργανωμένες αγορές πρέπει κατά βάση να εκτελούνται αμέσως, εκτός αν συνοδεύονται από την ένδειξη «στην καλύτερη τιμή¹⁸». Στην πράξη εΐθισται να προτιμάται η αγορά που κατά κανόνα εκτελούνται οι εντολές του ίδιου είδους.

Οι ΑΕΠΕΥ παρέχουν στους πελάτες τους «κατάλληλες πληροφορίες» σχετικά με την πολιτική εκτέλεσης εντολών που ακολουθούν, όντας σε θέση να αποδείξουν έχουν εκτελέσει τις εντολές τους σύμφωνα με αυτή¹⁹. Οι πληροφορίες αυτές δεν χρειάζεται να είναι «λεπτομερείς» αλλά μόνο «επαρκείς», αποκαλύπτοντας ειδικότερα λ.χ. τα σημεία όπου η συγκεκριμένη πολιτική εκτέλεσης εντολών της ΑΕΠΕΥ τυχόν διαφοροποιείται, έτσι ώστε οι επενδυτές να μπορούν να σχηματίσουν μία ορθά τεκμηριωμένη απόφαση. Οφείλουν μάλιστα να λαμβάνουν την προηγούμενη συναίνεση των πελατών τους σχετικά με την εν λόγω πολιτική καθώς και για την εκτέλεση εντολών εκτός οργανωμένων αγορών ή ΠΜΔ (ρητή συναίνεση), εφόσον κάτι τέτοιο προβλέπεται στην πολιτική που ακολουθούν²⁰. Η δυνατότητα αυτή επιτρέπει στους επενδυτές να ασκούν ένα είδος ιδιωτικού ελέγχου (monitoring) της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης που βαρύνει τον τρόπο δράσης της ΑΕΠΕΥ.

Οι κανόνες βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών πελατών είναι, επίσης, σημαντικοί από την άποψη της γενικότερης **αποτελεσματικότητας της αγοράς**. Η λειτουργία μιας ενοποιημένης χρηματοπιστωτικής αγοράς απαιτεί την πραγματική, ελεύθερη και ακαριαία αλληλεπίδραση σε διασυννοριακή βάση των εντολών αγοράς και πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων. Η επιβολή στις επιχειρήσεις ΑΕΠΕΥ υποχρέωσης να κατευθύνουν τις εντολές σε εύλογο φάσμα πολλαπλών «υποδομών ή διαύλων επικοινωνίας» (τόπων εκτέλεσης) που προσφέρουν τις καλύτερες τιμές, συμβάλλει στη δημιουργία συνθηκών άμεσης ροής της ρευστότητας προς τις πλέον αποτελεσματικές και ανταγωνιστικές υποδομές εκτέλεσης, αποτελώντας εγγύηση για τη συνολική αποτελεσματικότητα της αγοράς²¹. Έτσι, αυξάνεται ο **ανταγωνισμός** μεταξύ χρηματιστηριακών ή μη διαμεσολαβητών και βελτιώνεται η ποιότητα της εκτέλεσης και παροχής υπηρεσιών διαμεσολάβησης προς όφελος του επενδυτή σε σχέση με την κυρίαρχη πρακτική που απαιτεί από τις επιχειρήσεις να επιτυγχάνουν την τρέχουσα τιμή στην τοπική ρυθμιζόμενη αγορά.

Όσον αφορά την πραγματοποίηση συναλλαγών σε αλλοδαπές αγορές κινητών αξιών χρειάζεται να εξετασθούν και να ληφθούν υπόψη τα ακόλουθα ζητήματα:

¹⁸ Βλ. άρθρο 47 της Οδηγίας 2006/73 που καθιερώνει ρητά την υποχρέωση άμεσης εκτέλεσης των συγκρίσιμων εντολών υπό τους όρους τα χαρακτηριστικά της εντολής ή οι συνθήκες της αγοράς να το επιτρέπουν ή τα συμφέροντα του πελάτη να μην απαιτούν διαφορετικό χειρισμό. Επίσης, βλ. Τουντόπουλο (2006), Η σύμβαση χρηματιστηριακής παραγγελίας, σ. 142.

¹⁹ Βλ. άρθρο 21 παρ. 5 της Οδηγίας 2004/39.

²⁰ Βλ. άρθρο 27 παρ. 3 και 4 του Ν. 3606/2007.

²¹ Βλ. «Πρόταση για τις «Επενδυτικές Υπηρεσίες και τις Ρυθμιζόμενες Αγορές», COM (2002), σ. 32 επ.

1.1. Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης σε περίπτωση που η μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ δεν εκτελεί η ίδια τις εντολές πελατών αλλά τις διαβιβάζει σε τρίτη επιχείρηση (εκτελούσα ΕΠΕΥ)

Σύμφωνα με τη γραμματική ερμηνεία του γενικού κανόνα του άρθρου 27 του Ν. 3606/2007, από τη στιγμή που η μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ δεν εκτελεί η ίδια την εντολή του πελάτη της αλλά τη διαβιβάζει σε τρίτη επιχείρηση επενδύσεων (εκτελούσα ΕΠΕΥ) δεν υποχρεούται να συμμορφώνεται με την ανωτέρω αρχή της «βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών». Σύμφωνα μάλιστα με το σημείο 33 του Προοιμίου της Οδηγίας 2004/39, ο κοινοτικός νομοθέτης επέλεξε να εφαρμόζεται η υποχρέωση της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών των επενδυτών σε εκείνη την επιχείρηση επενδύσεων που έχει έναντι του πελάτη «*συμβατικές ή πρακτικές υποχρεώσεις*», δηλαδή που συνδέεται είτε με σύμβαση με τον πελάτη είτε αναλαμβάνει έναντι αμοιβής από τον πελάτη τη διενέργεια υλικών πράξεων.

Από τη διατύπωση, καταρχήν, της ανωτέρω διάταξης προκύπτει ότι η εκτελούσα ΕΠΕΥ που δεν συνδέεται συμβατικά με τον πελάτη, δεν έχει την υποχρέωση της «βέλτιστης εκτέλεσης» έναντι αυτού καθώς δεν έχει έναντι των τελευταίων «συμβατικές ή πρακτικές υποχρεώσεις».

Εν τούτοις, επειδή στη συναλλακτική πρακτική μία ΑΕΠΕΥ η οποία παρέχει την υπηρεσία διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ενδέχεται να επιλέξει μία άλλη οντότητα για να εκτελέσει τις εντολές των πελατών της, με την οποία ο πελάτης δεν συνδέεται συμβατικά ή η οποία δεν υπόκειται στην αρχή της καλύτερης εκτέλεσης των εντολών του, φάνηκε δικαιότερο για τον πελάτη να υπάρξει μία διάταξη που να δίνει τη δυνατότητα να διέπονται από την ως άνω αρχή όχι μόνο οι ΑΕΠΕΥ που εκτελούν τις εντολές των πελατών τους αλλά και οι ΑΕΠΕΥ που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια επενδυτών (ή που λαμβάνουν εντολές), χωρίς να εκτελούν οι ίδιες τις εντολές των πελατών τους. Η νομική βάση εντοπίζεται στο άρθρο 22 παρ. 3 της Απόφασης της ΕΚ 1/452/2007 για τους νέους «Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ», το οποίο υιοθετήθηκε κατ' εξουσιοδότηση από το άρθρο 45 της Οδηγίας 2006/73/ΕΚ²².

Δυνάμει του εν λόγω άρθρου 22 όταν μία ΑΕΠΕΥ διαβιβάζει εντολές σε άλλες οντότητες προς εκτέλεση, θα πρέπει να επιλέγει οντότητες που της επιτρέπουν να συμμορφώνεται με την αρχή της βέλτιστης εκτέλεσης. Για το λόγο αυτό, η ΑΕΠΕΥ θα πρέπει να θεσπίζει και να εφαρμόζει πολιτική, η οποία να προσδιορίζει για κάθε κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων, τις οντότητες στις οποίες διαβιβάζονται οι εντολές προς εκτέλεση, οι οποίες θα πρέπει να διαθέτουν ρυθμίσεις εκτέλεσης που να επιτρέπουν στις ΑΕΠΕΥ να συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις που υπέχει βάσει του άρθρου 22. Επιπροσθέτως, θεσπίζονται δύο υποχρεώσεις για την

²² Το άρθρο 45 παρ. 1 της Οδηγίας 2006/73 ορίζει ότι, «Τα κράτη μέλη απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων, κατά την παροχή υπηρεσιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου ... να ενεργούν έτσι ώστε να εξυπηρετούν με τον καλύτερο τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους κατά την αποστολή σε άλλες οντότητες προς εκτέλεση εντολών που απορρέουν από αποφάσεις της επιχείρησης επενδύσεων να προβεί σε διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό του πελάτη της.», εξειδικεύοντας το άρθρο 19 παρ. 1 της Οδηγίας 2004/39, για την προσαρμογή του «κανόνα της βέλτιστης εκτέλεσης» και στις περιπτώσεις που οι μεσολαβούσες ΕΠΕΥ δεν εκτελούν οι ίδιες τις εντολές των πελατών τους.

ΑΕΠΕΥ που διαβιβάζει εντολές προς εκτέλεση σε άλλη οντότητα, ενεργώντας στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή λήψης και διαβίβασης εντολών: α) η υποχρέωση ετήσιας παρακολούθησης της αποτελεσματικής πολιτικής που εφαρμόζει και διόρθωση τυχόν αδυναμιών της και β) η υποχρέωση να ετήσιας επανεξέτασης αυτής της πολιτικής της.

Υπό την προηγηθείσα ανάλυση, η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή λήψης και διαβίβασης εντολών βαρύνει τη μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ και όχι την εκτελούσα ΕΠΕΥ²³, ακόμη και εάν η τελευταία έχει ευρεία διακριτική ευχέρεια ως προς τον τρόπο εκτέλεσης των εντολών, διότι ο πελάτης δεν συνδέεται συμβατικά²⁴ με αυτήν.

1.2. Ειδικότερα η ευθύνη της εκτελούσας ΕΠΕΥ από την υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης, σε περίπτωση ενεργείας ως υποκατάστατος ή βοηθός εκπλήρωσης της μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ

Στη διάταξη του άρθρου 26 παρ. 1 του Ν. 3606/2007²⁵ προβλέπεται ότι, « Η ΑΕΠΕΥ που λαμβάνει, με τη μεσολάβηση άλλης ΕΠΕΥ, οδηγίες για την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών για λογαριασμό ενός πελάτη μπορεί να βασίζεται στις σχετικές με τον πελάτη πληροφορίες που της γνωστοποιεί η μεσολαβούσα ΕΠΕΥ. Η μεσολαβούσα ΕΠΕΥ παραμένει υπεύθυνη για την πληρότητα και την ακρίβεια των διαβιβαζόμενων πληροφοριών». Εν συνεχεία, σύμφωνα με την παρ. 3 της ίδια διάταξης ορίζεται ότι, «Η ΑΕΠΕΥ που λαμβάνει οδηγίες ή εντολές ενός πελάτη με τη μεσολάβηση άλλης ΕΠΕΥ παραμένει υπεύθυνη για την παροχή της υπηρεσίας ή την ολοκλήρωση της συναλλαγής βάσει αυτών των πληροφοριών ή συστάσεων, σύμφωνα με τις σχετικές διατάξεις του Κεφαλαίου αυτού», στις οποίες διευκρινίζεται ότι συμπεριλαμβάνεται και η εφαρμογή της αρχής της καλύτερης εκτέλεσης των εντολών του πελάτη.

Προκειμένου λοιπόν να αποσαφηνιστεί ποια από τις δύο οντότητες, η μεσολαβούσα ή η εκτελούσα επιχείρηση επενδύσεων, φέρει κάθε φορά την ευθύνη συμμόρφωσης προς την αρχή της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών, χρειάζεται να παρατεθεί η παρακάτω διάκριση τριμερών συμβατικών σχέσεων και υποχρεώσεων αντίστοιχα:

α) Σύμβαση μεταξύ μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ και επενδυτή: Στην περίπτωση αυτή, ο επενδυτής συνδέεται συμβατικά με τη μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ για τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του και υφίσταται περαιτέρω σύμβαση συνεργασίας της

²³ Βλ. Άννα Μήτσου (2008), Διασυννοριακές συναλλαγές στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές και προστασία του επενδυτή, ΔΕΕ, σ. 1344 επ.

²⁴ Διευκρινίζεται ότι, ως πελάτης της εκτελούσας ΕΠΕΥ θεωρείται η μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ και ότι το τελικός επενδυτής, με τον οποίο η τελευταία συνδέεται συμβατικά. Σύμφωνα δε με το άρθρο 30 παρ. 1 και 2 του Ν. 3606/2007 κατ' ενσωμάτωση του άρθρου 24 της Οδηγίας 2004/39, η μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ θεωρείται ως «επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος» έναντι της εκτελούσας ΕΠΕΥ per se και επομένως, λόγω αυτής της ιδιότητας η εκτελούσα ΕΠΕΥ δεν οφείλει, καταρχήν, να συμμορφώνεται με την αρχή της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών της, εκτός εάν η μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ τυχόν ζητήσει τη μεταχείρισή της ως «επαγγελματία ή ιδιώτη» πελάτη.

²⁵ Βλ. αντίστοιχα το άρθρο 20 της Οδηγίας 2004/39 σχετικά με την «Παροχή υπηρεσιών μέσω άλλης επιχείρησης επενδύσεων».

μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ με την εκτελούσα ΕΠΕΥ για την εκτέλεση των εντολών του, κατά την οποία η τελευταία υποκαθιστά (716 παρ. 2 ΑΚ) την μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ στην εκτέλεση των εντολών. Σε αυτή την περίπτωση, επειδή ο υποκατάστατος (εκτελούσα ΕΠΕΥ) αναλαμβάνει να εκπληρώσει με δική του ευθύνη την υπόθεση στη θέση της εντολοδόχου μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ, φέρει και την ευθύνη για το καλύτερο αποτέλεσμα. Η ευθύνη δηλαδή της εκπλήρωσης της ενοχικής υποχρέωσης στο πλαίσιο της εντολής, μετακυλιέται με συμφωνία υποκαταστάσεως στην εκτελούσα ΕΠΕΥ, με την έννοια της αντικαταστάσεως της μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ στην εκπλήρωση της παροχής και της απαλλαγής της από την ευθύνη²⁶.

Αντίστοιχα, η μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ οφείλει να συμμορφώνεται προς συγκεκριμένες υποχρεώσεις του άρθρου 22 της Απόφασης της ΕΚ 1/452/2007, δηλαδή την υποχρέωση παρακολούθησης και ετήσιας επανεξέτασης της πολιτικής που εφαρμόζει η εκτελούσα ΕΠΕΥ²⁷. Ωστόσο, λόγω της ιδιάζουσας σχέσης εμπιστοσύνης που δημιουργείται μεταξύ της μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ με τον πελάτη της, βασιζόμενη στη διάταξη 288 ΑΚ, ορθότερο είναι να γίνει δεκτό ότι σε περίπτωση αμφιβολίας δεν υφίσταται δικαίωμα υποκατάστασης.

Σε περίπτωση αντίθετα που η εκτελούσα ΕΠΕΥ ενεργεί ως «βοηθός εκπλήρωσης» της μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ στο εν λόγω παράδειγμα²⁸, η τελευταία οφείλει να συμμορφώνεται προς το σύνολο των υποχρεώσεων του άρθρου ως άνω άρθρου 22 καθώς δεν αναθέτει σε άλλο πρόσωπο αλλά διατηρεί η ίδια την υποχρέωση διεκπεραίωσης της υπόθεσης.

β) Σύμβαση μεταξύ εκτελούσας ΕΠΕΥ και επενδυτή: Τα πράγματα είναι πιο ξεκάθαρα όταν ο επενδυτής επιλέξει να συνδεθεί συμβατικά με την εκτελούσα ΕΠΕΥ για την εκτέλεση των εντολών του. Στην περίπτωση αυτή ευνόητο είναι ότι, η εκτελούσα ΕΠΕΥ οφείλει να συμμορφωθεί προς το άρθρο 26 και τον κανόνα της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών του.

2. Υποχρέωση αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων²⁹ (Conflict of Interests)

Ειδική μέριμνα λαμβάνεται για το πρόβλημα της νομικής μεταχείρισης/αντιμετώπισης των συγκρούσεων συμφερόντων που αναφύονται κατά την παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας διαχείρισης χαρτοφυλακίου, έτσι ώστε να μην μετατρέπονται οι επενδυτές σε υποχείρια των έμπειρων εταιριών διαχείρισης που φορές μπορεί να ξεφεύγουν από την αποστολή τους και να μετατρέπονται σε

²⁶ Βλ. Παρατηρήσεις Σπύρου Δ. Ψυχομάνη (Α/1995) στην Απόφαση Εφετείου Πειραιώς 716/1993, *ΕπισκΕΔ*, σ. 804-805.

²⁷ Βλ. Άννα Μήτσου (2008), Διασυννοριακές συναλλαγές στις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές και προστασία του επενδυτή, *ΔΕΕ*, σ. 1354.

²⁸ Όπως συμβαίνει λ.χ. όταν η εκτελούσα ΕΠΕΥ δέχεται ειδικές Οδηγίες για την εκτέλεση των εντολών/συναλλαγών από τη μεσολαβούσα ΑΕΠΕΥ.

²⁹ Βλ. άρθρα 13 του Ν. 3606/2007, 13 παρ. 3 και 18 της Οδηγίας 2004/39 και 21-23 της εκτελεστικής Οδηγίας 2007/73.

«όχημα» για την εξυπηρέτηση των ιδίων συμφερόντων τους³⁰ (μέσω της κατοχής εσωτερικής πληροφόρησης) είτε σε «διαφημιστές» συγκεκριμένων εταιριών ή εκδοτών τίτλων, με τους οποίους συνεργάζονται ή και διαμεσολαβούν, διαδίδοντας τις θετικές και αποκρύπτοντας ή αποσιωπώντας τις αρνητικές εξελίξεις ή ακόμη και αποφεύγοντας εκείνες τις συγκρίσεις ή ενδελεχείς αναλύσεις που θα άλλαζαν τη συμπεριφορά του επενδυτή πελάτη τους.

Ως «σύγκρουση συμφερόντων» (*«conflict of interests»*) μπορεί να οριστεί γενικά η κατάσταση εκείνη στην οποία ενυπάρχουν δύο ή περισσότερα ανταγωνιστικά ή αντικρουόμενα συμφέροντα. Πρόκειται για την κατάσταση εκείνη κατά την οποία το ίδιο συμφέρον ενός προσώπου συγκρούεται με την υποχρέωση πίστωσης προς άλλο πρόσωπο ή που ένα πρόσωπο οφείλει αντικρουόμενες υποχρεώσεις πίστωσης προς διαφορετικά πρόσωπα³¹.

Κύρια μέριμνα της ΑΕΠΕΥ είναι η προστασία του επενδυτή από την εμφάνιση καταστάσεων σύγκρουσης μεταξύ των συμφερόντων του ίδιου και σε εκείνο της ΑΕΠΕΥ ή μεταξύ των συντρεχόντων συμφερόντων πολλών πελατών της ΑΕΠΕΥ, το χαρτοφυλάκιο των οποίων διαχειρίζεται η εν λόγω ΑΕΠΕΥ ή στους οποίους παρέχει επενδυτικές συμβουλές.

Το πρόβλημα αυτό θεωρείται σύμφυτο³² προς ορισμένες έννομες σχέσεις όπως είναι οι σχέσεις εκπροσώπησης ή παροχής υπηρεσιών -εν προκειμένω υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου-, όπου ένα πρόσωπο (διαχειρίστρια ΑΕΠΕΥ) αναλαμβάνει τη διαχείριση ή διεκπεραίωση ξένων υποθέσεων ή συμφερόντων. Αναλαμβάνει δηλαδή, περισσότερους νομικούς ρόλους ή αρμοδιότητες για λογαριασμό και προς όφελος περισσότερων φυσικών ή νομικών προσώπων ταυτόχρονα, με επακόλουθο να δημιουργείται μία οξύτητα σε σχέση με το ποια συμφέροντα θα έχουν προτεραιότητα να προστατευθούν και να επικρατήσουν έναντι άλλων.

Υπό τέτοιες συνθήκες, χρειάζεται να υπάρχουν τα κατάλληλα θεσμικά εχέγγυα και μηχανισμοί, ούτως ώστε να περιορίζονται και να αποτρέπονται οι κίνδυνοι που προκαλούνται, οι οποίοι ενδέχεται να επηρεάσουν αρνητικά τα συμφέροντα του κυρίου της υπόθεσης (επενδυτή) από το προβάδισμα στην εξυπηρέτηση των ιδίων συμφερόντων της ΑΕΠΕΥ που τον εκπροσωπεί και ενεργεί για λογαριασμό του. Προς το σκοπό αυτό αναγκαία καθίσταται η διασφάλιση εσωτερικής λειτουργίας της ΑΠΕΥ (εσωτερικός έλεγχος), ώστε να είναι σαφής και

³⁰ Raffaele Lener (2007), Conflict of interests involving asset managers under Italian law in light of the MiFID, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Westlaw UK Delivery Summary, Sweet & Maxwell, Thomson Reuters (Legal) Limited, p. 1-9. Moloney Niamh (2008): *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Second edition, p. 666-694, CESR/08-733, «Conflicts of Interest», p. 1-4.

³¹ Παναγιώτη Κ. Σταϊκούρα (2004), Χρηματοπιστωτικοί αναλυτές και συγκρούσεις συμφερόντων, *ΔΕΕ*, σ. 169 επ., MacNeil Iain (2007): Private equity: the UK regulatory response, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 3, No 1, p. 22.

³² Βλ. Απόστολο Καραγκουνίδη (2007), *Η προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών*, εκδ. Σάκκουλα, σ. 470 επ.

διαφανής η διάκριση των πράξεων που εκτελούνται για λογαριασμό των πελατών και για ίδιο λογαριασμό, ώστε να αποκλείεται ο παραγκωνισμός των εντολών πελατών³³.

Για παράδειγμα, όταν η ΑΕΠΕΥ που έχει αναλάβει τη διαχείριση και επαύξηση της αξίας του επενδυτικού χαρτοφυλακίου ενός πελάτη της και παράλληλα έχει αναλάβει τη συμβουλευτική παροχή υπηρεσιών προς ορισμένους εκδότες τίτλων με τους οποίους συνεργάζεται και αμείβεται από αυτούς, μπορεί να αγοράσει τίτλους από αυτούς τους εκδότες για λογαριασμό του ως άνω πελάτη της, με κίνητρο πρωτίστως το προσωπικό της όφελος ή την αποτροπή οικονομικής της ζημίας. Επίσης, μπορεί να επηρεάσει τη διαμόρφωση της επενδυτικής κρίσης του πελάτη της, το χαρτοφυλάκιο του οποίου διαχειρίζεται, αποκρύπτοντας σημαντικές πληροφορίες (ασύμμετρη πληροφόρηση) ή προσανατολίζοντάς τον προς συγκεκριμένες επιλογές χρηματοπιστωτικών μέσων ή αποφάσεων, οι οποίες εξυπηρετούν τα συμφέροντά της.

Παρόμοια είναι η απαγορευμένη τακτική, κατά την οποία ένα πρόσωπο αποκτά τίτλους από ένα άλλο, πριν αυτό προβεί σε δημόσια ευμενή αξιολόγηση των συγκεκριμένων τίτλων, με σκοπό την επίτευξη κέρδους³⁴ (*Scalping*³⁵). Τέτοια πρακτική υφίσταται, όταν το αρμόδιο τμήμα της ΑΕΠΕΥ για την εκτέλεση εντολών των πελατών αγοράζει ή πωλεί τίτλους για ίδιο λογαριασμό, ενώ γνωρίζει θετικά ή δυσμενή στοιχεία από επικείμενη δημοσιοποίηση οικονομικής ανάλυσης ή πορισμάτων ερευνών που έχει πραγματοποιηθεί από άλλο αρμόδιο τμήμα επενδυτικών ή χρηματοοικονομικών αναλύσεων στην ίδια ΑΕΠΕΥ.

Επιπροσθέτως, η ΑΕΠΕΥ ενδέχεται να παραβιάσει την αρχή της χρονικής προτεραιότητας λήψης εντολών, στην περίπτωση που προσπαθεί να επιτύχει καλύτερους όρους εκτέλεσης εντολών με κριτήριο την επίτευξη ή έκβαση συναλλαγών και υπηρεσιών για ίδιο λογαριασμό ή για εντολές πελατών που πραγματοποιούν μεγαλύτερο όγκο συναλλαγών και καταβάλλουν σε αυτήν αυξημένες προμήθειες. Χαρακτηριστική περίπτωση δόλιας ενέργειας συντρέχει όταν ένα πρόσωπο (συνήθως υπάλληλος της ΑΕΠΕΥ ή πρόσωπο που συνδέεται άμεσα ή

³³ Βλ. Θεόδωρο Σ. Λύτρα (2000), Τράπεζες και χρηματιστήριο – Όψεις της σημερινής πραγματικότητας, *Το Χρηματιστήριο στο ελληνικό δίκαιο*, 9^ο Πανελλήνιο Συνέδριο του Συνδέσμου Ελλήνων Εμπορικών (Δελφοί 1999), σ. 472 επ.

³⁴ Ο «*Scalper*» δηλαδή αγοράζει τίτλους, με σκοπό να προβεί αργότερα σε συγκεκριμένη πρόταση, προκειμένου να επηρεάσει την τιμή των τίτλων, και κατ' επέκταση τις επενδυτικές επιλογές των επενδυτών, αποκομίζοντας κέρδος από τη διακύμανση των τιμών. Η πρόθεση πρότασης αγοράς συγκεκριμένων τίτλων αποτελεί «*εμπιστευτική πληροφορία*», η δε προγενέστερη αγορά του επενδυτή-κατόχου της πληροφορίας, είναι το αποτέλεσμα της προνομιακής ενημέρωσης που διαθέτει και την οποία απέκτησε ως προτείνων. Πολλοί «*πρωτογενείς κάτοχοι πληροφοριών*» (λ.χ. οικονομικοί αναλυτές μιας ΑΕΠΕΥ, δημοσιογράφοι οικονομικών εφημερίδων κ.ά.) αποκτούν πρόσβαση σε εμπιστευτικές πληροφορίες λόγω του επαγγέλματος ή των καθηκόντων τους, την οποία εν γνώσει τους εκμεταλλεύονται καταχρηστικά. Για την απαγόρευση καταχρηστικής εκμετάλλευσης αρκεί το επάγγελμα ή η δραστηριότητα του κατόχου της εμπιστευτικής πληροφορίας να βρίσκεται σε αιτιώδη συνάφεια με την κατοχή της εμπιστευτικής πληροφορίας και τη δυνατότητα *αισθητού επηρεασμού της τιμής των τίτλων* (Βλ. Βασίλειο Τουντόπουλο (2000), Το *Scalping* ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το ΠΔ 53/1992, *ΔΕΕ*, σ. 1206 επ.).

³⁵ Βλ. Βασίλειο Τουντόπουλο (2000), Το *Scalping* ως καταχρηστική εκμετάλλευση εμπιστευτικών πληροφοριών σύμφωνα με το ΠΔ 53/1992, *ΔΕΕ*, σ. 1206.

έμμεσα με την ΑΕΠΕΥ με σχέση ελέγχου³⁶ ή η ίδια η ΑΕΠΕΥ), γνωρίζοντας τις εντολές αγοράς ή πώλησης τρίτων που πρόκειται να εκτελεστούν, προβαίνει σε κατάρτιση αντίστοιχων συναλλαγών πριν από την εκτέλεσή τους (*Front-running*³⁷).

Άλλη περίπτωση αθέμιτης ενέργειας που εμφανίζει έντονα τον κίνδυνο σύγκρουσης συμφερόντων είναι, όταν η διαχειρίστρια ΑΕΠΕΥ παρουσιάζει την τάση να προβαίνει σε συνεχή και άσκοπη κατάρτιση συναλλαγών για λογαριασμό πελάτη της, με πρωταρχικό σκοπό να επωφελείται από τις αντίστοιχες προμήθειες και δαπάνες με τις οποίες τον χρεώνει (*Churning*³⁸ - *παράλειψη παράνομων πρακτικών*).

Αναμφισβήτητα, οι ανωτέρω πρακτικές συνιστούν ταυτόχρονα και προσβολή της *υποχρέωσης πίστης* που υπέχουν οι ΑΕΠΕΥ προς τους πελάτες τους, καθώς εκμεταλλεύονται την προνομιακή τους θέση και τις αυξημένες δυνατότητες πληροφόρησης σε βάρος των πελατών τους που στερούνται είτε την ίδια ευκολία πρόσβασης στις πηγές πληροφόρησης είτε και της γνώσης και εμπειρίας που απαιτούνται για την αξιολόγησή τους.

Τηρώντας απαρέγκλιτα την αρχή πρόταξης του συμφέροντος του επενδυτή, η ΑΕΠΕΥ υποχρεούται λάβει τα κατάλληλα μέτρα και να καθορίσει αρχές διαχείρισης εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων καθώς και απαιτήσεις διαχωρισμού των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της. Ορισμένα μέτρα, ενδεικτικά, για την αντιμετώπιση καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων είναι η προειδοποίηση του πελάτη (λ.χ. *disclosure measures*), η διασφάλιση ενός εύλογου βαθμού ανεξαρτησίας των αρμόδιων προσώπων που συμμετέχουν στην παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών που προσφέρει η ΑΕΠΕΥ, μέτρα ελέγχου της ανταλλαγής των πληροφοριών μεταξύ των ως άνω προσώπων και αποφυγής επιρροής τους μέσω κάθε άμεσης σύνδεσης της αμοιβής, η ισότιμη μεταχείριση του πελάτη με όσους έχουν ομόρροπα προς αυτόν συμφέροντα που δεν μπορούν να ικανοποιηθούν ταυτόχρονα, η παροχή προτεραιότητας³⁹ στο συμφέρον εκείνου του πελάτη που περιήλθε πρώτο σε γνώση της ΑΕΠΕΥ, η ομαδοποίηση και ο επιμερισμός των εντολών⁴⁰ κ.λπ.

Εφόσον οι υιοθετούμενες οργανωτικές ή διοικητικές ρυθμίσεις δεν επαρκούν για την αντιμετώπιση των συγκρούσεων συμφερόντων, η ΑΕΠΕΥ έχει την υποχρέωση να *κοινοποιεί* (*disclosure*) τη γενική φύση ή την πηγή σύγκρουσης συμφερόντων στους πελάτες (εντοπισμός σύγκρουσης και γνωστοποίηση με σταθερό μέσο) πριν από την ανάληψη της επενδυτικής υπηρεσίας^{41, 42}, υποχρέωση που

³⁶ Βλ. άρθρο 21 παρ. 1 της Οδηγίας 2006/73.

³⁷ Βλ. Δημήτρη Τσιμπανούλη (2001), *Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο*, σ. 588.

³⁸ Βλ. Βασίλη Τουντόπουλο (2003), *Η άσκοπη διενέργεια συναλλαγών στις συμβάσεις διαχείρισης χαρτοφυλακίου* («Churning»), *ΔΕΕ*, σ. 522 επ.

³⁹ Σε περίπτωση σύμπτωσης εντολών του πελάτη με εντολές για κατάρτιση ίδιου περιεχομένου συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό της ΑΕΠΕΥ, η τελευταία υποχρεούται να παραχωρήσει προτεραιότητα στις εντολές του πελάτη, έστω και εάν οι δικές της εντολές δόθηκαν νωρίτερα προς εκτέλεση. Αυτό βεβαίως είναι δύσκολο να ελεγχθεί στην πράξη, στο βαθμό που οι εντολές έχουν εισαχθεί στο αυτόματο σύστημα κατάρτισης ηλεκτρονικών συναλλαγών (Βλ. Δημήτρη Τσιμπανούλη (2001), *Η κεφαλαιαγορά και το νομοθετικό της πλαίσιο*, σ. 116).

⁴⁰ Βλ. άρθρα 24-26 της Απόφασης ΕΚ 1/452/2007 και άρθρα 47-49 της Οδηγίας 2006/73.

⁴¹ Βλ. άρθρα 13 παρ. 2 του Ν. 3606/2007, 18 παρ. 2 και 3 της Οδηγίας 2004/39 και 22 παρ. 4 της Οδηγίας 2006/73.

συνάγεται και από τη σχέση εμπιστοσύνης που τους συνδέει. Η ίδια γνωστοποίηση παρέχεται και προς την αρμόδια εποπτική Αρχή. Παράλληλα, η ΑΕΠΕΥ απαιτείται να τηρεί σχετικό *αρχείο* με τα συμβάντα ως προς τα οποία προέκυψε σύγκρουση συμφερόντων, που συνεπάγονται ουσιώδη κίνδυνο ζημίας για τα συμφέροντα του πελάτη της.

Η ΑΕΠΕΥ πρέπει να θεσπίσει και να τηρεί **κατάλληλη με το μέγεθος και την οργάνωσή της πολιτική διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων**⁴³ (γραφτώς) και να διατηρεί αποτελεσματικά εμπόδια στη (διαρ)ροή πληροφοριών⁴⁴ («*σινικά τείχη*⁴⁵» - *Chinese walls*) ανάμεσα στα επιμέρους λειτουργικά τμήματά της. Η πολιτική πρέπει να προσδιορίζει τις περιστάσεις που δυνητικά μπορούν να προκαλέσουν σύγκρουση συμφερόντων και να καθορίζει τις διαδικασίες και τα μέτρα που λαμβάνονται για την ορθή αντιμετώπισή τους. Όπου μία ΑΕΠΕΥ παράγει και διανέμει αναλύσεις, καθορίζονται επιπλέον ειδικές απαιτήσεις με στόχο τη διασφάλιση ότι, η εταιρία και οι μεμονωμένοι αναλυτές δεν αντιμετωπίζουν σύγκρουση συμφερόντων⁴⁶.

Συμπερασματικά, η λήψη των ως άνω οργανωτικών μέτρων στοχεύει στην πρόληψη και απάλειψη των αρνητικών συνεπειών που μπορεί να έχουν οι συγκρούσεις συμφερόντων καθώς και την ελαχιστοποίηση του κινδύνου που εγκυμονούν, στο μέτρο που απορρέουν από την (αθέμιτη) αξιοποίηση των οικείων πληροφοριών (πληροφοριακό προβάδισμα).

Πρωταρχικό επομένως μέλημα και συγχρόνως πρόκληση για το σύγχρονο νομοθέτη, τον εφαρμοστή δικαίου καθώς και τις αρμόδιες εποπτικές Αρχές είναι να ανεύρουν και να προωθήσουν το *βέλτιστο συνδυασμό αποτελεσματικότητας*⁴⁷ και *διαφάνειας της κεφαλαιαγοράς (ομαλότητα και ευρυθμία αγοράς – efficient capital market)* και *προστασίας του επενδυτή*, τηρώντας απαρέγκλιτα τις υποχρεώσεις βέλτιστης εκτέλεσης και αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων και λαμβανομένων υπόψη των εκάστοτε συνθηκών αγοράς που επικρατούν.

⁴² Η εν λόγω γνωστοποίηση αυτών των πληροφοριών παρέχεται ωστόσο, υπό την επιφύλαξη τυχόν απαγορευτικών διατάξεων του νόμου, όπως λ.χ. για το επαγγελματικό απόρρητο.

⁴³ Βλ. άρθρο 22 της Οδηγίας 2006/73.

⁴⁴ Η κρισιμότητα των πληροφοριών συνίσταται ότι αφορούν ευκαιρίες για επωφελείς συναλλαγές.

⁴⁵ Ο όρος «*σινικά τείχη*» εκφράζει το διαχωρισμό των επιμέρους λειτουργιών και δραστηριοτήτων της ΑΕΠΕΥ σε αυτοτελή από οργανωτική πλευρά τμήματα, στα οποία διαχωρίζονται τόσο οι χώροι εγκατάστασης όσο και το προσωπικό που ανήκει σε κάθε τμήμα ξεχωριστά. Υπογραμμίζεται ωστόσο ότι, η διακίνηση των πληροφοριών (wall crossing) επιτρέπεται στο βαθμό που δεν συνιστά παράβαση της κείμενης νομοθεσίας, υπό την εποπτεία του αρμόδιου εσωτερικά τμήματος.

⁴⁶ Βλ. Θάνο Παναγόπουλο (2008), *Η Ευρωπαϊκή Οδηγία 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων (Markets in Financial Instrument - MiFID)*. Βασικές επιπτώσεις στις Ευρωπαϊκές Κεφαλαιαγορές και η σχέση της με την ευρωπαϊκή οικονομική ολοκλήρωση, σ. 3 επ.

⁴⁷ Επεξηγείται ότι, ο όρος «αποτελεσματικότητα της αγοράς» αποδίδει τις συνθήκες υπό τις οποίες η κεφαλαιαγορά λειτουργεί κατά τρόπο που μεγιστοποιεί τα προσδοκώμενα οφέλη και προάγει την ευημερία του συνόλου των υποκειμένων και των κοινωνικών συστημάτων ή θεσμών που θίγονται άμεσα ή έμμεσα από τη λειτουργία της (λ.χ. ΑΕΠΕΥ).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 1

ΒΕΛΤΙΣΤΗ ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ (BEST EXECUTION) ΣΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

ΓΕΝΙΚΑ ΚΡΙΤΗΡΙΑ

σχετικά με τη σπουδαιότητα των παραγόντων που λαμβάνονται υπόψη για τη βέλτιστη εκτέλεση εντολών εφόσον η ΑΕΠΕΥ εκτελεί επίσης τις ληφθείς εντολές ή τις αποφάσεις για διαπραγμάτευση για λογαριασμό των χαρτοφυλακίων των πελατών της (27 παρ. 1 Ν. 3606/2007, 21 παρ. 1 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007, 44 σε συνδυασμό με το άρθρο 45 παρ. 7 της Οδηγίας 2006/73⁴⁸)

- α) χαρακτηριστικά του πελάτη (κατηγοριοποίηση ως ιδιώτη πελάτη ή επαγγελματία πελάτη)
- β) χαρακτηριστικά της εντολής του πελάτη
- γ) χαρακτηριστικά των χρηματοπιστωτικών μέσων που αποτελούν αντικείμενο της εντολής
- δ) χαρακτηριστικά των τόπων εκτέλεσης προς τους οποίους μπορεί να κατευθύνεται η εντολή για εκτέλεση.

 **Στόχος:** έγκαιρη - δίκαιη - ταχεία εκτέλεση των εντολών των πελατών συγκριτικά με τις εντολές άλλων πελατών ή τις διαπραγματευτικές θέσεις της ΑΕΠΕΥ (22 παρ. 1 Οδηγία 2004/39)

Επανεξέταση της πολιτικής εκτέλεσης εντολών

(23 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007, 45 παρ. 6 β' και 46 παρ. 1 της Οδηγίας 2006/73):

- Ετήσια
- Αν ουσιώδους μεταβολή που επηρεάζει την ικανότητα της ΑΕΠΕΥ

Εμπλοκή τρίτου (εκτελούσα ΕΠΕΥ) κατά την αποστολή και διαβίβαση εντολών:

- Ευθύνη της μεσολαβούσας ΑΕΠΕΥ για την τήρηση κανόνων βέλτιστης εκτέλεσης (συμβατική σύνδεση με τον πελάτη επενδυτή - 45 της Οδηγίας 2006/73, 21 παρ. 1 α' της Οδηγίας 2004/39 και Προοίμιό της αρ. 33)
- Διασφάλιση από την ΑΕΠΕΥ ως προς επιλογή της μεσολαβούσας οντότητας που έχει τις περισσότερες πιθανότητες να εκτελέσει καλύτερα την εντολή

⁴⁸ Βλ. Christos V. Gortsos, MiFID's Investor Protection Regime: Best Execution of Client Orders and Related Conduct of Business Rules, *The Regulation of Investment Services in Europe under MiFID: Implementation and Practice*, General Editor: Emiliós Avgouleas foreword by William Blair QC, p. 118-119.

Ποιότητα εκτέλεσης των εντολών: Παρέχεται από το Διαχειριστή (ΑΕΠΕΥ) και όχι από τους τόπους εκτέλεσης

ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ

Α) Οριακή εντολή (24 και 25 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007, 22 παρ. 2 και 3 της Οδηγίας 2004/39):

- Υφίσταται υποχρέωση δημόσιας ανακοίνωσης των οριακών εντολών με τρόπο προσιτό για τους λοιπούς συμμετέχοντες στην αγορά για τη διευκόλυνση της ταχύτερης εκτέλεσής τους.
- Απαλλαγή (άρση) από την υποχρέωση δημοσιοποίησης (24 παρ. 4 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007, 20 Κανονισμού 1287/2006) όταν το μέγεθος των εντολών είναι μεγάλο σε σύγκριση με το κανονικό μέγεθος της αγοράς για τη συγκεκριμένη μετοχή.
- Στόχος: άμεση εκτέλεση εντολών από τους πελάτες, ώστε οι ουσιώδεις πληροφορίες για την τιμή να διοχετεύονται στους συναλλασσόμενους στην αγορά, να διαμορφώνονται ορθά οι τιμές ανάλογα προς την προσφορά και ζήτηση και να αυξάνεται η διαφάνεια πριν την πραγματοποίηση της συναλλαγής (pre-trade transparency). Η υποχρέωση δημοσιοποίησης των οριακών εντολών ισχύει για τους ιδιώτες και επαγγελματίες πελάτες, ενώ προκειμένου για τους επιλέξιμους πρέπει να στείλει στην ΑΕΠΕΥ ρητά οριακή εντολή προς εκτέλεση.

Β) Ομαδοποίηση και Επιμερισμός εντολών (47-49 της Οδηγίας 2006/73, 24-26 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007):

- Υποχρέωση άμεσης και ακριβούς καταχώρισης και επιμερισμού των εντολών
- Καταχώριση των χρηματοπιστωτικών μέσων ή κεφαλαίων των πελατών από την ΑΕΠΕΥ στο σωστό λογαριασμό του δικαιούχου πελάτη, όταν έχει την ευθύνη του διακανονισμού της εντολής
- Ομαδοποίηση της εντολής πελάτη της ΑΕΠΕΥ (ή συναλλαγής για ίδιο λογαριασμό) με εντολή άλλου πελάτη υπό όρους: α) η ομαδοποίηση (εντολών ή συναλλαγών) δεν αποβαίνει συνολικά σε βάρος του πελάτη, β) προηγούμενη γνωστοποίηση στον πελάτη για ενδεχόμενη ζημία από την ομαδοποίηση σε σχέση με συγκεκριμένη εντολή του, γ) εφαρμογή από την ΑΕΠΕΥ πολιτικής για τον ακριβοδίκαιο επιμερισμό, τον τρόπο με τον οποίο ο όγκος και η τιμή των εντολών επηρεάζουν τον επιμερισμό τους και το χειρισμό εντολών που εκτελούνται εν μέρει.
- Σε περίπτωση ομαδοποίησης συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό από την ΑΕΠΕΥ:
 - α) απαγορεύεται ο επιζήμιος επιμερισμός των συναλλαγών:
 - β) εάν μερική εκτέλεση της ομαδοποιημένης εντολής του πελάτη: επιμερίζει τις συναλλαγές υπέρ του πελάτη (26 παρ. 2 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007).
 - γ) απαγόρευση επανεπιμερισμού με επιζήμιο για τον πελάτη τρόπο: όταν παρέχεται αθέμιτη προτεραιότητα στην ΑΕΠΕΥ ή σε οποιοδήποτε πελάτη (Πρ. αρ. 77 της Οδηγίας 2006/73)

Υποχρέωση Πληροφόρησης πελατών: για κάθε ουσιαστική αλλαγή των κανόνων και της πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης (27 Ν. 3606/2007)

Απαγόρευση των αθέμιτων διακρίσεων (κατάχρησης) από τις ΑΕΠΕΥ:

α) μεταξύ τόπων εκτέλεσης κατά τη διαμόρφωση και χρέωση των προμηθειών σε βάρος του πελάτη (21 παρ. 5 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007, 44 παρ. 4 Οδηγίας 2006/73)

β) των πληροφοριών που αφορούν **εκκρεμείς εντολές πελατών** από αρμόδια (καλυπτόμενα) πρόσωπα της. Λ.χ. Απαγόρευση της πρακτικής «Front running», δηλαδή της εκτέλεσης συναλλαγής από την ΑΕΠΕΥ για ίδιο λογαριασμό με τους ίδιους ή καλύτερους όρους, πριν την εκτέλεση της εντολής του πελάτη

(24 παρ. 3 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007, 47 παρ. 3 Οδηγίας 2006/73)

Ειδικότερες διατάξεις για ΙΔΙΩΤΗ ΠΕΛΑΤΗ:

- Λαμβάνεται υπόψη το **συνολικό τίμημα**: η τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου, τα κόστη που συνδέονται με την εκτέλεση και βαρύνουν τον πελάτη (λ.χ. τέλη που εισπράττει ο τόπος εκτέλεσης, τέλη εκκαθάρισης και διακανονισμού, λοιπές αμοιβές που καταβάλλονται στους τρίτους) – 44 παρ. 1 Οδηγία 2006/73
- Παροχή πληροφοριών *πριν* την παροχή της υπηρεσίας (μέσω σταθερού μέσου ή δικτυακού τόπου) για: α) τα κριτήρια και παράγοντες βέλτιστης εκτέλεσης, β) τον κατάλογο τόπων εκτέλεσης και γ) εμφανή προειδοποίηση (risk warning) για τυχόν ειδικές οδηγίες που ενδέχεται να εμποδίσουν την ΑΕΠΕΥ να λάβει μέτρα που προβλέπονται για τη βέλτιστη εκτέλεση (23 παρ. 2 ΑΠ ΕΚ 1/452/2007, 46 παρ. 2 Οδηγίας 2006/73)
- 46 παρ. 1 Οδηγία 2006/73
- Ενημέρωση για κάθε ουσιώδη δυσχέρεια που επηρεάζει την ορθή εκτέλεση (47 παρ. 1 της Οδηγίας 2006/73, 24 παρ. 1 γ ΑΠ ΕΚ 1/452/2007)

ΟΡΙΣΜΟΙ:

1. «Τόπος εκτέλεσης» (άρθρο 44 παρ. 1 Οδηγίας 2006/73):

- Ρυθμιζόμενη αγορά ή ΠΜΔ ή Συστηματικός Εσωτερικοποιητής
- Ειδικός διαπραγματευτής
- Άλλος Πάροχος ρευστότητας
- Οντότητα που επιτελεί σε τρίτη χώρα λειτουργία όμοια με τις λειτουργίες οποιουδήποτε από τους προηγούμενους

2. «Οριακή εντολή» (limit order) (4 περ. 16 Οδηγίας 2004/39):

Η εντολή αγοράς ή πώλησης (διαπραγμάτευση) συγκεκριμένου αριθμού χρηματοπιστωτικών μέσων σε συγκεκριμένη οριακή ή καλύτερη τιμή και για συγκεκριμένο μέγεθος. Εισάγεται σε μία συγκεκριμένη τιμή, η οποία είναι η μέγιστη στην οποία το μέλος είναι διατεθειμένο να αγοράσει ή η ελάχιστη στην οποία το μέλος είναι διατεθειμένο να πωλήσει. Ως καλύτερη τιμή: α) για τον πωλητή (best bid) είναι η υψηλότερη τιμή αγοράς και β) για τον αγοραστή (best offer) είναι η

χαμηλότερη τιμή πώλησης.
- Κάθε παρέκκλιση από τον κανόνα της ταχείας (prompt/timely execution) εκτέλεσης των εντολών πρέπει να δικαιολογείται από το συμφέρον του επενδυτή.

Επίσης, η ΑΕΠΕΥ λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα, ώστε να εξυπηρετεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών όταν κατά τη διαχείριση του χαρτοφυλακίων **δίνει ή διαβιβάζει εντολές σε τρίτους** για την εκτέλεση συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα για λογαριασμό των πελατών⁴⁹.

⁴⁹ Βλ. άρθρο 22 της ΕΚ 1/452/2007 «Κανόνες Συμπεριφοράς ΕΠΕΥ».