



MSc Law and Economics

Διδρυματικό Πρόγραμμα
Μεταπτυχιακών Σπουδών
Δίκαιο και Οικονομικά



ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΕΙΟ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ
Νομική Σχολή

Διπλωματική Εργασία

**Η Ευθύνη των Τραπεζών από τη παροχή επενδυτικών
υπηρεσιών – Η περίπτωση των Μετατρέψιμων Αξιογράφων
Ενισχυμένου Κεφαλαίου (Μ.Α.Ε.Κ)**

Αντωνία Βουρλιώτη (ΑΜ:mle21008)

Επιβλέπουσα Καθηγήτρια:

Ευμορφία Τζίβα

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος
«Δίκαιο και Οικονομικά»
(με εξειδίκευση στον Τομέα των Επιχειρήσεων)

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ
ΑΚΑΔΗΜΑΪΚΟ ΕΤΟΣ 2021-2022

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται το ζήτημα της ευθύνης των τραπεζών από τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών εξετάζοντας ειδικότερα τη περίπτωση των Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου, ως σύνθετων και ιδιαίτερος πολύπλοκων στη σύλληψή τους επενδυτικών προϊόντων, τα οποία εξέδωσε το 2011 η Τράπεζα Κύπρου και διέθεσε κατά βάση σε ιδιώτες πελάτες, σε Κύπρο και σε Ελλάδα, με τους οποίους είχε ήδη χρόνια συναλλακτική σχέση. Αρχικά στη πρώτη ενότητα του Α' μέρους γίνεται αναφορά στην ιδιαίτερη σχέση εμπιστοσύνης που συνδέει τα πιστωτικά ιδρύματα με τους πελάτες τους, δυνάμει της οποίας εξηγείται η ποιότητα και η έκταση των υποχρεώσεων που προβλέπονται σε βάρος των πρώτων, αλλά και ο βαθμός ευθύνης τους, πάντοτε ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εκάστοτε περίπτωσης. Στη συνέχεια επιχειρείται μια σύντομη και περιεκτική αναφορά σε βασικές πρωτοβουλίες που ελήφθησαν σε ευρωπαϊκό επίπεδο για την δημιουργία μιας ενιαίας τραπεζικής αγοράς στο πλαίσιο επίτευξης της χρηματοπιστωτικής ολοκλήρωσης, οι οποίες έθεσαν τις βάσεις για τη γενικότερη ανάπτυξη της οικονομικής δραστηριότητας της κοινότητας και για τη δημιουργία μιας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς. Ακολουθεί στη πορεία η ανάλυση βασικών όρων που σχετίζονται με τη παρούσα θεματική, εν συνεχεία ακολουθεί η εξέταση του θεσμικού πλαισίου που διέπει τη δραστηριότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, των υποχρεώσεων που θεσπίζονται μέσω αυτού και επιβάλλονται σε βάρος τους καθώς επίσης και ζητημάτων σχετικών με την νομική θεμελίωση της ευθύνης όπως το ζήτημα αυτό αντιμετωπίζεται από τη πάγια πλέον νομολογία. Στο Β' μέρος της εργασίας γίνεται μια εισαγωγική αναφορά στην πολύκροτη υπόθεση της έκδοσης και διάθεσης εκ μέρους της Τράπεζας Κύπρου των Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου. Εν συνέχεια τίγονται βασικά ζητήματα που απασχόλησαν νομικούς και μη εξαιτίας της κατάρτισης συναλλαγών σε Μ.Α.Ε.Κ. Τέλος, πριν τη συναγωγή των σχετικών συμπερασμάτων, γίνεται αναφορά στη νομολογιακή προσέγγιση του οικείου θέματος με σκοπό να επισημανθούν τα σημαντικότερα σημεία, όπως τούτα αναδείχθηκαν μέσω των αποφάσεων των ελληνικών δικαστηρίων.

ΚΥΡΙΟΤΕΡΕΣ ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ

Α.Ε.Δ.Α.Κ	Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων
Α.Ε.Ε.Δ	Ανώνυμη Εταιρεία Επενδυτικής Διαμεσολάβησης
Α.Ε.Π.Ε.Υ	Ανώνυμη Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
ΑΚ	Αστικός Κώδικας
ΑΠ	Άρειος Πάγος
αρ.	αριθμός
Βλ.	Βλέπε
ΓΣ	Γενική Συνέλευση
Ε.Ε	Ευρωπαϊκή Ένωση
Ε.Ο.Κ	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
Ε.Π.Ε.Υ	Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών
εδ.	εδάφιο
Μ.Α.Ε.Κ	Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου
Μ.Ο.Δ	Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης
Ν.	Νόμος
Ο.Ε.Δ	Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου
Ο.Σ.Ε.Κ.Α	Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
ο.π.	όπως παραπάνω
Π.Μ.Δ	Πολυμερής Μηχανισμός Διαπραγμάτευσης
παρ.	παράγραφος
περ.	περίπτωση
Σελ.	Σελίδα
ΤΝΠ	Τράπεζα Νομικών Πληροφοριών
ΥΑ	Υπουργική Απόφαση
ΦΕΚ	Φύλλο Εφημερίδας Κυβέρνησης

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΕΣ

CoCos	Contingent Convertible (bonds)
F.S.A.P	Financial Services Action Plan
I.S.D	Investment Services Directive
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
VS	Versus

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Α' ΜΕΡΟΣ

I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις.....	1
II. Η έννομη σχέση μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και πελάτη.....	2-5
III. Θεσμικό πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων – Προσέγγιση υπό το πρίσμα δημιουργίας μιας ενιαίας ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς	6-24
1. Η πορεία για τη δημιουργία της ενιαίας τραπεζικής αγοράς.....	6-9
2. Εννοιολογικοί προσδιορισμοί	
α) Έννοια επένδυσης.....	9-10
β) Επενδυτικές υπηρεσίες (κατηγοριοποίηση).....	10-11
γ) Κατηγορίες Επενδυτών.....	11-15
δ) Φορείς (πάροχοι) Επενδυτικών υπηρεσιών.....	15
3. Θεσμικό πλαίσιο.....	16-24
IV. Υποχρεώσεις πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών του Ν. 4514/2018.....	25-42
1. ΓΕΝΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΠΕΛΑΤΩΝ	
1.1 Γενική υποχρέωση διαφύλαξης συμφερόντων των πελατών.....	26-29
1.2 Υποχρέωση πληροφόρησης.....	30-34
2. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΣΥΜΒΑΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΠΕΛΑΤΩΝ.	
2.1 Υποχρέωση αξιολόγησης των προσώπων που παρέχουν πληροφόρηση.....	35
2.2 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου καταλληλότητας.....	36-38
2.3 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας.....	39-40
3. ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ ΜΕ ΕΥΝΟΪΚΟΥΣ ΟΡΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΕΛΑΤΗ	
3.1 Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών.....	41-42
V. Νομική θεμελίωση ευθύνης στο πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σύμφωνα με τη πάγια νομολογία.....	43-47

Β' ΜΕΡΟΣ

VI. Η περίπτωση των Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου (Μ.Α.Ε.Κ).....	48-59
1. Ιστορικό.....	48-51
2. Βασικά ζητήματα από τη κατάρτιση συναλλαγών σε Μ.Α.Ε.Κ.....	52-55
3. Η θέση της ελληνικής νομολογίας στο ζήτημα της κατάρτισης συναλλαγών σε Μ.Α.Ε.Κ	
3.1 Αποφάσεις υπέρ των ζημιωθέντων πελατών.....	56-58
3.2 Αποφάσεις υπέρ της Τράπεζας.....	58-59
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	60
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	61-62
ΔΙΚΤΥΟΓΡΑΦΙΑ.....	63-64

Α' ΜΕΡΟΣ

I. Εισαγωγικές παρατηρήσεις

Η τραπεζική λειτουργία έχει μεταβληθεί ραγδαία τα τελευταία χρόνια με κυριότερη έκφραση αυτής της μεταβολής τη διεύρυνση του φάσματος των παρεχόμενων προϊόντων και υπηρεσιών πέρα από τα στενά όρια του τραπεζικού τομέα και στο τομέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Οι τράπεζες πλέον καλούνται να υπηρετήσουν ένα νέο διαμεσολαβητικό ρόλο και στο πεδίο έκδοσης και διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων. Μέσα σε όλες αυτές τις ραγδαίες αλλαγές του τραπεζικού συστήματος ένα από τα ζητήματα που εξακολουθεί να απασχολεί είναι η σχέση μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και πελάτη, η οποία περισσότερο από κάθε άλλη φορά βρίσκεται εκτεθειμένη στους κλυδωνισμούς του νέου περιβάλλοντος. Ο πελάτης του πιστωτικού ιδρύματος είναι πλέον και υποψήφιος επενδυτής πραγματοποιώντας συναλλαγές μέσα στο αβέβαιο, κινδυνώδες, πολύπλοκο και συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον της κεφαλαιαγοράς. Αντιμέτωπος λοιπόν με μια σειρά προκλήσεων καλείται να επιλέξει εκείνο το προϊόν που εξυπηρετεί με το καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντά του και συνάδει με τους επενδυτικούς του στόχους. Για να το πετύχει τούτο χρειάζεται συχνά, και ειδικά στις περιπτώσεις όπου στερείται ειδικών γνώσεων και σχετικής εμπειρίας, κατάλληλη πληροφόρηση και καθοδήγηση για τη λήψη της ορθής για αυτόν επενδυτικής απόφασης. Έτσι ο ρόλος των τραπεζών ως Α.Ε.Π.Ε.Υ αποκτά βαρύνουσα σημασία σε ζητήματα προστασίας των πελατών αλλά και ευθύνης κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Τα ζητήματα αυτά απασχόλησαν θεωρία και κυρίως νομολογία με αφορμή την υπόθεση έκδοσης και διάθεσης εκ μέρους της τράπεζας Κύπρου των περίφημων Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου (Μ.Α.Ε.Κ), επενδυτικών προϊόντων με αυξημένο βαθμό επικινδυνότητας και ιδιαίτερα σύνθετους όρους έκδοσης και λειτουργίας τα οποία εκ φύσεως θα έπρεπε να απευθύνονται σε επαγγελματίες επενδυτές. Όπως όμως αποδείχθηκε στη πράξη τα Μ.Α.Ε.Κ διατέθηκαν από τη τράπεζα κατά βάση σε ιδιώτες πελάτες της, μη επαγγελματίες, κατά κατάχρηση της μακρόχρονης σχέσης εμπιστοσύνης που είχε αναπτυχθεί μεταξύ τους, προς εξυπηρέτηση των δικών της συμφερόντων και δη σε βάρος των συμφερόντων των πελατών της.

II. Η έννομη σχέση μεταξύ πιστωτικού ιδρύματος και πελάτη

Η συζήτηση που διανοίγεται με τη παρούσα εργασία έχει ως σημείο εκκίνησης την έννομη σχέση που δημιουργείται μεταξύ πιστωτικών ιδρυμάτων και πελατών καθώς η ιδιαίτερη φύση της σχέσης αυτής είναι που δημιουργεί το έρεισμα για τη θεμελίωση της ευθύνης των τραπεζών κατά τη παροχή των πάσης φύσεως υπηρεσιών τους – εν προκειμένω των επενδυτικών –, προσδιορίζει το μέτρο και το βαθμό της ευθύνης και καθορίζει την έκταση των υφιστάμενων έννομων συνεπειών.

Το ερώτημα λοιπόν της σχέσης που συνδέει πιστωτικά ιδρύματα και πελάτες βρίσκεται απάντηση μέσα από την θεωρία της “σχέσης εμπιστοσύνης”, η οποία είναι η πλέον κρατούσα τόσο στη θεωρία όσο και στη νομολογία. Κατά την άποψη δε της γράφουσας η τελευταία έπαιξε καταλυτικό ρόλο στην επικράτηση της θέσης αυτής καθώς στη πληθώρα των δικαστικών αποφάσεων οι οποίες έχουν αποφανθεί επί υποθέσεων που αφορούν διαφορές μεταξύ τραπεζών και πελατών επαναλαμβάνεται διαρκώς αυτή η “σχέση εμπιστοσύνης”. Σύμφωνα λοιπόν με τη πάγια πλέον νομολογία **“...μεταξύ τράπεζας και πελάτη δημιουργείται όχι μόνον μία εξειδικευμένη σχέση εμπιστοσύνης, αλλά, εν μέρει και εξάρτησης του πελάτη, καθ’ όσον, όπως προαναφέρθηκε, η τράπεζα έχει ειδικές γνώσεις των συνθηκών της αγοράς, καθώς και ευρύτατο φάσμα πληροφοριών. Από τη γενική αυτή υποχρέωση απορρέει αφενός η ειδικότερη υποχρέωση της τράπεζας να μην επιδιώκει μονομερώς την πρόταξη των ατομικών της συμφερόντων, καθώς και ότι η υπό ευρεία έννοια παροχή της πρέπει να τελεί σε σχέση αναλογίας με την αιτούμενη από τον πελάτη της αντιπαροχή και αφετέρου (απορρέει) η ειδικότερη υποχρέωση ενημερώσεως και παροχής συμβουλών, ανάλογα και με τις συγκεκριμένες συνθήκες και το επίπεδο γνώσεων του πελάτη της...”**¹,

¹ Βλ. ενδεικτικά αποφάσεις 1177/2018 ΑΠ ΤΝΠ, 4517/2017 ΜπρΑΘ, 2/2022 ΕΦ ΚΡΗΤ ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

“...οι Τράπεζες ως χρηματοδοτικοί οργανισμοί, που ασκούν αποφασιστική επίδραση στην ανάπτυξη και στη λειτουργία των χρηματοδοτούμενων από αυτές επιχειρήσεων, έχουν αυξημένη ευθύνη, κατά την άσκηση του χρηματοδοτικού τους έργου, και οφείλουν να μεριμνούν για τα συμφέροντα των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, αφού από τη φύση της η πιστωτική σχέση, ως διαρκής έννομη σχέση ιδιαίτερης εμπιστοσύνης μεταξύ των συμβαλλομένων, επιβάλλει την υποχρέωση πίστης και προστασίας από την πλευρά των τραπεζών των συμφερόντων των πελατών τους, ώστε να αποφεύγονται υπέρμετρα επαχθείς για αυτούς συνέπειες...”².

Η σχέση τράπεζας και πελάτη ως επί το πλείστον σχέση διαρκείας στηρίζεται στην αμοιβαία εμπιστοσύνη ότι και τα δύο μέρη θα τηρήσουν τις εκατέρωθεν υποχρεώσεις που έχουν αναλάβει και σε κάθε περίπτωση θα αποφύγουν να πράξουν οτιδήποτε δύναται να βλάψει τα συμφέροντα του άλλου.³ Το μεγαλύτερο “βάρος” βέβαια επιρρίπτεται κατά κύριο λόγο στις τράπεζες λόγω ακριβώς της θέσης που κατέχουν και της λειτουργίας που επιτελούν. Πιο συγκεκριμένα οι τράπεζες α) είναι επαγγελματίες με εξειδικευμένες γνώσεις στην αγορά χρήματος, διαθέτουν ευρύτερη πληροφόρηση, ποιοτικά και ποσοτικά διαφοροποιημένη σχετικά με τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος και εν γένει της αγοράς, β) διαθέτουν σαφέστατα μεγαλύτερη οικονομική ισχύ σε σχέση με τους πελάτες, γ) διαδραματίζουν καθοριστικό ρόλο στη λειτουργία της οικονομίας συνολικά, δ) διαθέτουν στη κατοχή τους ιδιαιτέρως ευαίσθητα προσωπικά και εμπιστευτικά δεδομένα των πελατών τους και ε) είναι σε θέση, ανάλογα με τις αποφάσεις που παίρνουν, να επηρεάζουν σε σημαντικό βαθμό την οικονομική υπόσταση των πελατών τους.⁴

² Βλ. ενδεικτικά αποφάσεις 1050/2022 ΠΠΡ ΑΘ, 4514/2017 ΜΠΡ ΑΘ ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

³ Βλ. Σ. Ψυχομάνη, “ Εγχειρίδιο Τραπεζικού Δικαίου”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016, σελ. 114-116.

⁴ Βλ. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, σελ. 465-469.

Όλοι αυτοί οι λόγοι γεννούν αυξημένες υποχρεώσεις στο “πρόσωπο” των τραπεζών στο πλαίσιο παροχής των υπηρεσιών τους οι οποίες διαφοροποιούνται ποιοτικά σε σχέση με τις υποχρεώσεις που επωμίζονται οι ίδιοι οι πελάτες. Διαφοροποίηση η οποία συνδέεται άρρηκτα με τη δυνατότητα των τραπεζών να επεμβαίνουν άμεσα και ουσιαστικά στη περιουσιακή σφαίρα των πελατών τους επηρεάζοντας διάφορα μεγέθη όπως λόγου χάρη την αγοραστική τους δύναμη, τη πιστοληπτική τους ικανότητα και γενικότερα την οικονομική τους εξέλιξη. Αυτή ακριβώς η ιδιαίτερη θέση της τράπεζας είναι που προϋποθέτει από τη φύση της σχέση εμπιστοσύνης.⁵ Την ισχυρότερη θέση των τραπεζών έναντι των πελατών οι οποίοι εν τοις πράγματι θεωρούνται και αντιμετωπίζονται ως ασθενέστεροι οικονομικά – διαπραγματευτικά συμβαλλόμενοι αναγνωρίζει και η νομοθεσία, θεσπίζοντας ένα σύνολο προστατευτικών διατάξεων τόσο υπέρ του κοινωνικού συνόλου όσο και υπέρ των ίδιων των πελατών όπως θα αναλυθεί στην οικεία ενότητα. Να σημειωθεί βέβαια ότι τα πιστωτικά ιδρύματα συναλλάσσονται όχι μόνο με πελάτες το προφίλ των οποίων προσιδιάζει σε αυτό του μέσου καταναλωτή αλλά και με επαγγελματίες πελάτες, γνώστες της λειτουργίας της αγοράς και του οικονομικού συστήματος, γεγονός που διαφοροποιεί ποιοτικά το περιεχόμενο της “σχέσης εμπιστοσύνης” άρα και την έκταση των υποχρεώσεων και το βαθμό ευθύνης των πιστωτικών ιδρυμάτων έναντι των τελευταίων.

Το νομικό θεμέλιο της “σχέσης εμπιστοσύνης” εντοπίζεται στην αρχή της καλής πίστης⁶, η οποία διέπει όλα τα στάδια της συναλλακτικής σχέσης, προσυμβατικό, συμβατικό και μετασυμβατικό. Κατά το προσυμβατικό στάδιο η αρχή της καλής πίστης επιφορτίζει τη τράπεζα με τις υποχρεώσεις της πλήρους και σαφούς διαφώτισης σχετικά με το είδος της σύμβασης, της πλήρους και επαρκούς πληροφόρησης όλων των όρων και στοιχείων τα οποία, λαμβανομένα υπόψη, δύνανται να οδηγήσουν τον υποψήφιο πελάτη στη κατάρτιση οριστικής σύμβασης, αλλά και της λήψης όλων των αναγκαίων προστατευτικών μέτρων του προσώπου και της περιουσίας του.

⁵ Βλ. Σ. Ψυχομάνη, “Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων”, Σάκκουλας Θεσσαλονίκη, 1999, σελ. 79-84.

⁶ Ως καλή πίστη ορίζεται “ η ευθύτητα, ειλικρίνεια και η εντιμότητα που πρέπει να τηρούνται στις συναλλαγές και γενικότερα στη κοινωνική συμβίωση”, βλ. Δ. Παπαστερίου, “Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, σελ. 82-83.

Κατά το συμβατικό στάδιο η τράπεζα πέρα από τις υποχρεώσεις που απορρέουν από την εκάστοτε συμβατική σχέση, βαρύνεται με την γενική υποχρέωση προστασίας και διαφύλαξης των συμφερόντων των πελατών από οποιονδήποτε κίνδυνο δύναται να προκύψει κατά την εξέλιξη του συμβατικού δεσμού, η οποία εξειδικεύεται στην υποχρέωση παροχής συμβουλών, ενημέρωσης για οποιοδήποτε ζήτημα αφορά την σύμβαση, προειδοποίησης, ιδίως δε για οποιοδήποτε παράγοντα δύναται να μεταβάλλει ουσιώδεις όρους της σύμβασης και ενδεχομένως να βλάψει τα συμφέροντά του, ακρόασης του πελάτη και επίλυσης οποιασδήποτε απορίας του και διαφύλαξης των προσωπικών του δεδομένων. Κατά το μετασυμβατικό στάδιο κύρια υποχρέωση της τράπεζας είναι η τήρηση του τραπεζικού απορρήτου των πελατών. Η παραβίαση των ως άνω υποχρεώσεων εκ μέρους των τραπεζών σε οποιοδήποτε στάδιο της συναλλακτικής σχέσης γεννά ευθύνη προς αποζημίωση, ακόμα και προς ικανοποίηση της ηθικής βλάβης.⁷

Εν κατακλείδι, η θέση και ο ρόλος των τραπεζών ως χρηματοδοτικών οργανισμών και η ουσιαστική επίδραση που έχουν στην εξέλιξη και σταθερότητα της οικονομίας στο σύνολό της, τις καθιστούν εκ των πραγμάτων ισχυρότερες συναλλακτικά δίνοντας τους τη δυνατότητα άμεσης επέμβασης στην οικονομική σφαίρα προσώπων και επιχειρήσεων. Τούτο βέβαια συνεπάγεται αυξημένες υποχρεώσεις προστασίας των συμφερόντων των πελατών τους όπως επιτάσσει η “σχέση εμπιστοσύνης” και όπως αυτή εξειδικεύεται μέσω της αρχής της καλής πίστης.

⁷ Βλ. Σ. Ψυχομάνη, “ Εγχειρίδιο Τραπεζικού Δικαίου”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016, σελ. 114-116.

III. Θεσμικό πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων – Προσέγγιση υπό το πρίσμα δημιουργίας μιας ενιαίας ευρωπαϊκής τραπεζικής αγοράς

Το άνοιγμα των διεθνών αγορών που μεθοδεύτηκε από τις αρχές της δεκαετίας του 1970 και η επερχόμενη “απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος”⁸ έδωσε τεράστια ώθηση στην εξέλιξη του τραπεζικού συστήματος. Σταδιακά οι δραστηριότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων επεκτάθηκαν και στη παροχή άλλων υπηρεσιών, μεταξύ των οποίων και επενδυτικών, διανοίγοντας έτσι τον μέχρι πρότινος “στενό πυρήνα” του πεδίου δράσης τους ο οποίος συνίστατο κατά κύριο λόγο στην αποδοχή καταθέσεων και στη χορήγηση πιστώσεων.⁹

1. Η πορεία για τη δημιουργία της ενιαίας τραπεζικής αγοράς

Η κρατική παρέμβαση των προηγούμενων ετών, ιδιαίτερα έντονη στην Ελλάδα κατά τη περίοδο 1931-1992, περιόριζε σε σημαντικό βαθμό τις δραστηριότητες των πιστωτικών ιδρυμάτων, μη αφήνοντας έτσι το περιθώριο περαιτέρω οικονομικής τους ανάπτυξης, αρά ανάπτυξης και της ίδιας της οικονομίας στο σύνολό της, ενώ παράλληλα ερχόταν σε αντίθεση με θεμελιώδεις αρχές του ευρωπαϊκού οράματος για τη δημιουργία μιας ενιαίας εσωτερικής αγοράς και στο τομέα παροχής οικονομικών υπηρεσιών¹⁰

⁸ Ο όρος αποδίδει τον αγγλικό όρο “deregulation” με την έννοια της κατάργησης της άμεσης κρατικής ρυθμιστικής παρέμβασης στη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Βασικοί στόχοι της διαδικασίας “απελευθέρωσης” υπήρξαν η απαγκίστρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τον ιδιοκτησιακό έλεγχο του κράτους, η απελευθέρωση του εμπορίου χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών σε διεθνές επίπεδο και η κατάργηση διοικητικής φύσεως μέτρων καθορισμού των επιτοκίων από τη χορήγηση δανείων, βλ. ο.π. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου” σελ. 33-34.

⁹ Σύμφωνα με το άρθρο 3 παράγραφος 1 στοιχείο 3 του βασικού τραπεζικού νομοθετήματος 4261/2014 που ισχύει στη χώρα μας ο ορισμός του πιστωτικού ιδρύματος δίδεται στο σημείο 3 της παρ. 1 του άρθρου 4 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθμ. 575/2013 σύμφωνα το οποίο “ως «πιστωτικό ίδρυμα» νοείται η επιχείρηση της οποίας η δραστηριότητα συνίσταται στην αποδοχή από το κοινό καταθέσεων ή άλλων επιστρεπτέων κεφαλαίων και στη χορήγηση πιστώσεων για ίδιο λογαριασμό”. Για πρώτη φορά ο ορισμός αυτός συναντάται στην οδηγία 77/780/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 12ης Δεκεμβρίου 1977 “περί του συντονισμού των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων που αφορούν την ανάληψη και την άσκηση της δραστηριότητας πιστωτικού ιδρύματος”.

¹⁰ Βλ. ο.π. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου” σελ. 3-4.

Ήταν πλέον σαφές ότι η εγκαθίδρυση μιας ισχυρής οικονομικής και νομισματικής ένωσης μέσω της δημιουργίας μιας ενιαίας αγοράς στο τομέα της παροχής οικονομικών υπηρεσιών, στο τομέα δηλαδή όπου η τραπεζική δραστηριότητα κατέχει πρωτεύοντα ρόλο, προϋπέθετε, μεταξύ άλλων, τη σταδιακή εγκατάλειψη της έντονης και άμεσης κρατικής παρέμβασης που υφίστατο το τραπεζικό σύστημα κυρίως κατά τα μεταπολεμικά χρόνια αλλά και συνεργασία μεταξύ των κρατών για τη διαμόρφωση μιας ενοποιημένης και διευρυμένης ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς για την ελεύθερη και απρόσκοπτη κυκλοφορία των κεφαλαίων, την παροχή χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και την εν γένει οικονομική ανάπτυξη¹¹.

Η εγκαθίδρυση ενός ενιαίου οικονομικού χώρου βασισμένου στη δημιουργία μιας κοινής αγοράς, μέσω της οποίας θα επιτυγχάνονταν οι οικονομικοί και πολιτικοί στόχοι της ένωσης ήταν ένας από τους βασικούς σκοπούς της Συνθήκης της Ρώμης¹². Τούτο βέβαια προϋπέθετε τη λήψη όλων των αναγκαίων μέτρων και τη πρόβλεψη των αντίστοιχων ρυθμίσεων μέσω των οποίων θα εξασφαλιζόνταν η ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων, η ελεύθερη παροχή των οικείων υπηρεσιών καθώς και η ελεύθερη εγκατάσταση των επιχειρήσεων που θα τις παρείχαν¹³.

Σε ευρωπαϊκό λοιπόν επίπεδο και με γνώμονα τις αρχές που τέθηκαν από τη Συνθήκη της Ρώμης οι πρώτες επίσημες συζητήσεις, ειδικά προσανατολισμένες στη δημιουργία μιας ολοκληρωμένης και ενιαίας αγοράς κεφαλαίου, ξεκίνησαν το Νοέμβριο του 1966 στις Βρυξέλλες με την σύνταξη της έκθεσης Segre η οποία συνιστά κείμενο κομβικής σημασίας για την απελευθέρωση της κυκλοφορίας των κεφαλαίων¹⁴.

¹¹ Η σημασία διαμόρφωσης μιας ενιαίας και διευρυμένης κεφαλαιαγοράς και η εναρμόνιση των επιμέρους συστημάτων των κρατών της ευρωπαϊκής κοινότητας διαπιστώθηκε για πρώτη φορά το Νοέμβριο του 1966 από μία επιτροπή που συνεστήθη η οποία συνέταξε την έκθεση Segre, βλ. σχετική έκθεση στο <http://aei.pitt.edu/31823/>

¹² Η ιδέα για τη δημιουργία ενός κοινού ευρωπαϊκού μέλλοντος και ο στόχος εγκαθίδρυσης μιας κοινής αγοράς για την ελεύθερη κυκλοφορία προσώπων, αγαθών, υπηρεσιών και κεφαλαίων γεννήθηκε επίσημα και για πρώτη φορά με την υπογραφή της Συνθήκης της Ρώμης, γνωστή ως Συνθήκη ΕΟΚ, η οποία υπεγράφη την 25η Μαρτίου του 1957 μεταξύ της Γερμανίας, του Βελγίου, της Γαλλίας, της Ιταλίας, του Λουξεμβούργου και των Κάτω Χωρών.

¹³ Βλ. https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU_2.6.13.pdf

¹⁴ Επρόκειτο για Έκθεση μιας Επιτροπής εμπειρογνομόνων διορισμένων από την Επιτροπή της ΕΟΚ, υπό την προεδρία του Οικονομολόγου Claudio Segre – εξ ου και η ονομασία Έκθεση Segre –, ο οποίος είχε τη συνολική επίβλεψη της σύνταξής της, και στην αρμοδιότητα του οποίου ανήκε εν γένει η Γενική Διεύθυνση Οικονομικών και οι Οικονομικές υποθέσεις της Επιτροπής της ΕΟΚ.

Ακολούθησε στη συνέχεια η έκδοση της Πρώτης Οδηγίας 77/780/ΕΟΚ¹⁵ του Συμβουλίου στις 12.12.1977 για τη δημιουργία μια κοινής αγοράς πιστωτικών ιδρυμάτων με αντίστοιχα μέτρα συντονισμού για την επίτευξη του στόχου αυτού. Κείμενο υψίστης σημασίας το οποίο συνέβαλλε καθοριστικά στην παραγωγή νομοθεσίας ευρέος φάσματος και στο κομμάτι της δημιουργίας της ενιαίας τραπεζικής αγοράς αποτέλεσε η “Λευκή Βίβλος” της 14ης Ιουνίου του έτους 1985 της Επιτροπής των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων “για την ολοκλήρωση της εσωτερικής αγοράς”¹⁶. Η αμοιβαία αναγνώριση, η ελάχιστη εναρμόνιση και ο έλεγχος από το κράτος προέλευσης αποτελούν βασικό τρίπτυχο της βίβλου. Τη “Λευκή Βίβλο” ακολούθησε λίγο αργότερα η έκδοση της Δεύτερης Οδηγίας 89/646/ΕΟΚ¹⁷ του Συμβουλίου στις 15.12.1989 η οποία αντικατέστησε την Πρώτη 77/780/ΕΟΚ αποτελώντας βασικό μέσο για την εγκαθίδρυση της εσωτερικής αγοράς όπως τούτο αναφέρεται στο προοίμιο αυτής και η οποία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το νόμο 2076/1992¹⁸. Οι πρωτοβουλίες αυτές αποτελούν το βασικό κορμό του εγχειρήματος που ξεκίνησε από το 1966 για τη δημιουργία μιας ενιαίας αγοράς κεφαλαίου και δη μιας ενιαίας τραπεζικής αγοράς προετοιμάζοντας το έδαφος για την διασύνδεση των χρηματοπιστωτικών συστημάτων μεταξύ των κρατών, για αυτό δηλαδή που αποκαλούμε χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση¹⁹.

¹⁵ Βλ. κείμενο Οδηγίας στο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX%3A31977L0780>

¹⁶ Βλ. σχετικό κείμενο στο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51985DC0310&from=EL>

¹⁷ Βλ. κείμενο Οδηγίας στο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0646>

¹⁸ Στην ελληνική έννομη τάξη το βασικό τραπεζικό νομοθέτημα το οποίο εναρμόνισε την νομοθεσία μας με τις οδηγίες 77/780/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 12ης Δεκεμβρίου 1977 και 89/646/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 15ης Δεκεμβρίου 1989 υπήρξε ο νόμος 2076/1992 (ο οποίος καταργήθηκε με το άρθρο 92 παρ. 1 Ν.3601/2007, ΦΕΚ Α 178/01.08.2007).

¹⁹ Βλ. Γ. Τριανταφυλλάκη, “ Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2009, σελ.323.

Η σταδιακή εγκαθίδρυση της “ενιαίας τραπεζικής” (universal banking)²⁰ λοιπόν η οποία επετεύχθη με σταθερά βήματα μέσα από την ενδελεχή και εμπειριστατωμένη επιστημονική συζήτηση και μέσω της υιοθέτησης μιας σειράς ευρωπαϊκών οδηγιών, οι οποίες έγιναν μέρος των νομοθεσιών των κρατών μελών της ένωσης, όπως προκύπτει από τα ανωτέρω αναφερθέντα, έπαιξε καταλυτικό ρόλο στην εξέλιξη και τον εκσυγχρονισμό του τραπεζικού συστήματος. Στο πλαίσιο ενός περιβάλλοντος πιο ελεύθερου, συνεργατικού και ανταγωνιστικού, απομακρυσμένου από τις έντονες κρατικές παρεμβάσεις και τους φραγμούς που αυτές έθεταν στην ανάπτυξη της οικονομικής δραστηριότητας, δόθηκε το έναυσμα διεύρυνσης του φάσματος των υπηρεσιών των πιστωτικών ιδρυμάτων, πέραν των παραδοσιακών και στο τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών.

Στο σημείο αυτό, πριν την ανάλυση του θεσμικού πλαισίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, θα προηγηθεί εν συντομία μια εννοιολογική προσέγγιση και ανάλυση βασικών όρων της παρούσας θεματικής.

2. Εννοιολογικοί προσδιορισμοί

α) Έννοια επένδυσης

Με τον όρο επένδυση αποκαλούμε την “*τοποθέτηση οικονομικών πλεονασμάτων φυσικών ή νομικών προσώπων σε κινητές αξίες και γενικά σε χρηματοοικονομικά προϊόντα*”²¹. Σύμφωνα με άλλο ορισμό στην έννοια της επένδυσης εντάσσεται “*κάθε υπηρεσία που σχετίζεται με χρηματιστηριακές πράξεις ή με κινητές αξίες που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου*”²².

Σε κάθε οικονομικό σύστημα οι πλεονασματικές οικονομικές μονάδες (θετικοί αποταμιευτές²³) έχουν συχνά συμφέρον όχι στη διατήρηση του πλεονάσματος που δημιουργείται από την δραστηριότητά τους αλλά στην τοποθέτησή τους σε προϊόντα της χρηματαγοράς με σκοπό την δημιουργία μακροπρόθεσμα ή μεσοπρόθεσμα περαιτέρω πλεονάσματος. Στη διάθεση με άλλα λόγια των πλεοναζόντων χρηματικών τους πόρων για τη δημιουργία επιπλέον κέρδους.

²⁰ Βλ. ο.π. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου” σελ. 4.

²¹ Βλ. Μ. Κόρδη – Αντωνοπούλου, “Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων”, 2^η έκδοση, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012, σελ.15.

²² Βλ. Σπύρο Δ. Ρεπούση, “Τραπεζικές Υπηρεσίες”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2005, σελ.103-104.

²³ Για την έννοια του όρου βλ. ο.π Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου” σελ. 23-27.

Στην έννοια της επένδυσης δεν εμπεριέχεται μονάχα η αρχική “τοποθέτηση” αλλά και η διαρκής παρακολούθηση της λειτουργίας της αγοράς, η συνεχής πληροφόρηση των συνθηκών που επικρατούν κάθε φορά, η ικανότητα εκ μέρους του επενδυτή λήψης της κατάλληλης απόφασης σε σχέση με τη “τοποθέτησή” του, ανάλογα πάντοτε με τις εκάστοτε συγκυρίες και τους υπάρχοντες κινδύνους. Όλα αυτά προφανώς επηρεάζουν την απόδοση της “τοποθέτησης”, το μέγεθος δηλαδή του επιπλέον πλεονάσματος που σκοπεύεται να επιτευχθεί μέσω της επένδυσης.

β) Επενδυτικές υπηρεσίες (κατηγοριοποίηση)

Η πρώτη προσπάθεια κατηγοριοποίησης των επενδυτικών υπηρεσιών επιχειρήθηκε δυνάμει της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου 1993, γνωστή ως “ISD” η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη δυνάμει του νόμου 2396/1996. Ο κατάλογος αυτός όπως παρατίθεται στο τμήμα Α και Γ της Οδηγίας εμπλουτίστηκε στη συνέχεια δυνάμει της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004, γνωστή ως MiFID I, η οποία κατήργησε την πρώτη και ενσωματώθηκε στην εγχώρια έννομη τάξη δυνάμει του νόμου 3606/2007 ο οποίος κατήργησε με τη σειρά του τον προηγούμενο υπ' αριθμόν 2396/1996. Στη συνέχεια ακολούθησε η Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου του 2014, γνωστή ως MiFID II²⁴, η οποία κατήργησε την Οδηγία 2004/39/ΕΚ και ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη δυνάμει του νόμου 4514/2018 ο οποίος με τη σειρά του κατήργησε τον ως άνω 3606/2007 και εξακολουθεί να ισχύει μέχρι και σήμερα. Σύμφωνα λοιπόν με το παράρτημα Ι τμήμα Α και Β του άρθρου 128 του νόμου 4514/2018 όπως τούτο έχει σταδιακά διαμορφωθεί βάσει των ανωτέρω νομοθετημάτων οι επενδυτικές υπηρεσίες διακρίνονται σε κύριες και παρεπόμενες. Στις κύριες, σύμφωνα με το τμήμα Α του παραρτήματος ανήκουν επιγραμματικά οι εξής: 1) η λήψη και η διαβίβαση εντολών σχετικών με ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα ²⁵,

²⁴ Σημειώνεται ότι ο κατάλογος επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων όπως εμπλουτίστηκε δυνάμει της με αριθμό 2004/39/ΕΚ Οδηγίας του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004 εμπεριέχεται αυτούσιος στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου του 2014 με μοναδική προσθήκη τη λειτουργία Μηχανισμού Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης (ΜΟΔ).

²⁵ Για τις κατηγορίες των χρηματοπιστωτικών μέσων βλ. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι ΤΜΗΜΑ Γ του Ν. 4514/2018.

2) εκτέλεση εντολών για λογαριασμών των πελατών, 3) διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό, 4) η διαχείριση χαρτοφυλακίου, 5) επενδυτικές συμβουλές, 6) αναδοχή χρηματοπιστωτικών μέσων ή τοποθέτησή τους με δέσμευση ανάληψης, 7) τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης, 8) λειτουργία Π.Μ.Δ και 9) λειτουργία Μ.Ο.Δ, ενώ στις παρεπόμενες σύμφωνα με το τμήμα Β του παραρτήματος ανήκουν επιγραμματικά οι εξής: 1) φύλαξη και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών στην οποία συμπεριλαμβάνεται και η θεματοφύλαξη και συναφείς υπηρεσίες, 2) παροχή πιστώσεων ή δανείων σε επενδυτές για διενέργεια συναλλαγών σε ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία μεσολαβεί η επιχείρηση που παρέχει την πίστωση ή το δάνειο, 3) παροχή συμβουλών σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου, την κλαδική στρατηγική και συναφή θέματα, καθώς και συμβουλών και υπηρεσιών σχετικά με συγχωνεύσεις και εξαγορές επιχειρήσεων, 4) υπηρεσίες ξένου συναλλάγματος εφόσον συνδέονται με την παροχή επενδυτικών συμβουλών, 5) έρευνα στο τομέα των επενδύσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση, 6) υπηρεσίες αναδοχής και 7) επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες και παρεπόμενες υπηρεσίες του τμήματος Α και Β του άρθρου 128 του ως άνω νόμου σχετικά με τα υποκείμενα μέσα των παραγώγων που περιλαμβάνονται στις περιπτώσεις 5, 6, 7 και 10 του τμήματος Γ του άρθρου 128 εφόσον σχετίζονται με την παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών.

γ) Κατηγορίες Επενδυτών

Ο επενδυτής ως αποδέκτης επενδυτικών υπηρεσιών, θεωρείται το πρόσωπο το οποίο δραστηριοποιείται στο χώρο της χρηματαγοράς, κυρίως δε της δευτερογενούς κεφαλαιαγοράς²⁶, πραγματοποιώντας συναλλαγές που έχουν ως αντικείμενο την αγορά χρηματοπιστωτικών προϊόντων και επηρεάζοντας με τη συμπεριφορά του και τις επενδυτικές του επιλογές τη λειτουργία του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του²⁷.

²⁶ Τόσο η χρηματαγορά όσο και η κεφαλαιαγορά αποτελούν μέρη της λεγόμενης χρηματοπιστωτικής αγοράς. Η διαφορά τους έγκειται μεταξύ άλλων στον χρονικό ορίζοντα της χρηματοδότησης και κατ' επέκταση στον επιδιωκόμενο σκοπό. Κύριος στόχος της χρηματαγοράς είναι η “βραχυπρόθεσμη” χρηματοδότηση, ενώ της κεφαλαιαγοράς η “μακροπρόθεσμη” χρηματοδότηση.

²⁷ Βλ. ο.π. Μ. Κόρδη – Αντωνοπούλου, “Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων” σελ.16.

Επίσης επενδυτής κατά το δίκαιο της κεφαλαιαγοράς λογίζεται αυτός ο οποίος διαθέτει τα περιουσιακά του στοιχεία σε μια Ε.Π.Ε.Υ με σκοπό τη διαχείρισή τους²⁸, εμπιστευόμενος ότι αυτή θα γίνει προς το συμφέρον του, σύμφωνα με τις επιδιώξεις του και τα προσδοκώμενα οφέλη και φυσικά βασιζόμενος στις ειδικές γνώσεις και στην εμπειρία που η τελευταία διαθέτει στο τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών.

Οι πρώτες αναφορές για την ένταξη των επενδυτών σε κατηγορίες απαντώνται σε ευρωπαϊκό επίπεδο ήδη από το 1993 με την έκδοση της Οδηγίας 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου. Αναφέρεται στο προοίμιο αυτής ότι ένας από τους τεθέντες στόχους είναι η προστασία των επενδυτών για την επίτευξη της οποίας κρίνεται αναγκαίο να ληφθούν υπόψη οι επιμέρους κατηγορίες επενδυτών και ο βαθμός της επαγγελματικής τους εμπειρίας. Αναγνωρίζεται δηλαδή ότι απαραίτητη προϋπόθεση για την κατοχύρωση ενός κατά το δυνατόν υψηλότερου επιπέδου προστασίας των επενδυτών συνιστά η κατηγοριοποίησή τους και η λήψη εκείνων των αναγκαίων και κατάλληλων κάθε φορά μέτρων τα οποία θα προσιδιάζουν στη κάθε επιμέρους κατηγορία. Η βασική αρχή λοιπόν η οποία καθιερώθηκε με την ως άνω Οδηγία αναγνωρίζει ότι αφενός μεν όλοι οι επενδυτές δεν διαθέτουν τα ίδια χαρακτηριστικά ούτε έχουν τις ίδιες ανάγκες αφετέρου δε ότι υπάρχουν επενδυτές οι οποίοι χρήζουν αυξημένης προστασίας σε σχέση με άλλους λόγω ακριβώς της μειωμένης ή και ανύπαρκτης επαγγελματικής τους εμπειρίας στο χώρο των επενδύσεων. Βέβαια η ως άνω Οδηγία δεν προχώρησε περαιτέρω στην εξειδίκευση των κριτηρίων για την κατηγοριοποίηση των επενδυτών παρά το άφησε στη διακριτική ευχέρεια των κρατών μελών γεγονός που είχε ως αποτέλεσμα ορισμένα κράτη να μην προχωρούν στη πράξη σε κανέναν διαχωρισμό, αντιμετωπίζοντας έτσι όλους του επενδυτές με τον ίδιο τρόπο²⁹, ενώ σε άλλες περιπτώσεις διαπιστώθηκαν σημαντικές διαφοροποιήσεις και αποκλίσεις στην εφαρμογή της σχετικής διάταξης μεταξύ των κρατών. Σε ορισμένες χώρες λόγου χάρη κριτήριο για τη κατηγοριοποίηση των επενδυτών συνιστούσε το είδος του επενδυτικού προϊόντος³⁰.

²⁸ Βλ. Ε. Αλεξανδρίδου, “Η προστασία του μικροεπενδυτή με βάση τις διατάξεις του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς”, Αρμενόπουλος, τεύχος 2/2021, σελ. 187-202.

²⁹ Βλ. ο.π. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, σελ. 674.

³⁰ Βλ. Βασίλη Δ. Τουντόπουλο, “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015, σελ. 76.

Τούτο βέβαια σήμαινε διαφοροποιημένο βαθμό προστασίας της ίδιας επενδυτικής κατηγορίας μεταξύ των κρατών μελών και διαφορετικές απαιτήσεις έναντι των επιχειρήσεων επενδύσεων από κράτος σε κράτος. Το ίδιο σαφώς ίσχυε και σε εθνικό επίπεδο βάσει του νόμου 2396/1996 ο οποίος ενσωμάτωσε την ως άνω Οδηγία στην ελληνική έννομη τάξη. Σύμφωνα με τη παράγραφο 1 του άρθρου 7 του νόμου τα κριτήρια που λαμβάνονται υπόψη είναι η *“επαρκής ή μη γνώση του αντικειμένου των επενδυτικών υπηρεσιών λόγω επαγγελματικής ιδιότητας του προσώπου στο οποίο παρέχεται η επενδυτική υπηρεσία, κύρια ή παρεπόμενη”*.

Το ζήτημα αυτό αντιμετώπισε στη πορεία η Οδηγία 2004/39/EK του Συμβουλίου της 21ης Απριλίου 2004, γνωστή ως MiFID I, η οποία κατήργησε την 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου, έθεσε συγκεκριμένα και αντικειμενικά κριτήρια για τη κατηγοριοποίηση των επενδυτών και διαμόρφωσε για πρώτη φορά τις κατηγορίες που αναφέρονται αμέσως παρακάτω, αναγνωρίζοντας παράλληλα την ανάγκη διαφοροποιημένης προστασίας αναλόγως της ιδιαιτερότητας της κάθε κατηγορίας. Το ίδιο πρότυπο σαφώς ακολούθησε και ο νόμος 3606/2007 ο οποίος την ενσωμάτωσε στην εγχώρια έννομη τάξη και το οποίο εξακολουθεί να ισχύει μέχρι και σήμερα βάσει της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ του Συμβουλίου της 15ης Μαΐου του 2014, γνωστή ως MiFID II, η οποία κατήργησε την Οδηγία 2004/39/EK και ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη δυνάμει του νόμου 4514/2018 (ο οποίος με τη σειρά του κατήργησε τον ως άνω 3606/2007).

Βάσει λοιπόν όλων των ανωτέρω οι επενδυτές ή αλλιώς πελάτες όπως ο όρος αυτός χρησιμοποιείται στις οδηγίες που αναφέρθηκαν παραπάνω χωρίζονται σε 1) επαγγελματίες, 2) ιδιώτες, 3) επενδυτές που μπορεί να αντιμετωπίζονται ως επαγγελματίες μετά από αίτησή τους και 4) σε επιλέξιμους.

Ως επαγγελματίες επενδυτές – πελάτες αντιμετωπίζονται αυτοί οι οποίοι πληρούν τα κριτήρια που καθορίζονται στο παράρτημα II τμήμα I του νόμου 4514/2018. Επρόκειτο για επενδυτές οι οποίοι διαθέτουν μεγάλη εμπειρία, ειδικές γνώσεις και εξειδίκευση ώστε να λαμβάνουν τις κατάλληλες και ανάλογες με τους επιδιωκόμενους στόχους τους επενδυτικές αποφάσεις, αξιολογώντας και συνεκτιμώντας τους συνδεδεμένους με αυτές κινδύνους. Η ένταξη ενός επενδυτή σε αυτή τη κατηγορία όπως τούτο προκύπτει από τα κριτήρια που προβλέπονται στο νόμο εξαρτάται είτε από το μέγεθος της δραστηριότητάς του είτε από τη φύση της. Λόγω ακριβώς αυτών των χαρακτηριστικών η κατηγορία αυτή τυγχάνει της αυστηρότερης αντιμετώπισης σε σχέση με τους μη επαγγελματίες, προβλεπομένης όμως στο νόμο της δυνατότητας παροχής υψηλότερου επιπέδου προστασίας στη περίπτωση αδυναμίας εκτίμησης ή διαχείρισης των κινδύνων

και εφόσον συναφθεί γραπτή προς τούτο συμφωνία με την Ε.Π.Ε.Υ.

Ιδιώτες επενδυτές – πελάτες σύμφωνα με τον ορισμό που διατυπώνεται στην οδηγία 2004/39 θεωρείται κάθε πρόσωπο που δεν είναι επαγγελματίας. Άρα εξ αντιδιαστολής συνάγεται σε σχέση με όσα ειπώθηκαν παραπάνω για τους επαγγελματίες ότι αυτό που χαρακτηρίζει του ιδιώτες είναι η έλλειψη ή ύπαρξη περιορισμένης εμπειρίας και εξειδικευμένων γνώσεων κατά τις συναλλαγές που έχουν ως αντικείμενο χρηματοπιστωτικά μέσα (όπως αυτά προσδιορίζονται στο τμήμα Γ του παραρτήματος Ι του νόμου 4514/2018). Η έλλειψη εμπειρίας και ειδικών γνώσεων συναντάται σε όλο το φάσμα του επενδυτικού εγχειρήματος, τόσο δηλαδή κατά το στάδιο λήψης μιας επενδυτικής απόφασης όσο και κατά τη παρακολούθηση της επένδυσης και φυσικά επηρεάζει και την ικανότητα εκτίμησης και αξιολόγησης των κινδύνων που συνδέονται με αυτή. Για αυτό άλλωστε απολαμβάνουν το υψηλότερο επίπεδο προστασίας. Αξίζει δε σημειωθεί ότι η διαφοροποίηση των ιδιωτών από τους επαγγελματίες δεν σχετίζεται με τον επιδιωκόμενο σκοπό καθώς αμφότεροι αποβλέπουν στην επίτευξη του μέγιστου κατά το δυνατόν κέρδους, αλλά στα μέσα τα οποία μετέρχονται για να τον πραγματώσουν³¹.

Στη τρίτη κατηγορία ανήκουν επενδυτές – πελάτες οι οποίοι χωρίς να πληρούν τα κριτήρια που αναφέρθηκαν προηγουμένως για την ένταξή τους στη πρώτη κατηγορία, δύνανται να υπαχθούν σε αυτή εφόσον τηρηθούν οι προβλεπόμενες προϋποθέσεις και οι αντίστοιχες διαδικασίες. Στην ουσία επρόκειτο για επενδυτές οι οποίοι χωρίς να εξισώνονται ως προς το επίπεδο γνώσεων και το βαθμό εμπειρίας με τους επαγγελματίες, παραιτούνται εν μέρει από την ιδιαίτερη προστασία που παρέχουν οι κανόνες συμπεριφοράς που επιβάλλονται στις Ε.Π.Ε.Υ.

Τέλος, ως επιλέξιμοι επενδυτές αντιμετωπίζονται αυτοί οι οποίοι λόγω ακριβώς της μεγάλης οικονομικής τους ισχύος είναι σε θέση να φέρουν οποιονδήποτε κίνδυνο σχετίζεται με την επένδυση³².

³¹ Βλ. ο.π. Μ. Κορδή – Αντωνοπούλου, “Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων” σελ 16.

³² Β. Β. Τουντόπουλο, “ Δίκαιο κεφαλαιαγοράς”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015, σελ. 79.

Επρόκειτο στην ουσία για επαγγελματίες πελάτες οι οποίοι σύμφωνα με τη παράγραφο 2 του Ν. 4514/2018 μπορεί να είναι Α.Ε.Π.Ε.Υ., πιστωτικά ιδρύματα, οι ασφαλιστικές εταιρείες, οι Ο.Σ.Ε.Κ.Α και οι εταιρείες διαχείρισής τους, ταμεία συντάξεων και οι εταιρείες διαχείρισής τους, άλλοι οργανισμοί του χρηματοπιστωτικού τομέα που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας, οι εθνικές κυβερνήσεις και οι αντίστοιχες υπηρεσίες τους, συμπεριλαμβανομένων των δημόσιων φορέων που διαχειρίζονται το δημόσιο χρέος σε εθνικό επίπεδο, οι κεντρικές τράπεζες και οι υπερεθνικοί οργανισμοί. Απαραίτητη βέβαια προϋπόθεση για να αντιμετωπιστεί ένας επενδυτής ως επιλέξιμος είναι η ρητή εκ μέρους του επιβεβαίωση (παράγραφος 4 άρθρου 30 Ν.4514/2018).

δ) Φορείς (πάροχοι) Επενδυτικών υπηρεσιών

Επενδυτικές υπηρεσίες σύμφωνα με το άρθρο 4 παράγραφος 1α-1β του νόμου 4514/2018 δύναται να παρέχει κάθε νομικό πρόσωπο συνήθως, κατ' επάγγελμα επιχειρηματική δραστηριότητα του οποίου είναι η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε τρίτους ή και η διενέργεια επενδυτικών δραστηριοτήτων σε επαγγελματική βάση. Πλην λοιπόν των επιχειρήσεων που ασκούν τέτοιου είδους δραστηριότητες των λεγόμενων δηλαδή Ε.Π.Ε.Υ, επενδυτικές δραστηριότητες στη χώρα μας επιτρέπονται μόνο στις Α.Ε.Π.Ε.Υ, στις Ε.Π.Ε.Υ δηλαδή οι οποίες συστήνονται υπό τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και έχουν λάβει τη σχετική άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και στα πιστωτικά ιδρύματα, σύμφωνα με το άρθρο 11 παρ.1 περ. ιστ' του νόμου 4261/2014, στις Α.Ε.Ε.Δ και στις Α.Ε.Δ.Α.Κ, σύμφωνα με τις εκάστοτε διακρίσεις που προβλέπει η κείμενη νομοθεσία και η άδεια λειτουργίας τους³³.

³³ Βλ. Χρ. Γκόρτσο, Π. Σταϊκούρα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς”, Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, 2009, σελ.68.

3. Θεσμικό πλαίσιο

Η δυναμική πλέον παρουσία των πιστωτικών ιδρυμάτων στο χώρο της κεφαλαιαγοράς και η παροχή εκ μέρους τους επενδυτικών υπηρεσιών καθιστά επιτακτική την ανάγκη θεσμοθέτησης ενός ελάχιστου και αναγκαίου πλαισίου το οποίο θα ρυθμίζει όλα τα επιμέρους ζητήματα από την παροχή τέτοιου είδους υπηρεσιών. Χρονολογικά λοιπόν, τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε εθνικό επίπεδο οι κύριες νομοθετικές πρωτοβουλίες που ελήφθησαν για τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και οι οποίες καταλαμβάνουν τη παροχή τέτοιου είδους υπηρεσιών και εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων είναι οι εξής:

Πρώτη θεσμική πρωτοβουλία σε κοινοτικό επίπεδο, κύριο μέσο υλοποίησης της εσωτερικής αγοράς, η οποία καθιέρωσε για τα πιστωτικά ιδρύματα το πρότυπο της “τραπεζικής πολλαπλών συναλλαγών” (universal banking), βάσει του οποίου επιτράπηκε σε αυτά άμεσα η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε οποιαδήποτε κράτος μέλος χωρίς να θεωρείται ως προαπαιτούμενο η ίδρυση θυγατρικής³⁴, έθεσε τις βάσεις για την ελεύθερη εγκατάσταση των Ε.Π.Ε.Υ σε οποιοδήποτε κράτος μέλος και την ελεύθερη παροχή εκ μέρους τους επενδυτικών υπηρεσιών σε όλη την κοινότητα και η οποία έδωσε γενικότερα το έναυσμα για τη δημιουργία μιας οργανωμένης αγοράς³⁵ χρηματοπιστωτικών τίτλων, αποτέλεσε η Οδηγία 93/22/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 10ης Μαΐου 1993 σχετικά με τις επενδυτικές υπηρεσίες στο τομέα των κινητών αξιών, γνωστής και ως I.S.D.

³⁴ Βλ. ο.π. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρούλεα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, σελ. 3-4.

³⁵ Η έννοια της οργανωμένης αγοράς εισήχθη το πρώτον με την I.S.D η οποία οριοθετεί την έννοια της και προσδιορίζει τα λειτουργικά της γνωρίσματα στο άρθρο 1 παρ. 13 (της I.S.D).

Με την Οδηγία αυτή συστηματοποιήθηκαν για πρώτη φορά οι κατηγορίες των επενδυτικών υπηρεσιών καθώς και το αντικείμενο που αυτές καταλάμβαναν, οριοθετήθηκε μεταξύ άλλων ή έννοια της επιχείρησης επενδύσεων ενώ θεμελιώθηκαν βασικές αρχές όπως αυτές της ελάχιστης και αναγκαίας εναρμόνισης εκ μέρους των κρατών μελών ως προς τις ρυθμίσεις που η I.S.D θέτει σχετικά με τις προϋποθέσεις παροχής των σχετικών αδειών για τη λειτουργία των επιχειρήσεων επενδύσεων, της αμοιβαίας αναγνώρισης των αδειών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μεταξύ των κρατών μελών (αρχή της ενιαίας άδειας), της άσκησης προληπτικής εποπτείας των επιχειρήσεων εκ μέρους των αρχών του κράτους μέλους καταγωγής της εκάστοτε επιχείρησης (αρχή της ενιαίας εποπτείας) καθώς επίσης και της προστασίας των επενδυτών ως αρχής άμεσα συνυφασμένης με τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του. Ιδιαίτερης μνείας χρήζει το γεγονός ότι με την ως άνω Οδηγία θεσμοθετήθηκαν για πρώτη φορά κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς των Ε.Π.Ε.Υ, καταλαμβάνοντας φυσικά και τη δράση των πιστωτικών ιδρυμάτων, με νομικά δεσμευτική ισχύ τόσο κατά τη παροχή των πάσης φύσεως υπηρεσιών τους προς τους πελάτες – επενδυτές (βλ. Άρθρο 11 της Οδηγίας), όσο και κατά τη διάρθρωση της οργανωτικής τους δομής (βλ. Άρθρο 10 της Οδηγίας) αλλά και κατά τη προώθηση και διαφήμιση των υπηρεσιών τους (βλ. Άρθρο 13 της Οδηγίας). Στην εγχώρια έννομη τάξη η I.S.D ενσωματώθηκε δυνάμει του Ν.2396/1996, ο οποίος έπαιξε καθοριστικό ρόλο στη διεύρυνση του χρηματιστηριακού δικαίου στην Ελλάδα και στη μετεξέλιξή του στο σύγχρονο δίκαιο της κεφαλαιαγοράς όπως αυτό διαμορφώθηκε σύμφωνα με τα πρότυπα της κοινοτικής νομοθεσίας³⁶. Δυνάμει του νόμου αυτού εισάγονται για πρώτη φορά στην Ελλάδα βασικές έννοιες όπως επενδυτικές υπηρεσίες, χρηματοπιστωτικά μέσα, Ε.Π.Ε.Υ, οργανωμένες αγορές.

Ένα χρόνο αργότερα κυρώνεται στην Ελλάδα δυνάμει της υπ' αριθμόν 122/1997 Υπουργικής Απόφασης (ΥΑ 12263/Β – 500ΦΕΚ Β 340 1997) ο Κώδικας Δεοντολογίας των Ε.Π.Ε.Υ σύμφωνα με την οικεία πρόβλεψη του άρθρου 7 παρ.1 του Ν.2396/1996, ο οποίος περιέχει βασικές αρχές δεοντολογίας και συμπεριφοράς των Ε.Π.Ε.Υ κατά την παροχή των υπηρεσιών τους με σκοπό τη καλή και εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, τη προστασία των επενδυτών, τη προστασία και διαφάνεια των συναλλαγών, την ορθή πληροφόρηση και την εξασφάλιση και διατήρηση του υγιούς ανταγωνισμού μεταξύ των συμμετεχόντων.

³⁶ Βλ. Δ. Αυγητίδη, “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, σελ. 9-10.

Θα έλεγε κανείς ότι επρόκειτο για ένα εγχείρημα συγκεκριμενοποίησης και εξειδίκευσης της αρχής της καλής πίστης κατ' άρθρο 288 ΑΚ στο τομέα παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ο κώδικας αυτός εξακολούθησε να ισχύει μέχρι και το 2007 ότε και καταργήθηκε σύμφωνα με τη πρόβλεψη του άρθρου 85 παρ.3 του Ν.3606/2007. Την ίδια χρονιά και συγκεκριμένα την 12η Μαρτίου του 1997 ψηφίστηκε από την Γ.Σ της ένωσης ελληνικών τραπεζών ο Κώδικας Τραπεζικής Δεοντολογίας, ως προϊόν μιας διατραπεζικής συνεργασίας, δυνάμει του οποίου καθορίζονταν κανόνες δεοντολογίας στις σχέσεις μεταξύ πελατών και πιστωτικών ιδρυμάτων, μεταξύ άλλων και στο τομέα των επενδυτικών υπηρεσιών, σύμφωνα με τις παραγράφους 59-62 του δεύτερου κεφαλαίου του κώδικα. Στην ουσία ο Κώδικας προέβλεπε πρότυπα καλής τραπεζικής προς εξυπηρέτηση της διαφάνειας των συναλλαγών, της ενίσχυσης της σχέσης εμπιστοσύνης των πελατών προς τα πιστωτικά ιδρύματα και της προστασίας του υγιούς ανταγωνισμού. Από νομικής απόψεως οι κανόνες του Κώδικα κινούνται περισσότερο στο χώρο του ηπίου δικαίου (soft law), δίχως να γεννούν αυτοδικαίως συμβατικές δεσμεύσεις και ανάλογες υποχρεώσεις μεταξύ των μερών, παρά μόνο στη περίπτωση που σε ατομική σύμβαση μεταξύ πελάτη και τράπεζας γίνεται ευθεία αναφορά στους κανόνες αυτούς οπότε τότε θα μπορούσε να πει κανείς ότι ισχύουν ως γενικοί όροι συναλλαγών³⁷.

Λίγα χρόνια αργότερα σε ευρωπαϊκό πάλι επίπεδο, και συγκεκριμένα την 21η Απριλίου 2004, εκδίδεται η Οδηγία 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστής ως MiFID, η οποία αντικατέστησε την I.S.D, αποτελώντας στην ουσία μια μετεξέλιξη της τελευταίας. Στο διάστημα που μεσολάβησε μεταξύ της I.S.D και της MiFID σημειώθηκαν ουσιώδεις και καθοριστικής σημασίας αλλαγές στο χώρο της κεφαλαιαγοράς οι οποίες ήταν αδύνατο να αφήσουν ανεπηρέαστο τον Ευρωπαϊκό νομοθέτη. Όπως επισημαίνεται και στο προοίμιο της MiFID, τη περίοδο πριν την εκδήλωση της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008, παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση του αριθμού των ενεργών επενδυτών η οποία συνοδεύτηκε και από διεύρυνση του φάσματος των διαθέσιμων επενδυτικών υπηρεσιών.

³⁷ Βλ. Σ. Ψυχομάνη, “Τραπεζικό Δίκαιο”, Σάκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2η έκδοση, 2016, σελ.7.

Το έδαφος που δημιούργησε η απελευθέρωση των διεθνών αγορών, ιδιαίτερα ευνοϊκό για τη ευκολότερη κίνηση των κεφαλαίων σε συνδυασμό με τις ραγδαίες τεχνολογικές εξελίξεις και τις διαρκώς αυξανόμενες και υψηλές προσδοκίες του επενδυτικού κοινού οδήγησαν στην ανάπτυξη όχι μόνο ποικίλων αλλά και σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων γεγονός που με τη σειρά του επηρέασε όπως ήταν φυσικό τα χαρακτηριστικά του κινδύνου που ενέχει κάθε επενδυτική απόφαση. Τα σύνθετα αυτά μοντέλα να μην υπόσχονταν ιδιαίτερα ελκυστικές και υψηλές αποδόσεις, υπέκρυπταν όμως και χαρακτηριστικά ενός ριψοκίνδυνου στοιχήματος³⁸. Τα νέα δεδομένα λοιπόν, αποκαλύπτοντας την αναποτελεσματικότητα της I.S.D, κατέστησαν αναγκαία τη διαμόρφωση ενός εκσυγχρονισμένου θεσμικού πλαισίου ικανού να καλύψει τις αδυναμίες του προηγούμενου καθεστώτος. Το έδαφος για την αντικατάσταση της I.S.D άρχισε να προετοιμάζεται σταδιακά ήδη από τα τέλη του έτους 2000. Με σχετικές ανακοινώσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, αυτή της 14ης Νοεμβρίου του 2000 για την “Εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας του άρθρου 11 της I.S.D”, και της 15ης Νοεμβρίου του 2000 για την “Αναθεώρηση της I.S.D” τονίστηκαν αφενός μεν, με την πρώτη, οι αδυναμίες της I.S.D μεταξύ άλλων ως προς την αβεβαιότητα επιτυχούς εφαρμογής στη πράξη του άρθρου 11 της I.S.D και της περιορισμένου βαθμού σύγκλισης των νομοθεσιών μεταξύ των κρατών στην εφαρμογή των κανόνων δεοντολογίας η οποία συνέχεται άμεσα με τον ανεπαρκή και ασαφή προσδιορισμό των κριτηρίων ένταξης των πελατών σε επαγγελματίες και ιδιώτες και άρα με διαφορετικές μεταξύ των κρατών απαιτήσεις επιχειρηματικής συμπεριφοράς³⁹, αφετέρου δε, με τη δεύτερη, η ανάγκη εκσυγχρονισμού του θεσμικού πλαισίου της I.S.D προκειμένου το νέο νομοθετικό καθεστώς να ανταποκρίνεται στις προκλήσεις του νέου περιβάλλοντος⁴⁰.

³⁸ Βλ. Α. Καραγκουνίδη, “Ζητήματα αστικής ευθύνης τραπεζών και ΕΠΕΥ για ζημίες επενδυτών από τη διάθεση σύγχρονων χρηματοπιστωτικών μέσων (από την MIFID στην MIFID II), Αρμενόπουλος, τεύχος 10, 2015, σελ.1651-1652.

³⁹ Βλ. σχετική ανακοίνωση της Επιτροπής “Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΚΑΝΟΝΩΝ ΔΕΟΝΤΟΛΟΓΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΟ ΑΡΘΡΟ 11 ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ (93/22/ΕΟΚ)” <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0722:FIN:EN:PDF>

⁴⁰ Βλ. σχετική ανακοίνωση της Επιτροπής “ΑΝΑΒΑΘΜΙΣΗ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ ΓΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ (93/22/ΕΕΚ)” <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0729:FIN:EN:PDF>

Η ίδια ανάγκη για την αναθεώρηση της I.S.D έγινε αντικείμενο συζήτησης μιας Επιτροπής σοφών, γνωστής και ως “Επιτροπή Lamfalussy” υπό την Προεδρία του οικονομολόγου Alexandre Lamfalussy, η οποία δημοσίευσε την 12η Φεβρουαρίου του 2001 σχετική αναφορά για τη “Ρύθμιση των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών”⁴¹. Πιο συγκεκριμένα, στο κείμενο της αναφοράς δίδεται ιδιαίτερη βαρύτητα στον εκσυγχρονισμό του θεσμικού πλαισίου υπό το πρίσμα αναθεώρηση της ίδιας της τεχνικής θεσμοθέτησης η οποία στηρίζεται σε έναν ειδικό μηχανισμό τεσσάρων επιπέδων (διαδικασία της επιτροπολογίας) με σκοπό τη ταχύτερη έκδοση και πιο ευέλικτη εφαρμογή των κανόνων του κοινοτικού δικαίου και την εξασφάλιση της μέγιστης πλέον εναρμόνισης των προβλεπόμενων ρυθμίσεων μεταξύ των κρατών μελών. Να επισημανθεί επιπλέον ότι δύο χρόνια πριν την “Επιτροπή Lamfalussy” και συγκεκριμένα την 11η Μαΐου 1999 υιοθετήθηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το λεγόμενο “Σχέδιο Δράσης για τις Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες” (F.S.A.P) το οποίο συνέβαλλε σε μεγάλο βαθμό στη πιο συστηματική εναρμόνιση των νομοθεσιών μεταξύ των κρατών μελών μεταξύ άλλων στο τραπεζικό τομέα και στο τομέα της κεφαλαιαγοράς αναγνωρίζοντας ρητά την ανάγκη έκδοσης σειράς Οδηγιών οι οποίες θα ρυθμίζουν πληρέστερα τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και θα διασφαλίζουν διαδικασίες ταχύτερης και πιο αποτελεσματικής εναρμόνισης των εθνικών νομοθεσιών για την επίτευξη του στόχου δημιουργίας της πολυπόθητης ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς⁴².

Έτσι οδηγηθήκαμε στην έκδοση της Οδηγίας 2004/39/EK (MiFID), τα βασικότερα σημεία της οποίας ως “Οδηγία Lamfalussy” και σε σχέση την I.S.D συνίσταντο στο ότι α) υιοθετεί την αρχή της μέγιστης εναρμόνισης, σε αντίθεση με την αρχή της ελάχιστης εναρμόνισης όπως προβλεπόταν στο προοίμιο της I.S.D, γεγονός που συνεπάγεται για τα κράτη μέλη αυτούσια μεταφορά των κανόνων στα νομικά τους συστήματα, άρα περισσότερο αποτελεσματική και ενιαία εφαρμογή των νέων ρυθμίσεων,

⁴¹ Βλ. σχετική έκθεση της Επιτροπής Lamfalussy https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf

⁴² Βλ. Δ. Αυγητίδη, “Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, σελ.7-10.

β) αναγνωρίζει νέες κύριες επενδυτικές υπηρεσίες όπως αυτή της παροχής επενδυτικών συμβουλών, η οποία να σημειωθεί ότι κατά την I.S.D εντάσσονταν στη κατηγορία των παρεπόμενων υπηρεσιών και της λειτουργίας πολυμερούς διευκόλυνσης συναλλαγών, γ) αναγνωρίζει νέες παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες όπως αυτές της έρευνας στο τομέα των επενδύσεων, χρηματοοικονομικής ανάλυσης και παροχής γενικών συστάσεων των σχετιζόμενων με χρηματοπιστωτικά μέσα συναλλαγών, και της παροχής επενδυτικών και παρεπόμενων υπηρεσιών σχετικών με χρηματοπιστωτικά μέσα του τμήματος Γ περ. 5,6,7 και 10 εφόσον είναι σχετικά με τη παροχή επενδυτικών ή παρεπόμενων υπηρεσιών, δ) επεκτείνει το “ενιαίο ευρωπαϊκό διαβατήριο” της ελεύθερης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών μεταξύ της κοινότητας σε μια καινούργια επενδυτική δραστηριότητα, αυτή της λειτουργίας Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης, γ) διευρύνει το φάσμα των χρηματοπιστωτικών μέσων προσθέτοντας νέες κατηγορίες όπως τούτο προκύπτει από το τμήμα Γ της MiFID, δ) προβαίνει στην ένταξη των πελατών – επενδυτών σε κατηγορίες, εξειδικεύοντας και καθορίζοντας με περισσότερη σαφήνεια τα κριτήρια για την κατηγοριοποίησή τους (βλ. παραπάνω σχετική ανάλυση), ε) εμπλουτίζει και εξειδικεύει τον κατάλογο των υποχρεώσεων επαγγελματικής δεοντολογίας των Ε.Π.Ε.Υ κατά τη παροχή των υπηρεσιών τους υιοθετώντας ειδικές διατάξεις τόσο για τη προστασία των επενδυτών όσο και για τη διαφύλαξη της ακεραιότητας της αγοράς, στ) εισάγει την έννοια “πελάτης” η οποία ταυτίζεται με αυτή του επενδυτή καθώς σύμφωνα με τον ορισμό της MiFID ως “πελάτης” θεωρείται κάθε πρόσωπο φυσικό ή νομικό στο οποίο μια Ε.Π.Ε.Υ παρέχει τις επενδυτικές της υπηρεσίες, κύριες ή και παρεπόμενες.

Στην ελληνική έννομη τάξη η MiFID ενσωματώθηκε αυτούσια και σύμφωνα με την “αρχή της μέγιστης εναρμόνισης”, όπως προειπώθηκε, με το Ν.3606/2007 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων ο οποίος κατήργησε με τη σειρά του δύναμη του άρθρου 85 παρ.1 περ. Θ' τα άρθρα 1-31 του Ν.2396/1996. Η επίδραση του Ν. 3606/2007 στην ελληνική έννομη τάξη ήταν καθοριστικής σημασίας καθώς σηματοδότησε τη μετάβαση από την εποχή της “χρηματιστηριοκεντρικής κεφαλαιαγοράς” στην εποχή της “ελεύθερης κεφαλαιαγοράς”. Εν συντομία να αναφέρουμε ότι πριν την έναρξη ισχύος του Ν. 3606/2007, το χρηματιστηριακό σύστημα του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, κατέχοντας τότε μονοπωλιακή θέση στο χώρο της ελληνικής κεφαλαιαγοράς και εντασσόμενο επί πολλά έτη στο δημόσιο τομέα ως νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου (κατά το άρθρο 1 του Ν.3632/1928)⁴³ λειτουργούσε με γνώμονα την “αρχή της συγκέντρωσης” η οποία έθετε όχι μόνο περιορισμούς στη διενέργεια εξωχρηματιστηριακών συναλλαγών αλλά και

απαγορευτικούς κανόνες, κατά τις προβλέψεις του άρθρου 15 του Ν.3632/1928, με σκοπό τη συγκέντρωση των σχετικών συναλλαγών εντός της χρηματιστηριακής αγοράς και υπό τη μονοπωλιακή διαχείριση και εποπτεία του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών⁴⁴. Δέκα χρόνια μετά την εφαρμογή της MiFID και δη μετά το ξέσπασμα της γενικευμένης και εκτεταμένης διεθνούς χρηματοπιστωτικής κρίσης που εκδηλώθηκε από το έτος 2008, αποκαλύφθηκαν οι αδυναμίες της πρώτης σχετικά με τη ρύθμιση των ζητημάτων για τη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και η ανάγκη επανεξέτασης του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου κυρίως σε ό,τι αφορά την άσκηση εποπτείας και συντονισμού των αρμόδιων αρχών των κρατών μελών, την πρόβλεψη ρυθμίσεων σχετικών με την εμφάνιση νέων και πιο ριψοκίνδυνων επενδυτικών προϊόντων ως αποτέλεσμα της διαρκώς αυξανόμενης τεχνολογικής εξέλιξης, την ενίσχυση της προστασίας των επενδυτών και τη συνεπή και εναρμονισμένη εφαρμογή των προβλεπόμενων διατάξεων μεταξύ των κρατών μελών⁴⁵. Υπό το φως των εξελίξεων αυτών, ανατέθηκε σε μια ειδική επιτροπή εμπειρογνομόνων υπό τη προεδρία του πρώην κεντρικού τραπεζίτη Jacques de Larosiere η σύνταξη σχετικής έκθεσης, γνωστής και ως “Έκθεση de Larosiere” η οποία δημοσιεύτηκε την 25η Φεβρουαρίου 2009, προκειμένου να ενισχυθούν οι υφιστάμενοι κανόνες στο τομέα της εποπτείας του χρηματοοικονομικού συστήματος, με βασικούς στόχους τη διασφάλιση της ομαλής και διαφανούς λειτουργίας των αγορών, της προστασίας των επενδυτών και της αποκατάστασης της εμπιστοσύνης απέναντι στο χρηματοοικονομικό σύστημα⁴⁶.

⁴³ Δυνάμει του άρθρου 1 του Ν.2324/1995 σε συνδυασμό το άρθρο 15 παρ.3 του Ν.3152/2003 το Χ.Α.Α απέβαλε το μανδύα του νομικού προσώπου δημοσίου δικαίου, λειτουργώντας εκ τότε υπό τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας, με διοικητική και οικονομική αυτονομία και μη υπαγόμενο σε οποιαδήποτε ρύθμιση με περιοριστικό για τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου περιεχόμενο.

⁴⁴ Βλ. Χ. Ταρνανίδου, “Η οργανωμένη αγορά, κοινοτικό δίκαιο και εθνική εναρμόνιση”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2008, σελ. 355-363.

⁴⁵ Βλ. Δ. Αυγητίδη, “Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, σελ.15-16.

⁴⁶ Βλ. Χ. Γκόρτσος, “Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την “έκθεση de Larosiere”, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1/2009, σελ.5-27.

Στη βάση λοιπόν των συστάσεων της επιτροπής εκδόθηκαν διάφορα νομοθετήματα μεταξύ των οποίων και η Οδηγία 2014/65/ΕΕ της 15ης Μαΐου του 2014 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστής και ως MiFID II, η οποία αντικατέστησε έτσι την MiFID I. Αναφέρεται χαρακτηριστικά στο προοίμιο αυτής ότι *“...η χρηματοπιστωτική κρίση έχει αποκαλύψει τις αδυναμίες όσον αφορά τη λειτουργία και τη διαφάνεια των χρηματοπιστωτικών αγορών...”*, και άρα προβάλλει η ανάγκη *“...ενίσχυσης του πλαισίου για τη ρύθμιση των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων, με σκοπό την αύξηση της διαφάνειας, την καλύτερη προστασία των επενδυτών, την ενίσχυση της εμπιστοσύνης ... και προκειμένου να επιτυγχάνεται αποτελεσματική εποπτεία και έλεγχος όσον αφορά τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων επενδύσεων...”*. Μεταξύ των σημαντικότερων αλλαγών που επήλθαν με τη ψήφιση της MiFID II, όπως αυτή επαναδιατυπώθηκε μετά την Οδηγία 2016/1034 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουνίου 2016 και οι οποίες σχετίζονται με τη παρούσα θεματική αναφέρουμε α) τη διεύρυνση του καταλόγου των επενδυτικών υπηρεσιών ως προς αυτή της εκτέλεσης εντολών για λογαριασμό των πελατών, στην έννοια της οποίας συμπεριλαμβάνεται και η διάθεση εκ μέρους των Ε.Π.Ε.Υ και των πιστωτικών ιδρυμάτων στη πρωτογενή αγορά εκδοθέντων εκ μέρους τους χρηματοπιστωτικών μέσων δίχως η διάθεση αυτή να συνοδεύεται και από τη παροχή συμβουλών, και προσθήκη μιας νέας επενδυτικής υπηρεσίας σχετικής με τη λειτουργία Μ.Ο.Δ, β) ενίσχυση του επιπέδου οργανωτικής λειτουργίας των Ε.Π.Ε.Υ καθώς επίσης και του εποπτικού πλαισίου με στόχο την διασφάλιση της ακεραιότητας της αγοράς και την επίτευξη υψηλότερου επιπέδου προστασίας των επενδυτών, γ) ενίσχυση του επιπέδου προστασίας των επενδυτών. Στο σημείο αυτό να επισημανθεί ότι σε γενικές γραμμές το πνεύμα των διατάξεων της MiFID II και ο σκοπός που εξυπηρετούν για τη προστασία των επενδυτών σε σχέση με αυτές της MiFID I παραμένει ο ίδιος. Η ειδοποιός διαφορά έγκειται στη διαφορετική συστηματοποίηση των σχετικών διατάξεων καθώς η MiFID II δεν αναφέρεται γενικά σε υποχρεώσεις επαγγελματικής δεοντολογίας αλλά διασπά τις ρυθμίσεις του άρθρου 19 της MiFID I στο άρθρο 24 όπου προβλέπονται γενικές αρχές με ιδιαίτερη έμφαση στην υποχρέωση πληροφόρησης των επενδυτών και στο άρθρο 25 όπου προβλέπονται ρυθμίσεις σχετικές με την αξιολόγηση της καταλληλότητας και της συμβατότητας των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών και με την ενημέρωση των πελατών, δ) τέλος να αναφερθεί ότι η MiFID II επιτρέπει στα κράτη μέλη τη παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών και την άσκηση των σχετικών δραστηριοτήτων και μέσω επιχειρήσεων εγκατεστημένων στο έδαφος τρίτων χωρών σύμφωνα με τις ειδικές προϋποθέσεις της

παρ. 2 του άρθρου 39 της Οδηγίας⁴⁷. Στην ελληνική έννομη τάξη η MiFID II ενσωματώθηκε με το Ν.4514/2018 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων αυτούσια και όπως ακριβώς αυτή επαναδιατυπώθηκε μετά την Οδηγία 2016/1034 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 23ης Ιουνίου 2016 (για την τροποποίηση της οδηγίας 2014/65/ΕΕ) ο οποίος κατήργησε με τη σειρά του δυνάμει του άρθρου 98 τον Ν. 3606/2007.

Τέλος να επισημανθεί ότι πέραν των κοινοτικής προέλευσης διατάξεων για τη ρύθμιση του πλαισίου παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, παράλληλης εφαρμογής τυγχάνουν και διατάξεις του ιδιωτικού μας δικαίου οι οποίες διέπουν τις τραπεζικές συναλλαγές όπως επί παραδείγματι είναι ο νόμος 2251/1994 για τη προστασία των καταναλωτών καθώς και επιμέρους διατάξεις του αστικού κώδικα ειδικά σε ζητήματα θεμελίωσης ευθύνης από τη παράβαση των υποχρεώσεων κατά τη παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων όπως θα αναλυθεί κατωτέρω.

⁴⁷ Βλ. ο.π. Δ. Αυγητίδη, “Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, σελ.166-173.

ΙV. Υποχρεώσεις πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών του Ν. 4514/2018

Το θεσμικό πλαίσιο που ρυθμίζει την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών και εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων, όπως αυτό έχει διαμορφωθεί όλα αυτά τα χρόνια και θα συνεχίσει να διαμορφώνεται εξαιτίας της ιδιαίτερης δυναμικής που παρουσιάζει ο χώρος της κεφαλαιαγοράς, πέραν του βασικού στόχου της εναρμόνισης των σχετικών ρυθμίσεων ως αναγκαίας και αυτονόητης προϋπόθεσης για τη δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίου, κινείται ανάμεσα σε δύο βασικούς δικαιοπολιτικούς άξονες, αυτόν της προστασίας των επενδυτών και της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς.

Η εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς είναι έννοια σύμφυτη τόσο με την αποτελεσματικότητα της αγοράς η οποία συνίσταται στη καλή λειτουργία του μηχανισμού της προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίου και στην εξεύρεση εκείνου του σημείου ισορροπίας για τη βέλτιστη κατανομή των πόρων όσο και με την ακεραιότητα η οποία εκφράζει καταστάσεις διαφάνειας και κατάλληλων πρακτικών για τον ορθό καθορισμό των τιμών των μέσων επένδυσης. Τόσο η αποτελεσματικότητα όσο και η ακεραιότητα συμβάλλουν στη διαμόρφωση του αναγκαίου κλίματος εμπιστοσύνης για τη συμμετοχή του υποψήφιου επενδυτή στο χώρο της κεφαλαιαγοράς. Ο επενδυτής με τη σειρά του ως βασικός πρωταγωνιστής της αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων συμμετέχει στα πλαίσια αυτής όταν το κλίμα μέσα στο οποίο λειτουργεί του δημιουργεί αισθήματα εμπιστοσύνης για το επενδυτικό εγχείρημα. Η σημασία δε της εμπιστοσύνης είναι καθοριστικής σημασίας λαμβανομένων υπόψη των κινδύνων που καλείται να αντιμετωπίσει μέσα στο επενδυτικό περιβάλλον οι οποίοι συνδέονται με την ενδεχόμενη απώλεια εν όλω ή εν μέρει του κεφαλαίου της επένδυσής του, τη λήψη λανθασμένων αποφάσεων συνεπεία μιας ελλιπούς ή εσφαλμένης πληροφόρησης, τη πλημμελή εκτέλεση των σχετικών συναλλαγών και δη σε βάρος των συμφερόντων του και τη τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε όχι κατάλληλα για τον ίδιο επενδυτικά προϊόντα με επιβλαβείς πολλές φορές όρους συναλλαγών⁴⁸.

⁴⁸ Βλ. Δ. Αυγητίδη, “Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, σελ.19-25.

Εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς και προστασία του επενδυτή λειτουργούν θα λέγαμε ως “συγκοινωνούντα δοχεία”, καθώς, όπως εύστοχα διαπιστώνεται και στην απόφαση 787/2013 του Εφετείου Αθηνών, “...η μεν καλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς εμπεδώνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, ενώ η ελλιπής ατομική προστασία των επενδυτών διαταράσσει την εμπιστοσύνη τους, γεγονός που είναι βέβαιο ότι αποβαίνει σε βάρος της καλής λειτουργίας της...” Αντιλαμβανόμαστε λοιπόν ότι αυτή η διττή στοχοθεσία (της εξασφάλισης της εύρυθμης λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς και τη προστασίας των επενδυτών) κινείται παράλληλα και εκπληρώνεται σε μεγάλο βαθμό μέσω της θέσπισης υποχρεώσεων σε βάρος των Ε.Π.Ε.Υ γενικά και των πιστωτικών ιδρυμάτων ειδικά κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών. Οι υποχρεώσεις αυτές όπως αναλύονται αμέσως παρακάτω έχουν ιδιαίτερη σημασία ειδικά για τη δράση των πιστωτικών ιδρυμάτων ως Α.Ε.Π.Ε.Υ, λόγω της ισχυρότερης διαπραγματευτικά – συναλλακτικά θέσης που κατέχουν τις περισσότερες φορές έναντι των πελατών τους και κυρίως λόγω της “σχέσης εμπιστοσύνης” που δημιουργείται μεταξύ τους όπως αναλύθηκε στην αρχή της παρούσης. Έτσι, οι υποχρεώσεις που επιβάλλονται στα πιστωτικά ιδρύματα κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και όπως τούτες προβλέπονται στα άρθρα 24-28 του Ν.4514/2018 (δυνάμει του οποίου ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη η MiFID II) είναι οι εξής:

1. ΓΕΝΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ ΠΕΛΑΤΩΝ

1.1 Γενική υποχρέωση διαφύλαξης συμφερόντων των πελατών

Δυνάμει του άρθρου 24 παράγραφος 1 του Ν. 4514/2018 θεμελιώνεται μια γενικής φύσεως υποχρέωση σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων να ενεργούν με εντιμότητα, αμεροληψία και επαγγελματισμό κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών με γνώμονα την εξυπηρέτηση και διαφύλαξη των συμφερόντων των πελατών τους. Τούτο σημαίνει ότι υποχρεούνται να απέχουν από οποιαδήποτε πρακτική δύναται να προκαλέσει πρόσφορο έδαφος για τη βλάβη των συμφερόντων των πελατών ή μαρτυρά τη πρόθεση πρόταξης άλλων συμφερόντων, είτε του ίδιου του πιστωτικού ιδρύματος είτε οποιουδήποτε τρίτου. Θα μπορούσαμε μάλιστα να πούμε ότι η εμβέλεια της υποχρέωσης αυτής ξεπερνά τα όρια της οικείας διάταξης και καταλαμβάνει όλες τις επιμέρους υποχρεώσεις, αναγόμενη υπό μία έννοια σε γενική αρχή, καθώς η τήρηση οποιασδήποτε εκ των προβλεπόμενων υποχρεώσεων πρέπει να έχει ως γνώμονα την διαφύλαξη των συμφερόντων των πελατών σε οποιοδήποτε στάδιο της συναλλακτικής σχέσης.

Να επισημανθεί επιπλέον ότι ο σκοπός της διάταξης αυτής δεν είναι η προστασία του “αντικειμενικώς νοούμενο συμφέροντος” γενικά των επενδυτών, αλλά η προστασία του

συγκεκριμένου και εξατομικευμένου συμφέροντος όπως τούτο οριοθετείται κάθε φορά από το επενδυτικό προφίλ του εκάστοτε επενδυτή⁴⁹. Ο προσανατολισμός στη προστασία του “υποκειμενικώς νοούμενου συμφέροντος” προκύπτει από το ίδιο το σύστημα που υιοθετεί η MiFID II και κατ' επέκταση ο Ν.4514/2018 για τη διάκριση των πελατών σε επαγγελματίες και ιδιώτες και από το σύνολο των ρυθμίσεων που βασίζονται στη κατηγοριοποίηση αυτή. Ενδεικτικά αναφέρουμε εδώ τη πρόβλεψη της παραγράφου 4 περίπτωση β' του άρθρου 24 του Ν.4514/2018 σύμφωνα με την οποία καθιερώνεται υποχρέωση πληροφόρησης σχετικά με το αν το προτεινόμενο χρηματοπιστωτικό μέσο απευθύνεται σε ιδιώτη ή επαγγελματία πελάτη και τη πρόβλεψη της παραγράφου 2 του άρθρου 25 του ίδιου νόμου κατά την οποία θεμελιώνεται υποχρέωση σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων ως Α.Ε.Π.Ε.Υ να αντλούν από τον πελάτη όλες τις αναγκαίες πληροφορίες για τη γνώση και την εμπειρία του στον επενδυτικό τομέα σε σχέση και με το προτεινόμενο κάθε φορά προϊόν καθώς επίσης και σχετικά με τη χρηματοοικονομική του κατάσταση, λαμβάνοντας παράλληλα υπόψη τους επενδυτικούς του στόχους και τον βαθμό ανοχής του στο κίνδυνο, προκειμένου να είναι σε θέση να προτείνουν εκείνο το προϊόν ή την υπηρεσία που θεωρούνται κατάλληλα για τον εκάστοτε πελάτη. Αντίστοιχες είναι και οι προβλέψεις της παραγράφου 2 του άρθρου 24 του Ν.4514/2018. Σύμφωνα με το πρώτο εδάφιο αυτής όταν μια Α.Ε.Π.Ε.Υ δημιουργεί η ίδια ένα χρηματοπιστωτικό μέσο προς διάθεση στους πελάτες του, οφείλει να διασφαλίζει ότι το προϊόν αυτό είναι κατάλληλο για τη κατηγορία των πελατών στην οποία απευθύνεται, και ότι ανταποκρίνεται στις ανάγκες τους. Σύμφωνα με το δεύτερο, τα προσφερόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα πρέπει να είναι συμβατά με τις ανάγκες του κάθε πελάτη και να προσφέρονται μόνο όταν είναι ικανά να διασφαλίσουν πράγματι τα συμφέροντά του. Τίθεται λοιπόν κάθε φορά μια ποιοτική διαφοροποίηση της έκτασης της σχετικής υποχρέωσης των πιστωτικών ιδρυμάτων, οπότε και κάνουμε λόγο για τη παροχή της αναγκαίας προστασίας λαμβανομένης, υπόψη της ιδιότητας του κάθε πελάτη και του προφίλ που αυτός παρουσιάζει.

⁴⁹ Βλ. Α. Καραγκουνίδη, “Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2007, σελ. 455-456.

Η υποχρέωση διαφύλαξης των συμφερόντων του κάθε πελάτη μοιραία και αναπόφευκτα συνδέεται και με το φαινόμενο της σύγκρουσης συμφερόντων καθιερώνοντας έτσι και μια ακόμη υποχρέωση, αυτή της υποχρέωσης διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων κατ' άρθρο 23 του Ν.4514/2018. Αρχικά να ειπωθεί ότι ως σύγκρουση συμφερόντων ορίζεται η συνθήκη εκείνη κατά την οποία υφίσταται ασυμβίβαστο ανάμεσα στα συμφέροντα του πιστωτικού ιδρύματος και στα συμφέροντα των πελατών του. Η συγκρουσιακή αυτή κατάσταση μπορεί να δημιουργείται είτε λόγω ύπαρξης πιθανού οφέλους για τη τράπεζα, το οποίο αντιβαίνει στα συμφέροντα του πελάτη, είτε λόγω πιθανής βλάβης στα συμφέροντα του τελευταίου. Μπορεί δε αυτή να εκδηλώνεται στις σχέσεις μεταξύ της ίδιας και υφιστάμενου ή υποψήφιου πελάτη καθώς επίσης και στις σχέσεις μεταξύ των ίδιων των πελατών⁵⁰. Υπό το πρίσμα της οικονομικής θεωρίας η σύγκρουση συμφερόντων αναδύεται μέσα από τη “σχέση αντιπροσώπευσης” η οποία δημιουργείται μεταξύ του κυρίου της υπόθεσης, εν προκειμένω του πελάτη – επενδυτή, και του αντιπροσώπου, εν προκειμένω του πιστωτικού ιδρύματος. Στο πλαίσιο αυτής της σχέσης ο πρώτος, ως “homo economicus” ο οποίος ναι μεν δρα ορθολογικά, στερείται όμως των αναγκαίων γνώσεων, εμπειρίας, χρόνου, της απαιτούμενης πληροφόρησης ή και της δυνατότητας πρόσβασης σε αυτή, αναθέτει στο δεύτερο, ο οποίος έχει στη διάθεσή του όλα τα παραπάνω, την εκπροσώπηση των συμφερόντων του και την εξυπηρέτηση έτσι του ατομικού του οφέλους. Φυσικά αντιλαμβανόμαστε ότι και ο ίδιος ο αντιπρόσωπος όταν αναλαμβάνει τη διεκπεραίωση της ξένης υπόθεσης κάθε άλλο παρά ανιδιοτελώς δρα, καθώς αποβλέπει με αυτόν τον τρόπο και στη μεγιστοποίηση του δικού του οφέλους.

⁵⁰ Βλ. Π. Αλεξάκη – Φ. Καλφάογλου, “Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 311-312.

Συχνά λοιπόν και ειδικά στο χώρο της κεφαλαιαγοράς τα δύο αυτά συμφέροντα έρχονται σε σύγκρουση και αποκτούν ιδιαίτερο ενδιαφέρον τη στιγμή που ο αντιπρόσωπος γνωρίζοντας και εκμεταλλευόμενος τη πληροφοριακή ασυμμετρία⁵¹ του κυρίου της υπόθεσης έχει κίνητρα πρόταξης των δικών του συμφερόντων έναντι αυτών του τελευταίου⁵².

Έτσι δυνάμει του άρθρου 23 του Ν.4514/2018 επιβάλλεται υποχρέωση σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων, όταν λειτουργούν ως Α.Ε.Π.Ε.Υ, λήψης κάθε εύλογου και αναγκαίου μέτρου μέσω τις υιοθέτησης αποτελεσματικών οργανωτικών ή και διοικητικών ρυθμίσεων (κατ' άρθρο 16 παρ.3 εδ. α' του Ν.4514/2018), προς αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων ή με σκοπό τη διαχείρισή τους, προκειμένου να αποτραπεί ο κίνδυνος βλάβης των συμφερόντων των πελατών. Σε κάθε δε περίπτωση αν τα σχετικά μέτρα αποδειχθούν ανεπαρκή για τη διαφύλαξη των συμφερόντων των πελατών και δεν δύναται να εξασφαλιστεί με εύλογη βεβαιότητα η αποτροπή επέλευσης οποιασδήποτε επιζήμιας για αυτούς κατάστασης, τότε το πιστωτικό ίδρυμα υποχρεούται να γνωστοποιήσει στο πελάτη με σταθερό μέσο ότι η υπηρεσία ή το προϊόν που του προτείνεται είναι εκτεθειμένο στη σύγκρουση συμφερόντων.

Προκύπτει λοιπόν ότι η διαφύλαξη των συμφερόντων των πελατών των πιστωτικών ιδρυμάτων δεν είναι μια απλή διαδικασία. Τη στιγμή που συνυπάρχουν πολλά και διαφορετικά συμφέροντα διαφόρων προσώπων απαιτείται κάθε φορά εξισορρόπηση των αντιτιθέμενων συμφερόντων προκειμένου να προστατεύονται αυτά που είναι περισσότερο εκτεθειμένα και χρήζουν μεγαλύτερης και αποτελεσματικότερης προστασίας.

⁵¹ Στη κλασική οικονομική θεωρία η πληροφοριακή ασυμμετρία αντιμετωπίζεται ως μια από τις αιτίες αποτυχίας της αγοράς και σχετίζεται με τη ποιοτικά και ποσοτικά διαφοροποιημένη πληροφόρηση που κατέχει σε μια συναλλαγή ο ένας εκ των δύο συναλλασσομένων η οποία αποβαίνει σε βάρος των συμφερόντων του άλλου, βλ. σχετικά Π. Αλεξάκη – Φ. Καλφάογλου, “Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 14.

⁵² Βλ. Α. Καραγκουνίδη, “Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2007, σελ. 468-474.

1.2 Υποχρέωση πληροφόρησης

Η ροή των πληροφοριών στο χώρο της κεφαλαιαγοράς θεωρείται υψίστης σημασίας τόσο για τη δημιουργία των οικείων εννόμων σχέσεων όσο και για την ομαλή εξέλιξή τους. Πρώτα απ' όλα η πληροφόρηση αντιμετωπίζεται ως ένας από τους παράγοντες διαμόρφωσης των τιμών των επενδυτικών προϊόντων. Οι τιμές σε κάθε είδους αγορά και στη κεφαλαιαγορά καθορίζονται από δύο μεγέθη, τη προσφορά και τη ζήτηση. Το σημείο ισορροπίας μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την ποσότητα και ποιότητα της πληροφόρησης που υπάρχει στην αγορά αυτή. Ένας επενδυτής ο οποίος κατέχει περισσότερη πληροφόρηση σε σχέση με κάποιον άλλο βρίσκεται ένα βήμα μπροστά και είναι σε θέση να λάβει πιο ορθές επενδυτικές αποφάσεις⁵³. Η αναγνώριση της ιδιαίτερης σημασίας της πληροφόρησης στο χώρο της κεφαλαιαγοράς προκύπτει και από τη πληθώρα των νομοθετημάτων που έχουν ψηφιστεί σε ευρωπαϊκό και εγχώριο επίπεδο για τη ρύθμιση της ροής των πληροφοριών⁵⁴ αλλά και από το γεγονός ότι οι διατάξεις για τη πληροφόρηση στο νόμο που εξετάζουμε εδώ (Ν.4514/2018) καταλαμβάνουν το μεγαλύτερο μέρος των υποχρεώσεων που προβλέπονται για τα πιστωτικά ιδρύματα κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών όπως τούτο αποδεικνύεται από τα κατωτέρω αναφερόμενα. Να επισημανθεί βέβαια στο σημείο αυτό ότι η ροή των πληροφοριών σε καμία περίπτωση δεν αποτελεί αυτοσκοπό αλλά μέσο για την προστασία των επενδυτών και φυσικά για την εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, το οποίο εκπληρώνει αυτή τη διττή στοχοθεσία μέσω της θέσπισης διατάξεων που προβλέπουν τη λεγόμενη υποχρέωση πληροφόρησης. Ειδικά σε ό,τι έχει να κάνει με τη δράση των πιστωτικών ιδρυμάτων ως Α.Ε.Π.Ε.Υ η ρυθμιστική παρέμβαση προβάλλει αναγκαία στο μέτρο που συμβάλλει στην αντιμετώπιση του φαινομένου της ασύμμετρης πληροφόρησης.

⁵³ Βλ. Β. Τουντόπουλο, “Δίκαιο της κεφαλαιαγοράς”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015, σελ. 259-260.

⁵⁴ Βλ. ενδεικτικά Οδηγία 2003/6 η οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη δυνάμει του Ν.3340/2005, Οδηγία 2003/71 η οποία ενσωματώθηκε δυνάμει του Ν.3401/2005, Οδηγία 2004/109 και τον ελληνικό νόμο που την ενσωμάτωσε 3556/2007.

Τα πιστωτικά ιδρύματα δραστηριοποιούμενα στο χώρο της κεφαλαιαγοράς σε επαγγελματική βάση και παρέχοντας ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών διαθέτουν πέρα από γνώση και εξειδίκευση, πρόσβαση σε πληροφορίες ποιοτικά και ποσοτικά διαφοροποιημένες σε σχέση με αυτές των πελατών τους, ειδικά των ιδιωτών, και φυσικά διαφορετική δυνατότητα επεξεργασίας και αξιολόγησης των πληροφοριών αυτών. Οι ουσιώδεις δε πληροφορίες που απαιτούνται προκειμένου ο κάθε επενδυτής να λάβει μια επενδυτική απόφαση βρίσκονται στη σφαίρα της προσφοράς των χρηματοπιστωτικών μέσων⁵⁵, ήτοι στη σφαίρα των εκδοτών τους ή και των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, όπως είναι τα πιστωτικά ιδρύματα. Άρα εκ των πραγμάτων η ζυγαριά γέρνει αναπόφευκτα υπέρ των τελευταίων δημιουργώντας έτσι πληροφοριακό χάσμα αλλά και διαπραγματευτική υπεροχή έναντι των πελατών τους. Έτσι μια από τις πιο σπουδαίες αποστολές των πιστωτικών ιδρυμάτων όταν λειτουργούν ως Α.Ε.Π.Ε.Υ είναι ο “μετασχηματισμός” των διαθέσιμων πληροφοριών, ο οποίος αναφέρεται στη δυνατότητα των πιστωτικών ιδρυμάτων να συλλέγουν και να επεξεργάζονται, μέσα στο άτακτο, σύνθετο και κινδυνώδες πληροφοριακό περιβάλλον της κεφαλαιαγοράς, τις πληροφορίες εκείνες οι οποίες ανταποκρίνονται στις εξατομικευμένες ανάγκες του κάθε επενδυτή, δημιουργώντας έτσι το αναγκαίο υπόστρωμα σχηματισμού της επενδυτικής απόφασης, με απώτερο δε σκοπό την αποφυγή ή έστω άμβλυση του κινδύνου λήψης μιας λανθασμένης απόφασης η οποία μπορεί να αποβεί επιζήμια για τα συμφέροντά του⁵⁶.

Εξετάζοντας λοιπόν τη νομοθετικά προβλεπόμενη υποχρέωση πληροφόρησης του άρθρου 24 του Ν.4514/2018 που αφορά και τη δράση των πιστωτικών ιδρυμάτων όταν λειτουργούν ως Α.Ε.Π.Ε.Υ επισημάνουμε αμέσως παρακάτω τα εξής σημεία. Οι πληροφορίες που παρέχουν τα πιστωτικά ιδρύματα κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, στην οποία συμπεριλαμβάνονται και οι διαφημιστικές ανακοινώσεις (κατ' άρθρο 24 παρ.3 Ν.4514/2018) οφείλουν να είναι ακριβείς, σαφείς και όχι παραπλανητικές.

⁵⁵ Βλ. Α. Καραγκουνίδη, “Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2007, σελ. 194-195.

⁵⁶ Βλ. Α. Καραγκουνίδη, ο.π., σελ.199, 499-503.

Πρέπει με λίγα λόγια να ανταποκρίνονται στη πραγματικότητα και να παρέχονται στο κάθε επενδυτή με τον πιο, κατά το δυνατόν, κατανοητό τρόπο, ώστε ο κάθε πελάτης να είναι ευλόγως σε θέση να αντιληφθεί τη φύση της παρεχόμενης υπηρεσίας ή του προτεινόμενου προϊόντος, τους κινδύνους που συνδέονται με αυτά⁵⁷, τα περιθώρια κέρδους που μπορεί να αποκομίσει λαμβάνοντας τη σχετική επενδυτική απόφαση. Οι πληροφορίες αυτές όπως προκύπτει από τη παράγραφο 5 του άρθρου 24 του Ν.4514/2018 παρέχονται σε τυποποιημένη μορφή κατά βάση ηλεκτρονικά εκτός αν επρόκειτο για ιδιώτη πελάτη οπότε υποχρεούται το πιστωτικό ίδρυμα κατόπιν αιτήματός του να τις παράσχει και σε έντυπη μορφή. Οφείλει επίσης η πληροφόρηση να είναι η κατάλληλη, να παρέχεται έγκαιρα και να αφορά κατ' ελάχιστο στοιχεία που έχουν να κάνουν με το ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα και τη δράση του, τις υπηρεσίες του, τα χρηματοπιστωτικά μέσα, τις προτεινόμενες επενδυτικές στρατηγικές, τους τύπους εκτέλεσης των συναλλαγών, τα κόστη και τις σχετιζόμενες επιβαρύνσεις (κατ' άρθρο 24 παρ.4 εδ.α' Ν.4514/2018). Από τον όγκο των πληροφοριών που καλείται να συλλέξει και να επεξεργαστεί το πιστωτικό ίδρυμα αξία αποκτούν εκείνες οι οποίες θεωρούνται σημαντικές και ουσιώδεις για τον εκάστοτε επενδυτή προκειμένου να αποφασίσει αν θα προβεί ή όχι στην οποιαδήποτε συναλλαγή. Η καταλληλότητα συνέχεται φυσικά άμεσα και με το προφίλ του κάθε επενδυτή και ειδικά με τη κατηγορία στην οποία ανήκει. Ειδικά ως προς τις πληροφορίες για τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις επενδυτικές στρατηγικές, στη περίπτωση β' της παραγράφου 4 του άρθρου 24 του Ν.4514/2018, προβλέπεται ρητά ότι αυτές πρέπει να περιλαμβάνουν κατάλληλη καθοδήγηση και προειδοποιήσεις οι οποίες σχετίζονται με ενδεχόμενους κινδύνους και ρητή αναφορά σχετικά με το αν τα προτεινόμενα χρηματοπιστωτικά μέσα απευθύνονται σε ιδιώτες ή σε επαγγελματίες πελάτες. Ιδιαίτερο ρόλο διαδραματίζει το χρονικό σημείο στο οποίο παρέχεται η πληροφόρηση, καθώς αυτή πρέπει να παρέχεται πριν τη λήψη της σχετικής απόφασης.

⁵⁷ Βλ. Χρ. Γκόρτσο, Π. Σταϊκούρα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς”, Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, Φεβρουάριος 2009, σελ 100.

Πριν δηλαδή αποφασιστεί οριστικά η κατάρτιση ή όχι της σύμβασης πρέπει ο επενδυτής να έχει στη διάθεσή του όλες τις αναγκαίες πληροφορίες δυνάμει των οποίων θα προβεί στη μια ή στην άλλη επιλογή. Να επισημανθεί στο σημείο αυτό ότι με το στοιχείο του χρόνου σχετίζεται και το κατά πόσο η πληροφορία αυτή είναι επίκαιρη ή όχι⁵⁸. Αντιλαμβάνεται κανείς ότι η ετεροχρονισμένη πληροφορία έχει μηδαμινή έως ανύπαρκτη αξία σε ένα περιβάλλον που συνεχώς μεταλλάσσεται.

Προχωρώντας παρακάτω στην εξειδίκευση του περιεχομένου της υποχρέωσης πληροφόρησης του άρθρου 24 του Ν.4514/2018 αναφέρουμε εν συνεχεία τα εξής. Πέραν των ως άνω γενικών χαρακτηριστικών τα οποία πρέπει να συγκεντρώνει οποιαδήποτε παρεχόμενη πληροφορία, η παράγραφος 4 περ. α' έως γγ' εξειδικεύει το περιεχόμενο της υποχρέωσης πληροφόρησης κατά τη παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας των επενδυτικών συμβουλών. Αρχικά να αναφερθεί ότι δυνάμει του άρθρου 4 παρ. 4 του Ν.4514/2018 ως επενδυτική συμβουλή ορίζεται *“η παροχή προσωπικών συστάσεων σε πελάτη, είτε κατόπιν αίτησής του είτε με πρωτοβουλία της επιχείρησης επενδύσεων σχετικά με μία ή περισσότερες συναλλαγές που αφορούν χρηματοπιστωτικά μέσα”*. Πρόκειται δηλαδή για παροχή εξατομικευμένης σύστασης, κατάλληλης για το πρόσωπο προς το οποίο απευθύνεται και λαμβάνοντας υπόψη τη κατάστασή του⁵⁹. Η επενδυτική υπηρεσία της επενδυτικής συμβουλής διακρίνεται από τη πληροφόρηση. Η πρώτη δεν συνίσταται απλά στη μεταφορά δεδομένων και περιστατικών στη γνώση του κάθε επενδυτή όπως η πληροφόρηση, η οποία σημειωτέον ότι προηγείται χρονικά της επενδυτικής συμβουλής, καθώς ως υποχρέωση της κάθε Α.Ε.Π.Ε.Υ προηγείται γενικά των παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών, αλλά σχετίζεται με την αξιοποίηση και επεξεργασία των διαθέσιμων πληροφοριών για την υποβολή πρότασης προς τον εκάστοτε πελάτη περιεχόμενο της οποίας είναι η υιοθέτηση συγκεκριμένης επενδυτικής συμπεριφοράς (π.χ. αγοράς ή όχι ενός χρηματοπιστωτικού μέσου)⁶⁰.

⁵⁸ Βλ. Β. Τουντόπουλο, “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015, σελ. 264.

⁵⁹ Βλ. Απόφαση υπ' αριθμόν 2/452/1.11.2007 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο http://www.ethe.org.gr/files/pdf/_200711115656.pdf

⁶⁰ Βλ. Δ. Αυγητίδη, “Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014, σελ. 99-102.

Έτσι στη περίπτωση των επενδυτικών συμβουλών το πιστωτικό ίδρυμα οφείλει πριν τη παροχή της συγκεκριμένης υπηρεσίας να ενημερώσει τον πελάτη σχετικά με τον αν αα) οι συμβουλές παρέχονται σε ανεξάρτητη βάση ή όχι. Αν παρέχονται σε ανεξάρτητη βάση οφείλει το πιστωτικό ίδρυμα να συμμορφώνεται παράλληλα και με τις προβλέψεις της παραγράφου 7 του Ν.4514/2018, ββ) οι συμβουλές στηρίζονται σε ευρεία ή πιο συνοπτική ανάλυση των προτεινόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων και ειδικά αν σχετίζονται με μέσα που εκδίδονται ή διατίθενται από επιχειρήσεις που συνδέονται στενά με το πιστωτικό ίδρυμα ή αν υφίσταται οποιαδήποτε άλλη σχέση νομική ή οικονομική τόσο στενή ώστε να επηρεάσει την ανεξαρτησία της επενδυτικής συμβουλής και να τη θέσει σε κίνδυνο και γγ) παρέχεται περιοδική αξιολόγηση της καταλληλότητας των προτεινόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η πληροφόρηση πρέπει επιπλέον να περιλαμβάνει όλα τα κόστη και τις επιβαρύνσεις που σχετίζονται με τις παρεχόμενες υπηρεσίες και των δυνατών τρόπων πληρωμής κατά τις ειδικότερες προβλέψεις της παρ. 4 περ. γ' του Ν.4514/2018, στα οποία περιλαμβάνεται το κόστος παροχής των συμβουλευτικών υπηρεσιών, το κόστος του χρηματοπιστωτικού μέσου. Ειδική πρόβλεψη υπάρχει και για την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου (παρ. 8 του ίδιου άρθρου) κυρίως σε ό,τι έχει να κάνει με χρηματική οφέλη από τη παροχή της υπηρεσίας. Παρόμοιες προβλέψεις σχετικές με αμοιβές και προμήθειες εντοπίζονται στη παράγραφο 9 ενώ στη συνέχεια ρυθμίζονται ζητήματα σχετικά με τη παροχή έρευνας από τρίτους καθώς και επίσης ζητήματα που αφορούν παροχές υπηρεσιών που περιλαμβάνουν προϊόντα ως μέρος ενός συνολικού πακέτου. Ειδικής μνείας χρήζει η παράγραφος 10 του άρθρου 24 του Ν. 4514/2018 αντιμετωπίζοντας ζητήματα σύγκρουσης συμφερόντων. Πιο συγκεκριμένα προβλέπεται ότι τα πιστωτικά ιδρύματα λειτουργώντας ως Α.Ε.Π.Ε.Υ πρέπει να λαμβάνουν τα απαιτούμενα μέτρα ώστε να διασφαλίζουν ότι οι αμοιβές και οι αξιολογήσεις των αποδόσεων του προσωπικού τους δε θα έρχονται σε αντίθεση με τα συμφέροντα των πελατών τους και δη δε θα υιοθετούν πολιτικές αμοιβών, στόχων ή πωλήσεων οι οποίες να δίνουν κίνητρα στο προσωπικό προώθησης προϊόντων τα οποία να ικανοποιούν τις πολιτικές αυτές σε βάρος των συμφερόντων των πελατών. Τέλος να αναφερθεί ότι δυνάμει της παραγράφου 12 του άρθρου 24 του Ν.4514/2018 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να επιβάλλει επιπλέον απαιτήσεις για ζητήματα που δεν ρυθμίζονται στον παρόντα νόμο.

2. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΣΥΜΒΑΤΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗ ΠΕΛΑΤΩΝ.

2.1 Υποχρέωση αξιολόγησης των προσώπων που παρέχουν πληροφόρηση

Στη παράγραφο 1 του άρθρου 25 του Ν.4514/2018 προβλέπεται η υποχρέωση σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων όταν λειτουργούν ως Α.Ε.Π.Ε.Υ αφενός να διασφαλίζουν, αφετέρου να αποδεικνύουν εφόσον τούτο τους ζητηθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ότι τα φυσικά πρόσωπα τα οποία λειτουργούν για λογαριασμό τους και τα οποία είναι επιφορτισμένα με τη παροχή επενδυτικών συμβουλών ή με τη γενικότερη πληροφόρηση σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις λοιπές επενδυτικές υπηρεσίες, κύριες ή παρεπόμενες, διαθέτουν τις απαιτούμενες ειδικές γνώσεις και ικανότητες ώστε να ανταποκρίνονται επιτυχώς στα καθήκοντά τους, τηρώντας τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στο άρθρο 24 του Ν.4514/2018. Αναγνωρίζεται για ακόμη μία φορά ότι η δραστηριοποίηση στο χώρο της κεφαλαιαγοράς δεν είναι απλή υπόθεση καθώς απαιτείται εξειδίκευση, ικανότητες και εμπειρία. Μέλημα του νομοθέτη είναι να διασφαλίσει ότι τα πρόσωπα που εμφανίζονται ως ειδικοί, γνώστες της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς, διαθέτουν πράγματι τις γνώσεις αυτές και είναι σε θέση να καθοδηγήσουν κατάλληλα τους υποψήφιους επενδυτές στη λήψη εκείνης της απόφασης η οποία λαμβάνει υπόψη και εκπληρώνει τα συμφέροντά τους. Ειδικά για τους ιδιώτες επενδυτές η σημασία της διάταξης αυτής απόκτα άλλη διάσταση καθώς η συναλλακτική τους αδυναμία – απειρία τους εκθέτει σε μεγαλύτερο βαθμό στους κινδύνους της κεφαλαιαγοράς και αναδεικνύει την ανάγκη συμβουλευτικής καθοδήγησης από εξειδικευμένα πρόσωπα με στόχο τη προστασία των συμφερόντων τους. Να επισημανθεί επιπλέον ότι η προώθηση επενδυτικών υπηρεσιών από εκείνους που αποδεδειγμένα διαθέτουν ικανότητες και ειδικές γνώσεις δεν κατατείνει μονάχα στη προστασία των επενδυτών αλλά και στη καλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς η οποία επιτυγχάνεται όταν οι επενδυτές συμμετέχουν ενεργά κάνοντας συνειδητές επιλογές και όχι τυχαίες κινήσεις ως προϊόν απειρίας, αμάθειας ή κακής πληροφόρησης.

2.2 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου καταλληλότητας

Το κανονιστικό πλαίσιο που εισάγει η MiFID II και κατ' επέκταση ο Ν.4514/2018, με γνώμονα τη παροχή πληρέστερης και υψηλότερου επιπέδου προστασίας των πελατών των πιστωτικών ιδρυμάτων υιοθετεί τη πολιτική “γνώρισε τον πελάτη”⁶¹. Η πολιτική αυτή στρέφεται γύρω από τρεις άξονες. Ο πρώτος είναι η ένταξη των πελατών σε κατηγορίες όπως πολλάκις έχει ήδη αναφερθεί, ο δεύτερος είναι ο έλεγχος καταλληλότητας όπως αναλύεται στη παρούσα και ο τρίτος είναι ο έλεγχος συμβατότητας όπως αναλύεται αμέσως παρακάτω.

Δυνάμει λοιπόν της παραγράφου 2 του άρθρου 25 του Ν.4514/2018 καθιερώνεται άλλη μία υποχρέωση σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων όταν λειτουργούν ως Α.Ε.Π.Ε.Υ, αυτής της διενέργειας ελέγχου καταλληλότητας. Ειδικότερα, κατά τη παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών των επενδυτικών συμβουλών ή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου⁶² υποχρεούνται να προβαίνουν σε έλεγχο καταλληλότητας των προτεινόμενων επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων. Ο έλεγχος αυτός συνίσταται στην άντληση, επεξεργασία και ανάλυση όλων των αναγκαίων πληροφοριών εκ μέρους των πελατών που σχετίζονται με τη γνώση και την εμπειρία τους στο τομέα των επενδύσεων και ειδικά σε σχέση με τα συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα και υπηρεσίες, τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, το βαθμό ανοχής τους στον κίνδυνο και τους επενδυτικούς στόχους, ώστε να είναι σε θέση να προτείνουν εκείνα τα χρηματοπιστωτικά μέσα και υπηρεσίες που είναι κατάλληλα για τον εκάστοτε πελάτη. Οι πληροφορίες αυτές είναι οι ελάχιστες που ζητά το πιστωτικό ίδρυμα στο πλαίσιο του ελέγχου καταλληλότητας, μη αποκλεισμένης της δυνατότητας άντλησης περισσότερων πληροφοριών αν τούτο κρίνεται αναγκαίο ενόψει και του επιδιωκόμενου σκοπού.

⁶¹ Βλ. Π. Αλεξάκη – Φ. Καρφάογλου, “Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 304.

⁶² Η επενδυτική δραστηριότητα της διαχείρισης χαρτοφυλακίου συνίσταται στη διαχείριση εκ μέρους των Α.Ε.Π.Ε.Υ χαρτοφυλακίων των πελατών τους, κατά τη διακριτική τους ευχέρεια, τα οποία συμπεριλαμβάνουν συνήθως περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, και στο πλαίσιο σχετικής εντολής που δίδεται από τους πελάτες.

Πρέπει δε να επισημανθεί ότι ο έλεγχος καταλληλότητας δεν προσμετρά την επιτυχία της επένδυσης⁶³ ούτε φυσικά την εγγυάται. Αυτό που κυρίως ενδιαφέρει είναι η επίδειξη κάθε δυνατής επιμέλειας εκ μέρους του πιστωτικού ιδρύματος με σκοπό τη προώθηση του πιο κατάλληλου για τον εκάστοτε επενδυτή προϊόντος ή υπηρεσίας.

Η υποχρέωση ελέγχου καταλληλότητας εξειδικεύεται έτι περαιτέρω στο άρθρο 12 της υπ' αριθμόν 1/452/1.11.2007 απόφασης του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς⁶⁴. Δυνάμει αυτού η πληροφόρηση που αντλείται εκ μέρους του πελάτη αποσκοπεί στη κατανόηση βασικών δεδομένων του πελάτη και στο σχηματισμό εύλογης πεποίθησης εκ μέρους του πιστωτικού ιδρύματος ότι η εν λόγω συναλλαγή α) συμπορεύεται με τους επενδυτικούς στόχους του συγκεκριμένου πελάτη, β) λαμβάνει υπόψη την οικονομική δυνατότητα του συγκεκριμένου πελάτη και ειδικά τη δυνατότητα του να αναλάβει το βάρος των σχετικών επενδυτικών κινδύνων σε συνάρτηση με τους επενδυτικούς του στόχους, γ) λαμβάνει υπόψη το επίπεδο γνώσεων και το βαθμό πείρας του συγκεκριμένου πελάτη ώστε να είναι σε θέση να αντιληφθεί τους σχετικούς κινδύνους. Ειδικά σε ό,τι έχει να κάνει με την οικονομική κατάσταση του κάθε πελάτη, οι πληροφορίες πρέπει να συμπεριλαμβάνουν στοιχεία σχετικά α) με τη προέλευση των τακτικών εισοδημάτων και το ύψος αυτών, β) τα εν γένει περιουσιακά του στοιχεία, γ) τις οικονομικές υποχρεώσεις που έχει αναλάβει σε τακτική βάση. Ιδιαίτερη ακόμη αναφορά επιχειρεί η ως άνω απόφαση για τη πληροφόρηση που υποχρεούται να λαμβάνει το πιστωτικό ίδρυμα στο πλαίσιο της υπηρεσίας των επενδυτικών συμβουλών συνεκτιμώντας α) τον χρονικό ορίζοντα που θέτει ο πελάτης για τη διατήρηση της επένδυσης, β) τις προτιμήσεις του σχετικά με την ανάληψη του κινδύνου, σε ποιον βαθμό δηλαδή αποστρέφεται ή όχι τον κίνδυνο, γ) το συνολικό επενδυτικό του προφίλ και δ) τους επενδυτικούς σκοπούς.

⁶³ Βλ. Ε. Αλεξανδρίδου, “Η προστασία του μικροεπενδυτή με βάση τις διατάξεις του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς”, Αρμενόπουλος, τεύχος 2/2021, σελ. 187-202.

⁶⁴ Βλ. Απόφαση υπ' αριθμόν 1/452/1.11.2007 απόφασης του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο <https://www.taxheaven.gr/circulars/6647/epitroph-kefalaiagoras-apofash-1-452-1-11-2007>

Τέλος αξίζει να επισημανθεί η ξεχωριστή αναφορά της απόφασης στη κατηγορία των επαγγελματιών πελατών οι οποίοι επειδή ακριβώς αντιμετωπίζονται ως πρόσωπα που διαθέτουν ειδικές γνώσεις και υψηλότερου επιπέδου πείρα σε σχέση με τους ιδιώτες σε ό,τι αφορά τις συναλλαγές στο χώρο της κεφαλαιαγοράς, τα προϊόντα και τις υπηρεσίες, συμβάλλουν στη ποιοτική διαφοροποίηση της υποχρέωσης ελέγχου καταλληλότητας ως προς τις πληροφορίες που υποχρεούνται να αντλήσουν τα πιστωτικά ιδρύματα για την επιτυχή ολοκλήρωση του ελέγχου.

Παρόμοιες κατευθυντήριες γραμμές ακολουθούνται και στην υπ' αριθμόν 50/14.12.2012 εγκύκλιο της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς⁶⁵. Μεταξύ των βασικότερων σημείων αναφέρουμε την υποχρέωση εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων να πληροφορούν με τρόπο σαφή και κατανοητό τους πελάτες σχετικά με το περιεχόμενο και τον σκοπό του ελέγχου καταλληλότητας και μάλιστα να τους ενθαρρύνουν ώστε να παρέχουν αξιόπιστες και επαρκείς πληροφορίες σχετικά με όλα τα αναγκαία στοιχεία για την επιτυχή ολοκλήρωση του ελέγχου. Ειδικότερα θα πρέπει να λαμβάνονται τα κατάλληλα μέτρα ώστε να διασφαλίζεται ότι οι παρεχόμενες πληροφορίες ανταποκρίνονται στη πραγματικότητα και είναι ορθές, πλήρεις και επικαιροποιημένες. Επιπλέον θα πρέπει να διασφαλίζεται ότι ο πελάτης έχει πλήρη επίγνωση των κινδύνων που σχετίζονται με την επένδυση καθώς επίσης και της σχέσης μεταξύ αυτού και της προσδοκώμενης απόδοσης. Όλες οι πληροφορίες που συλλέγονται θα πρέπει να είναι ανάλογες της φύσης και του εύρους της παρεχόμενης υπηρεσίας και του χρηματοπιστωτικού μέσου, λαμβάνοντας φυσικά υπόψη τις ανάγκες και το προφίλ του κάθε πελάτη. Πρέπει μάλιστα να καθίσταται σαφές στο πελάτη ότι ο έλεγχος καταλληλότητας αποτελεί υποχρέωση αποκλειστικά του ίδιου του πιστωτικού ιδρύματος ώστε να μη δημιουργείται η εντύπωση ότι αποφασίζει αυτός τη καταλληλότητα της επενδυτικής υπηρεσίας και του χρηματοπιστωτικού προϊόντος. Στη περίπτωση που το πιστωτικό ίδρυμα δεν εξασφαλίζει επαρκείς πληροφορίες για τη καταλληλότητα του προϊόντος ή της υπηρεσίας ή κρίνει βάσει αυτών ακατάλληλα το προϊόν ή την υπηρεσία οφείλει να ενημερώσει σχετικά τον πελάτη και υποχρεούται να μην προχωρήσει στη κατάρτιση της σχετικής συναλλαγής⁶⁶.

⁶⁵ Βλ. Εγκύκλιο υπ' αριθμόν 50/14.12.2012 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο <https://www.taxheaven.gr/circulars/15360/epitroph-kefalaiagoras-egkyklios-50-14-12-2012>

⁶⁶ Βλ. ο.π. Π. Αλεξάκη – Φ. Καλφάογλου, “Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών”.

2.3 Υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας

Παρόμοια διαδικασία με αυτή του ελέγχου καταλληλότητας, λιγότερο όμως επαχθής και επίπονη για το πιστωτικό ίδρυμα όταν λειτουργεί ως Α.Ε.Π.Ε.Υ συνιστά ο έλεγχος συμβατότητας ο οποίος δημιουργεί και την αντίστοιχη υποχρέωση. Δυνάμει λοιπόν της παραγράφου 3 του άρθρου 25 του Ν.4514/2018 προβλέπεται ότι κατά τη παροχή των λοιπών επενδυτικών υπηρεσιών, πλην αυτών των επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, τα πιστωτικά ιδρύματα έχουν την υποχρέωση άντλησης όλων των αναγκαίων πληροφοριών σχετικά με τις γνώσεις και την εμπειρία του συγκεκριμένου πελάτη στον επενδυτικό τομέα σε σχέση πάντα με το συγκεκριμένο προϊόν ή υπηρεσία, ώστε να είναι σε θέση να εκτιμήσουν κατά πόσο το προσφερόμενο προϊόν ή υπηρεσία ενδείκνυται για τον συγκεκριμένο πελάτη. Στο πλαίσιο αξιολόγησης της συμβατότητας του προϊόντος ή της υπηρεσίας λαμβάνεται υπόψη σύμφωνα και το άρθρο 13 παρ. 1 της υπ' αριθμόν 1/452/1.11.2007 απόφασης του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, κατά πόσο ο συγκεκριμένος πελάτης, ανάλογα με τις γνώσεις και τη πείρα που έχει, είναι σε θέση να κατανοεί και να αντιλαμβάνεται τους κινδύνους που συνδέονται με το προϊόν ή την υπηρεσία.

Αυτό που παρατηρείται εδώ είναι ότι ο έλεγχος συμβατότητας είναι μια πιο απλή και σύντομη διαδικασία σε σχέση με τον έλεγχο καταλληλότητας καθώς αρκείται στις πληροφορίες εκείνες που σχετίζονται με τις γνώσεις και την εμπειρία του πελάτη, μη λαμβάνοντας υπόψη επιπλέον παράγοντες όπως τη χρηματοοικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους. Πληροφορίες δηλαδή σχετικές με το βαθμό εξοικείωσής τους με επενδυτικές υπηρεσίες και προϊόντα καθώς επίσης και τα είδη αυτών, με το είδος, τη συχνότητα και το εύρος των συναλλαγών κατά το προηγούμενο χρονικό διάστημα, με το μορφωτικό και επαγγελματικό του επίπεδο. Σε ό,τι έχει να κάνει με τους επαγγελματίες πελάτες και τον έλεγχο συμβατότητας ισχύει η ίδια πρόβλεψη με αυτή του ελέγχου καταλληλότητας. Ειδικότερα σύμφωνα με το άρθρο 13 παρ. 2 της άνω απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς ένας επαγγελματίας θεωρείται ότι λόγω της ιδιότητάς του αυτής διαθέτει την αναγκαία εμπειρία και τις γνώσεις ώστε να μπορεί να αντιληφθεί τους κινδύνους που κρύβουν οι συγκεκριμένες επενδυτικές συναλλαγές, ή τα είδη των προϊόντων.

Εφόσον το πιστωτικό ίδρυμα μετά την άντληση και επεξεργασία των ως άνω πληροφοριών κρίνει ότι το προϊόν ή υπηρεσία δεν ενδείκνυται για το συγκεκριμένο πελάτη οφείλει να τον προειδοποιήσει σχετικά, έχοντας τη δυνατότητα να το πράξει τούτο με τυποποιημένη μορφή (άρθρο 25 παρ. 3 β' Ν.4514/2018). Στη περίπτωση δε που ο πελάτης δεν παράσχει τις αναγκαίες πληροφορίες ή αυτές κριθούν ανεπαρκείς για

την επιτυχή διενέργεια του ελέγχου συμβατότητας το πιστωτικό ίδρυμα τον προειδοποιεί ότι δεν δύναται να αξιολογήσει αν και κατά πόσο το σχεδιαζόμενο προϊόν ή υπηρεσία είναι ενδεδειγμένα για τον ίδιο (άρθρο 25 παρ. 3 γ' Ν.4514/2018).

Εξαιρέση από την υποχρέωση διενέργειας ελέγχου συμβατότητας προβλέπεται στη παράγραφο 4 του άρθρου 25 του Ν.4514/2018 υπό τις συγκεκριμένες προβλεπόμενες προϋποθέσεις οι οποίες πρέπει να συντρέχουν σωρευτικά, αποκλειστικά στη περίπτωση των υπηρεσιών της εκτέλεσης εντολών ή της λήψης και διαβίβασης εντολών με ή χωρίς παρεπόμενες υπηρεσίες.

Τέλος, να επισημανθεί ότι αν και δεν προβλέπονται ρητά στο νόμο οι συνέπειες μη τήρησης των υποχρεώσεων διενέργειας ελέγχου συμβατότητας και καταλληλότητας, από τις σχετικές διατάξεις συνάγεται ότι η ευθύνη των πιστωτικών ιδρυμάτων περιορίζεται στη γνωστοποίηση της κατά περίπτωση προβλεπόμενης προειδοποίησης του κάθε πελάτη. Συνεπώς, επαφίεται στη κρίση του κάθε πελάτη αν θα λάβει τη σχετική απόφαση αναλαμβάνοντας παράλληλα και τον αντίστοιχο κίνδυνο⁶⁷.

⁶⁷ Βλ. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, σελ. 684.

3. ΕΚΤΕΛΕΣΗ ΕΝΤΟΛΩΝ ΜΕ ΕΥΝΟΪΚΟΥΣ ΟΡΟΥΣ ΓΙΑ ΤΟΝ ΠΕΛΑΤΗ

3.1 Υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών

Επιμέρους έκφραση του γενικού κανόνα συμπεριφοράς των πιστωτικών ιδρυμάτων όταν λειτουργούν ως Α.Ε.Π.Ε.Υ να διαφυλάττουν τα συμφέροντα των πελατών τους συνιστά η υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών όπως τούτη προβλέπεται στα άρθρα 27 και 28 του Ν.4514/2018. Ειδικότερα στη παράγραφο 1 του άρθρου 27 αναφέρεται ότι οι Α.Ε.Π.Ε.Υ υποχρεούνται να λαμβάνουν κατά την εκτέλεση των εντολών εκ μέρους των πελατών τους επαρκή μέτρα με απώτερο σκοπό την επίτευξη του βέλτιστου για αυτούς αποτελέσματος. Για να το πετύχουν αυτό πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τις παραμέτρους που θέτει η διάταξη οι οποίες είναι η τιμή, το κόστος, η ταχύτητα, η πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, ο όγκος, η φύση, καθώς επίσης και οποιονδήποτε άλλο παράγοντα σχετίζεται με την εκτέλεση της εντολής και πάντοτε σε συνάρτηση με το προφίλ του κάθε επενδυτή. Προβάδισμα βέβαια δίνεται στην αυτονομία του επενδυτή καθώς σύμφωνα με το δεύτερο εδάφιο της παραγράφου 1 του άρθρου 27 όταν ο πελάτης έχει δώσει συγκεκριμένες οδηγίες για την εκτέλεση της εντολής τότε αυτή πρέπει να πραγματοποιείται σύμφωνα με τις οδηγίες αυτές⁶⁸.

Στη περίπτωση που η εκτέλεση εντολής αφορά ιδιώτη πελάτη η παράγραφος 2 του άρθρου 27 προβλέπει ότι το αποτέλεσμα που ικανοποιεί με το καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντά του προσδιορίζεται με βάση το συνολικό τίμημα όπως τούτο προσδιορίζεται από τη τιμή του χρηματοπιστωτικού μέσου και από τις πάσης φύσεως χρεώσεις, όπως είναι το κόστος της εκτέλεσης, οι αμοιβές του τόπου εκτέλεσης, τα έξοδα εκκαθάρισης και διακανονισμού και τυχόν λοιπές αμοιβές τρίτων.

⁶⁸ Βλ. Α. Καραγκουνίδη, “Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2007, σελ. 460-462.

Δυνάμει του άρθρου 21 της υπ' αριθμόν 1/452/1.11.2007 απόφασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όπως αυτή αναφέρθηκε και προηγουμένως εξειδικεύονται τα κριτήρια βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών τα οποία σύμφωνα με τη παράγραφο 1 αφορούν α) τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του κάθε πελάτη λαμβανομένης υπόψη της κατηγορίας στην οποία ανήκει, β) το περιεχόμενο της εντολής, γ) τα χαρακτηριστικά του χρηματοπιστωτικού μέσου που αφορά η εντολή, δ) τα χαρακτηριστικά του τόπου εκτέλεσης της εντολής.

Βασικό εργαλείο για την επίτευξη της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών συνιστά η λήψη εκ μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών οργανωτικών μέτρων και δη υιοθέτησης και εφαρμογής πολιτικής εκτέλεσης εντολών (άρθρο 27 παρ. 4 και επόμενα Ν.4514/2018), δυνάμει της οποίας και για κάθε κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων παρέχονται πληροφορίες για τους τόπους εκτέλεσης των εντολών αλλά και τους διάφορους παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή των τόπων αυτών. Πρέπει δε κατ' ελάχιστο να περιλαμβάνονται εκείνοι οι τόποι στους οποίους επιτυγχάνεται συστηματικά το βέλτιστο αποτέλεσμα κατά την εκτέλεση των εντολών. Η πολιτική εκτέλεσης εντολών πρέπει να γνωστοποιείται στο κάθε πελάτη πριν από τη παροχή των σχετικών υπηρεσιών λαμβάνοντας προς τούτο τη συναίνεσή του και πρέπει περιλαμβάνει κατά τρόπο κατανοητό, σαφή και επαρκή όλες τις πληροφορίες για το τρόπο εκτέλεσης των εντολών για λογαριασμό του κάθε πελάτη. Επιπλέον σύμφωνα με τη παρ. 1 του άρθρου 28 του Ν.4514/2018 οι διαδικασίες για την εκτέλεση των εντολών πρέπει να είναι ικανές να διασφαλίζουν την έγκαιρη, δίκαιη και ταχεία εκτέλεση των εντολών σε σχέση με εντολές άλλων πελατών ή με συμφέροντα της ίδιας της επιχείρησης επενδύσεων. Πρέπει δηλαδή να διασφαλίζεται ότι α) οι εντολές καταχωρούνται άμεσα και σωστά στο λογαριασμό του κάθε πελάτη, β) οι εντολές εκτελούνται άμεσα, με τη σειρά που λαμβάνονται εφόσον πρόκειται για συγκρίσιμες εντολές, εκτός αν τούτο δεν είναι εφικτό λόγω των συνθηκών της αγοράς, των συμφερόντων κάποιου εκ των πελατών που ενδεχομένως να επιτάσσουν διαφορετικό χειρισμό, των χαρακτηριστικών της εντολής, γ) υπάρχει ενημέρωση ειδικά του ιδιώτη πελάτη κάθε φορά που η εμφάνιση ενός προβλήματος είναι σε θέση να επηρεάσει την ορθή εκτέλεση της εντολής, δ) λαμβάνονται όλα τα αναγκαία μέτρα ώστε να αποφεύγεται η αθέμιτη χρήση των πληροφοριών που σχετίζονται με εκκρεμείς εντολές των πελατών⁶⁹.

⁶⁹ Βλ. Ν. Ρόκα, Χρ. Γκόρτσο, Α. Μικρουλέα, Χ. Λιβαδά, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, σελ. 691-692.

V. Νομική θεμελίωση ευθύνης στο πλαίσιο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σύμφωνα με τη πάγια νομολογία

Η παραβίαση των ως άνω υποχρεώσεων που επιβάλλονται σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων όταν λειτουργούν ως Α.Ε.Π.Ε.Υ εγείρει όπως είναι επόμενο και σχετικά ζητήματα ευθύνης. Το νομικό θεμέλιο της ευθύνης συνδέεται άμεσα με το ζήτημα της νομικής φύσης των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς του Ν.4514/2018. Εν συντομία να αναφερθεί ότι στη θεωρία έχουν διατυπωθεί δύο απόψεις για τη φύση των κανόνων. Η πρώτη, προσδίδοντας στους κανόνες αυτούς εποπτικό χαρακτήρα με το σκεπτικό ότι αποβλέπουν κυρίως στη προστασία του θεσμού της κεφαλαιαγοράς, άρα στην εξυπηρέτηση του δημοσίου συμφέροντος, τους εντάσσει στο χώρο του δημοσίου δικαίου, με αποτέλεσμα η παραβίασή τους να επάγεται κυρώσεις διοικητικής φύσεως. Η δεύτερη, η οποία είναι και η πλέον κρατούσα, δέχεται ότι οι υποχρεώσεις των Α.Ε.Π.Ε.Υ αναπτύσσουν παράλληλα και ιδιωτικού δικαίου έννομες συνέπειες, καθότι στοχεύουν και στη προστασία των επενδυτών, η οποία βέβαια συμβάλλει με τη σειρά της στην εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς όπως τούτο αναλύθηκε στην οικεία ενότητα⁷⁰. Πράγματι, κατά πάγια πλέον νομολογία η παράβαση των κανόνων συμπεριφοράς δύναται να θεμελιώσει σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων ευθύνη ενδοσυμβατική αλλά και αδικοπρακτική. Οι κυριότερες νομικές βάσεις στις οποίες έχει κατά καιρούς στηρίξει τη κρίση της η νομολογία των ελληνικών δικαστηρίων αναλύονται αμέσως παρακάτω.

Όπως προκύπτει από τις υπ' αριθμόν 1422/2021 και 1906/2017 αποφάσεις του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών, οι οποίες αποτελούν αντιπροσωπευτικό δείγμα της σχετικής και ιδιαιτέρως πλούσιας νομολογίας, η παραβίαση των υποχρεώσεων εκ μέρους της τράπεζας για ακριβή και πλήρη ενημέρωση των πελατών σχετικά με τη φύση και τους κινδύνους του επενδυτικού προϊόντος θεμελιώνει αδικοπρακτική ευθύνη σύμφωνα με τη διάταξη του άρθρου 914 ΑΚ, καθώς πληρούνται όλες οι σχετικές προϋποθέσεις της ανθρώπινης και παράνομης συμπεριφοράς, της υπαιτιότητας, της επέλευσης ζημίας και της αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της παράνομης και υπαίτιας συμπεριφοράς και του ζημιογόνου αποτελέσματος⁷¹.

⁷⁰ Βλ. Ε. Αλεξανδρίδου, “Η προστασία του μικροεπενδυτή με βάση τις διατάξεις του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς”, Αρμενόπουλος, τεύχος 2/2021, σελ. 187-202.

⁷¹ Βλ. σχετικά για τις προϋποθέσεις θεμελίωσης της αδικοπρακτικής ευθύνης του άρθρου 914 ΑΚ Α. Γεωργιάδη, “Εγχειρίδιο ειδικού ενοχικού δικαίου”, Π.Ν Σάκκουλας, 2014, σελ. 639-655.

Σύμφωνα με το σκεπτικό των άνω αποφάσεων η παρανομία των προστηθέντων υπαλλήλων της τράπεζας συνίστατο στη παράβαση των ερειδόμενων στη σχέση εμπιστοσύνης υποχρεώσεων διαφώτισης, ενημέρωσης, καθοδήγησης και προειδοποίησης των πελατών και συγκεκριμένα στη παράλειψη παροχής εκείνων των πληροφοριών που ήταν απαραίτητες για τους συγκεκριμένους επενδυτές προκειμένου να μπορέσουν να αντιληφθούν το είδος και τη λειτουργία της προτεινόμενης τοποθέτησης των κεφαλαίων τους αλλά και τους συνδεόμενους κινδύνους πριν τη λήψη της επενδυτικής απόφασης.

Πέραν των ως άνω θεμελιούμενων υποχρεώσεων που απορρέουν από τη γενική υποχρέωση πρόνοιας η προϋπόθεση της παρανομίας πληρείται και λόγω παραβίασης εκ μέρους της τράπεζας των συναλλακτικών υποχρεώσεων που προβλέπονται μεταξύ των άρθρων 24-28 του Ν.4514/2018. Στις υπό κρίση περιπτώσεις οι υπάλληλοι της τράπεζας όχι μόνο δεν παρείχαν κατάλληλη και σύμφωνη με το επενδυτικό προφίλ των πελατών πληροφόρηση σχετικά με τους όρους έκδοσης - λειτουργίας του επενδυτικού προϊόντος, πολύ περισσότερο δε σχετικά με τους ιδιαίτερος υψηλούς κινδύνους, παρά απέκρυσαν σκοπίμως ουσιώδεις πληροφορίες η γνώση των οποίων ήταν δεδομένο ότι θα τους απέτρεπε από τη κατάρτιση της συναλλαγής, δημιουργώντας συγχρόνως *“...πεπλανημένη πεποίθηση με την παράσταση ψευδών γεγονότων ως αληθινών... κατευθύνοντας δόλια τη βούλησή τους...”*. Η συμπεριφορά των υπαλλήλων πέρα από παράνομη ήταν και υπαίτια καθώς αποδείχθηκε ότι γνώριζαν πλήρως τα πραγματικά χαρακτηριστικά του προτεινόμενου προϊόντος, την ακαταλληλότητα του σε σχέση με το επενδυτικό προφίλ των συγκεκριμένων πελατών, τους υψηλούς κινδύνους που ενείχε η επένδυση τους οποίους δολίως αποσιώπησαν, την δεινή οικονομική κατάσταση της τράπεζας και το γεγονός ότι η χειροτέρευσή της θα προκαλούσε μετά βεβαιότητας ζημία στα συμφέροντα των πελατών αποδεχόμενοι με αυτό τον τρόπο την επέλευσή της. Πράγματι η παράνομη και υπαίτια συμπεριφορά των υπαλλήλων της τράπεζας όπως δέχεται το δικαστήριο στις σχετικές αποφάσεις ήταν ικανή κατά τα διδάγματα της κοινής πείρας και κατά τη συνήθη πορεία των πραγμάτων να επιφέρει ζημία η οποία όπως αποδείχθηκε πράγματι επήλθε και η οποία δε θα επερχόταν αν οι πρώτοι δεν είχαν ενεργήσει με τον ως άνω παράνομο τρόπο, πληρουμένης έτσι και της προϋπόθεσης της αιτιώδους συνάφειας. Πλέον της επιδίκασης της θετικής ζημίας που διέταξε το δικαστήριο υπολογιζόμενης στο ύψος της επένδυσης, επιδίκασε και χρηματική ικανοποίηση λόγω ηθικής βλάβης κατ' άρθρο 932 ΑΚ, ένεκα της στενοχωρίας που υπέστησαν οι πελάτες και της ψυχικής ταλαιπωρίας συνεπεία της παράνομης και υπαίτιας συμπεριφοράς των υπαλλήλων της τράπεζας.

Πέραν του νομικού θεμελίου του άρθρου 914 ΑΚ η ευθύνη της τράπεζας θεμελιώνεται και στο άρθρο 8 Ν.2251/1994, η παράγραφος 1 του οποίου ορίζει ότι, αυτός που παρέχει υπηρεσίες ευθύνεται για την αποκατάσταση οποιασδήποτε περιουσιακής ζημίας ή ηθικής βλάβης που προκάλεσε παράνομα και υπαίτια είτε με πράξη του είτε δια παραλείψεως κατά τη παροχή των υπηρεσιών σε καταναλωτή⁷². Ως παρέχων υπηρεσίες θεωρείται όποιος τις παρέχει κατά τρόπο ανεξάρτητο και στο πλαίσιο της επαγγελματικής του δραστηριότητας. Η τράπεζα, δραστηριοποιούμενη σε επαγγελματική βάση, υπό την έννοια ότι οι δραστηριότητές της πραγματοποιούνται κατά σταθερό και διαρκή και οργανωμένο τρόπο και με πρόθεση βιοπορισμού και λειτουργώντας ανεξάρτητα, έχοντας δηλαδή τη δυνατότητα να προσδιορίζει η ίδια το πεδίο δράσης της και τους όρους παροχής των υπηρεσιών της μη δεσμευόμενη από υποδείξεις πελατών της, καταλαμβάνεται από το ρυθμιστικό πεδίο του άρθρου 8 του Ν.2251/1994⁷³. Όπως διαπιστώνεται στις άνω αποφάσεις οι προϋποθέσεις έγερσης της αστικής ευθύνης σε αποζημίωση του άρθρου 914 ΑΚ δεν διαφέρουν από αυτές που θέτει το άρθρο 8 Ν.2251/1994. Άρα ισχύουν και εδώ όσα σημειώθηκαν προηγουμένως. Η βασική διαφορά μεταξύ των δύο βάσεων έγκειται στη κατανομή του βάρους απόδειξης. Στη περίπτωση του άρθρου 914 ΑΚ το βάρος επίκλησης και απόδειξης φέρει κατ' αρχήν ο ζημιωθείς, υπό την έννοια ότι πρέπει να αποδείξει όλα τα πραγματικά περιστατικά από τα οποία να προκύπτει η υπαίτια συμπεριφορά του ζημιώσαντος, η ζημία που υπέστην, καθώς επίσης και ο αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ των δύο τελευταίων⁷⁴. Ενώ από το συνδυασμό των παραγράφων 3 και 4 του άρθρου 8 προβλέπεται διαφορετική κατανομή του βάρους απόδειξης σε ό,τι έχει να κάνει με τον αιτιώδη σύνδεσμο, καθώς ο ζημιωθείς καλείται να αποδείξει τον αιτιώδη σύνδεσμο μεταξύ ζημίας και παροχής της υπηρεσίας, ενώ ως προς τον παρέχοντα θεσπίζεται

⁷² Ως καταναλωτής σύμφωνα με το άρθρο 1α παρ. 1 του Ν.2251/1994 όπως τούτο τροποποιήθηκε δυνάμει του άρθρου 100 παρ. 5 του Ν.4512/2018 σε συνδυασμό και με τη πάγια νομολογία (βλ. ενδεικτικά 244/2015 ΠΠΡ ΠΑΤΡ, 35/2015 ΠΠΡ ΛΑΡ, 6401/2002 ΕΦ ΑΘ) ορίζεται κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο πραγματοποιεί συναλλαγές αποδεχόμενο την οποιαδήποτε επενδυτική εν προκειμένω υπηρεσία, χωρίς να διαθέτει την απαιτούμενη εξειδίκευση και εμπειρία και ενεργώντας όχι για την κάλυψη επιχειρηματικής ή επαγγελματικής τους δραστηριότητας, αλλά για τη κάλυψη των δικών του ιδιωτικών αναγκών.

⁷³ Βλ. Α. Μαλισάγκο, “Υπαγωγή των κατηγοριών παροχής επενδυτικών, τραπεζικών και εν γένει χρηματοπιστωτικών και νομικών υπηρεσιών στο άρθρο 8 του ν. 2251/1994”, Αρμενόπουλος, 6/2006, σελ. 986-993.

⁷⁴ Βλ. ο.π Α. Γεωργιάδη, “Εγχειρίδιο ειδικού ενοχικού δικαίου”, Π.Ν Σάκκουλας, 2014, σελ. 654-655.

μαχητό τεκμήριο για τη συνδρομή της παράνομης και υπαίτιας συμπεριφοράς φέροντας ο ίδιος το βάρος να αποδείξει την έλλειψή τους⁷⁵. Να επισημανθεί ότι η πλειοψηφία των αποφάσεων που αποφάνθηκαν σε παρεμφερείς υποθέσεις επί ζητημάτων ευθύνης των πιστωτικών ιδρυμάτων κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών στηρίζουν τη κρίση τους κυρίως στις δύο άνω βάσεις του άρθρου 914 ΑΚ και του άρθρου 8 Ν.2251/1994⁷⁶.

Παράλληλα, γίνεται δεκτό ότι οι υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς του Ν.4514/2018 ερειδόμενες στη σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ τράπεζας και πελάτη και διερχόμενες μέσω της αρχής της καλής πίστης του άρθρου 288 ΑΚ, υπό την έννοια ότι αποτελούν εξειδίκευση αυτής, συνιστούν ουσιώδες μέρος του ενοχικού δεσμού μεταξύ των δύο με αποτέλεσμα η παραβίασή τους να οδηγεί παράλληλα και στη θεμελίωση ενδοσυμβατικής ευθύνης⁷⁷. Αν και αποτελούν παρεπόμενες υποχρεώσεις, προβλεπόμενες θα λέγαμε στο περιθώριο της ενοχής, δε παύουν να αντιμετωπίζονται ως συμβατικές υποχρεώσεις, οι οποίες γεννούν αντίστοιχα συμβατικές ευθύνες, καθώς η παράβασή τους συνιστά πλημμελή εκπλήρωση της παροχής⁷⁸. Στη βάση αυτή λοιπόν υπάρχουν αποφάσεις που δέχονται συρροή ενδοσυμβατικής και αδικοπρακτικής ευθύνης.

Ειδικότερα, σύμφωνα με το σκεπτικό της απόφασης 1350/18 ΑΠ η παράλειψη των υπαλλήλων της τράπεζας διαφώτισης, ενημέρωσης, ορθής πληροφόρησης και κατάλληλης καθοδήγησης για το είδος και τα χαρακτηριστικά της επένδυσης, συνεπεία της οποίας υπέστη ζημία ο ενάγων επενδυτής, συνιστά πλημμελή εκπλήρωση των υποχρεώσεων που θέτουν οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς, ως κανόνες που εξειδικεύουν τη γενική ρήτρα του άρθρου 288 ΑΚ. Σε αντίστοιχη περίπτωση το Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών με την υπ' αριθμόν 3184/2018 απόφαση δέχθηκε ότι η ελλιπής, ασαφής και παραπλανητική πληροφόρηση των πελατών της τράπεζας από μη εξειδικευμένους υπαλλήλους η οποία ώθησε τους πρώτους στην αγορά των επενδυτικών προϊόντων συνιστά παραβίαση των συναλλακτικών υποχρεώσεων σύμφωνα με τις αρχές των άρθρων 281ΑΚ και 288ΑΚ όπως τούτες εξειδικεύονται από τις διατάξεις του άρθρου 25 του Ν.3606/2007 (ήδη καταργηθείς από τον Ν.4514/2018).

⁷⁵ Βλ. Κ. Φουντεδάκη και λοιποί, “Δίκαιο προστασίας καταναλωτή”, Νομική Βιβλιοθήκη, 3η έκδοση, 2018, σελ. 553.

⁷⁶ Βλ. ενδεικτικά αποφάσεις 3253/2016 ΕΦ ΑΘ, 1350/18 ΑΠ, 619/2021 ΑΠ, 9/2019 ΕΦ ΛΑΜ, 18/2019 ΕΦ ΛΑΜ ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

⁷⁷ Βλ. Γ. Δέλλιο και λοιποί, “Το οικονομικό δίκαιο την εποχή της κρίσης”, 1ο συνέδριο Εταιρείας Μελέτης Εμπορικού και Οικονομικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2017, σελ. 15-16.

⁷⁸ Βλ. ενδεικτικά απόφαση 2/2022 Εφετείου Κρήτης ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

Παρομοίως η υπ' αριθμόν 459/2021 απόφαση του ΑΠ δέχεται υπαίτια πλημμελή εκπλήρωση της τράπεζας λόγω *“...αθέτησης του καθήκοντος παροχής συμβουλευτικής καθοδήγησης και προειδοποίησης του πελάτη αναφορικά με την ασφάλεια του επενδυθέντος κεφαλαίου του...”*. Και στις τρεις αυτές περιπτώσεις τα δικαστήρια δέχθηκαν ότι η παράλειψη της τράπεζας επίδειξης κάθε δυνατής επιμέλειας τήρησης της υποχρέωσης διαφώτισης, ενημέρωσης, κατάλληλης συμβουλής και γενικά όλων των υποχρεώσεων που επιβάλλουν οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς συνιστά, πέρα από πλημμελή εκπλήρωση της παροχής, και το πραγματικό του άρθρου 914 ΑΚ, καθώς επρόκειτο για κανόνες που τίθενται για τη προστασία της περιουσίας τρίτων και η παραβίαση των οποίων αντίκειται στο γενικότερο πνεύμα δικαίου και στις επιταγές της έννομης τάξης.

Αυτό που παρατηρεί κανείς μελετώντας τις οικείες δικαστικές αποφάσεις είναι η ιδιαίτερη αναφορά στη «σχέση εμπιστοσύνης» μεταξύ των δύο συμβαλλόμενων μερών. Στη πλειονότητα των αποφάσεων επαναλαμβάνεται σταθερά ότι *«... ειδικότερες μορφές της υποχρέωσης πρόνοιας, ασφάλειας και προστασίας των αγαθών των άλλων, η οποία θεμελιώνει το στοιχείο του παρανόμου... αποτελούν οι υποχρεώσεις διαφώτισης/ενημέρωσης και συμβουλευτικής καθοδήγησης/προειδοποίησης ... οι οποίες στηρίζονται στη σχέση εμπιστοσύνης ...»*. Επιβεβαιώνεται λοιπόν έτσι ότι η «σχέση εμπιστοσύνης», εν τέλει σχέση εξάρτησης, αποτελεί το βασικό έρεισμα της θεμελίωσης των προβλεπόμενων υποχρεώσεων σε βάρος των τραπεζών, εξηγώντας παράλληλα την έκταση και το βαθμό της προκύπτουσας ευθύνης κατά τη παράβασή τους.

Β' ΜΕΡΟΣ

VI. Η περίπτωση των Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου (Μ.Α.Ε.Κ)

1. Ιστορικό

Την 05.04.2011 η τράπεζα Κύπρου (εφεξής για λόγους συντομίας “η Τράπεζα”) προχώρησε στην έκδοση ενημερωτικού δελτίου για τη “δημόσια προσφορά και εισαγωγή για διαπραγμάτευση στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου και το Χρηματιστήριο Αθηνών μέχρι 1.342.422,297€ Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου ονομαστικής αξίας 1,00€ το καθένα”⁷⁹ προβαίνοντας σχετικά άμεσα στην έκδοσή τους και στη διάθεσή τους στο κοινό, τόσο στη Κύπρο όσο και στην Ελλάδα μέσω των υποκαταστημάτων της, και ιδίως σε πελάτες της – καταθέτες με τους οποίους διατηρούσε ήδη και επί μακρόν συναλλακτικές σχέσεις. Οι τίτλοι αυτοί παρουσιάζονταν στο κοινό υπό το πρόσχημα της μοναδικής ευκαιρίας, δημιουργώντας μάλιστα την πεποίθηση ότι επρόκειτο για μια εναλλακτική μορφή προθεσμιακής κατάθεσης. Δεν ήταν λίγες οι φορές όπου οι υπάλληλοι των τραπεζών συμπεριλαμβανόμενων και διευθυντικών στελεχών, προέτρεπαν τους πελάτες τους στη πρόωρη καταγγελία των προθεσμιακών συμβολαίων, η οποία όχι μόνο δεν συνοδευόταν από οποιαδήποτε προβλεπόμενη κύρωση λόγω της πρωιμότητας της καταγγελίας, αλλά οδηγούσε και στην παραίτηση της Τράπεζας από τα σχετικά δικαιώματα. Το κίνητρο άλλωστε ήταν πέραν του δέοντος δελεαστικό καθώς η αγορά Μ.Α.Ε.Κ προσέφερε υψηλότερο επιτόκιο σε σχέση με αυτό της προθεσμιακής κατάθεσης, ύψους 6,5% έως την 30.06.2016 και Euribor⁸⁰ έξι μηνών για το μετέπειτα διάστημα. Η ανταπόκριση, ως αποδείχθηκε στη πράξη, ήταν μεγάλη. Οι πανηγυρικές εξαγγελίες της Τράπεζας και οι διαβεβαιώσεις ότι επρόκειτο για ένα ασφαλές προϊόν με εγγυημένα και υψηλά περιθώρια κέρδους και εγγυημένη επιστροφή του κεφαλαίου κατά τη λήξη, σε συνδυασμό με την ελλιπή ή και παντελώς απύουσα πληροφόρηση σχετικά με τους ελλοχεύοντες κινδύνους αλλά και με το γεγονός ότι απευθύνονταν σε αδαείς κατά

⁷⁹ Βλ. Ενημερωτικό Δελτίο τράπεζας Κύπρου στο <https://www.bankofcyprus.com/globalassets/group/investor-relations/prospectuses/gr/cecsprospectusfinalgr.pdf>

⁸⁰ Για τον ορισμό του επιτοκίου Euribor βλ. σχετικά την αναφορά στην ιστοσελίδα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στο https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.el.html

κανόνα πελάτες με μηδαμινές γνώσεις και εμπειρία στο χώρο των επενδύσεων, δικαιολογούν πλήρως την ένταση και έκταση του φαινομένου που «ακούει» στο όνομα “Μ.Α.Ε.Κ”. Να αναφερθεί επιπλέον ότι καθόλου τυχαία δεν επιλέγονταν κατά βάση πελάτες οι οποίοι είχαν ήδη μακροχρόνια συνεργασία με τη Τράπεζα και οι οποίοι βασιζόμενοι στη σχέση εμπιστοσύνης που είχε αναπτυχθεί μεταξύ τους, αφέθηκαν στις συμβουλές και στη καθοδήγηση των ειδικών, έχοντας στην ουσία πλήρη άγνοια βασικών χαρακτηριστικών της επένδυσης, του υψηλού ρίσκου που αναλάμβαναν και γενικά όλων των ενδεχόμενων κινδύνων.

Στη πραγματικότητα η διάδοση των τίτλων αυτών, η ταχεία και μαζική διάθεσή τους κατά βάση στους πελάτες της τράπεζας, και ο τρόπος με τον οποίο αυτή πραγματοποιήθηκε, υπέκρυπτε την απεγνωσμένη προσπάθεια εκ μέρους της Τράπεζας να αποκρύψει την επαπειλούμενη κατάσταση αφερεγγυότητας, η οποία ήταν βέβαιο ότι θα επέλθει ως συνέπεια της δεινής οικονομικής της κατάστασης. Πιο συγκεκριμένα, εκείνη τη περίοδο η Τράπεζα είχε συγκεντρώσει ιδιαίτερα υψηλούς κινδύνους στον ισολογισμό της καθώς είχε επενδύσει σε Ο.Ε.Δ ύψους περί τα 2,4 δισεκατομμύρια και τα οποία σύμφωνα με εκτιμήσεις διεθνών οίκων θεωρούνταν μηδαμινής αξίας. Παράλληλα τα ίδια κεφάλαιά της υπολογίζονταν περί τα 2,5 δισεκατομμύρια. Η απομείωση της αξίας των Ο.Ε.Δ είχε ως αποτέλεσμα της πρόκληση ζημίας στα ίδια κεφάλαιά της ύψους 529.513.000 ευρώ, ζημία η οποία εσκεμμένα δεν αποτυπώθηκε λογιστικά στον ισολογισμό της καθώς τούτο θα είχε άμεση επίπτωση στην κεφαλαιακή της επάρκεια. Βρέθηκε λοιπόν η τράπεζα ιδιαιτέρως εκτεθειμένη στον κίνδυνο να καταστεί αφερέγγυα αν δεν διόρθωνε σύντομα τον δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας⁸¹.

⁸¹ Η κεφαλαιακή επάρκεια δείχνει κατά πόσο το ύψος, το είδος και η ποιότητα των κεφαλαίων μιας τράπεζας είναι σε θέση να αντιμετωπίσει και να καλύψει πιθανούς κινδύνους και ζημίες που τυχόν προκληθούν. Τα κεφάλαια μπορεί να προέρχονται από διάφορες πηγές, μια εκ των οποίων συνιστούν τα ίδια κεφάλαια, με άλλα λόγια το μετοχικό κεφάλαιο. Ο δείκτης που αντιστοιχεί στο ποσό των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με το ύψος των συνολικών κεφαλαίων, της συνολικής δηλαδή χρηματοδότησης, ονομάζεται δείκτης κεφαλαιακής επάρκειας. Η σημασία των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τα υπόλοιπα θεωρείται υψίστης σημασίας γιατί όταν μια τράπεζα χρηματοδοτείται κατά βάση με “ξένα” κεφάλαια δημιουργείται κίνητρο για τους μετόχους της τράπεζας μη συνετής διαχείρισης, αφού μια πιθανή “χρεωκοπία” μικρή σημασία θα είχε για τους ίδιους. Για να αποφύγει μια τράπεζα να καταστεί αφερέγγυα και σταδιακά να καταρρεύσει πρέπει το ποσό των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με το ποσό της λοιπής χρηματοδότησης να διατηρείται σε ποσοστό όχι μικρότερο του 8% σύμφωνα με τις συστάσεις της Βασιλείας III. Αν τώρα για οποιοδήποτε λόγο αναληφθούν κίνδυνοι και παρουσιασθούν ζημίες οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα τη μείωση των ιδίων κεφαλαίων η τράπεζα καλείται να εξεύρει τρόπους αύξησης των ιδίων κεφαλαίων σε βαθμό ώστε και πάλι να μπορεί να καλύπτει τους αναλαμβανόμενους κινδύνους. Βλ. πιο αναλυτικά Π. Αλεξάκη – Φ. Καλφάογλου, “Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019, σελ. 61-97.

Στη προσπάθεια της να αυξήσει τη κεφαλαιακή της επάρκεια απορροφώντας τις ζημίες που είχε υποστεί λόγω της επένδυσης σε Ο.Ε.Δ., δημιούργησε τα Μ.Α.Ε.Κ. τα οποία λόγω των ιδιαίτερων όρων έκδοσης και λειτουργίας και δη του όρου μετατρεψιμότητας όπως αναλύεται παρακάτω συνιστούν υπό προϋποθέσεις μετοχικό κεφάλαιο της Τράπεζας, ενώ όταν μετατραπούν σε μετοχές αυξάνουν τα βασικά ίδια κεφάλαια της Τράπεζας. Θα μπορούσε βέβαια να διορθώσει τον κλονισμένο δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας προχωρώντας σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου. Γνώριζε όμως ότι τόσο οι ήδη υπάρχοντες μέτοχοι όσο και οι νέοι, έχοντας τη δυνατότητα να πληροφορηθούν την πραγματική οικονομική της κατάσταση, δε θα διακινδύνευαν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε μια τράπεζα η οποία ήταν ένα βήμα πριν την οικονομική κατάρρευση. Για αυτό προτίμησε να απευθυνθεί στο καταναλωτικό, κατά βάση ανυποψίαστο, κοινό της ώστε να πετύχει τους στόχους της. Οι πελάτες της Τράπεζας στους οποίους διατέθηκαν τα Μ.Α.Ε.Κ φυσικά δεν γνώριζαν ούτε την οικονομική της κατάσταση ούτε τις βασικές επιδιώξεις που υπέκρυπτε η δημιουργία των τίτλων αυτών, πολύ περισσότερο δεν γνώριζαν τους πραγματικούς όρους έκδοσης και λειτουργίας αυτών των ιδιόμορφων και ιδιαίτερας πολύπλοκων προϊόντων.

Περί τα τέλη του 2011 το έλλειμμα κεφαλαίου της Τράπεζας δεν άργησε να γίνει αντιληπτό. Η κακή οικονομική της κατάσταση, ως συνέπεια του ύψους της κεφαλαιακής επάρκειας η οποία ήταν κάτω από τα ελάχιστα όρια, ήταν πλέον πασιφανής. Έτσι της ζητήθηκε η διαμόρφωση ελάχιστου δείκτη βασικών ιδίων κεφαλαίων, στα οποία δεν συμπεριλαμβάνονταν τα Μ.Α.Ε.Κ., ύψους 9%, σε σχέση με το ύψος των λοιπών μέσων χρηματοδότησης. Προκειμένου να πετύχει το στόχο αυτό η Τράπεζα προχώρησε το πρώτο εξάμηνο του 2012 στη μη καταβολή των τόκων επί των τοκομεριδίων των Μ.Α.Ε.Κ, προκειμένου να σημειωθεί μείωση στο σκέλος του παθητικού της και αντίστοιχη αύξηση στα βασικά ίδια κεφάλαια⁸². Δυστυχώς το μέτρο αυτό δεν ήταν αρκετό και έτσι δυνάμει του υπ' αριθμόν 103/29.03.2013 διατάγματος διάσωσης με ίδια μέσα (bail in)⁸³ της Κυπριακής Δημοκρατίας τέθηκε σε καθεστώς εξυγίανσης προκειμένου να αποκατασταθεί η κεφαλαιακή της επάρκεια.

⁸² Βλ. ο.π. Σ. Ψυχομάνη, “Η διάθεση στην Ελλάδα Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου (ΜΑΕΚ) ως καινοφανών ομολόγων ομολογιακού δανείου αλλοδαπής τράπεζας”, Δίκαιο Επιχειρήσεων Εταιριών, αρ. τεύχους 254, 01/2018, σελ. 23-24.

⁸³ Βλ. σχετικό διάταγμα στο http://www.cylaw.org/KDP/data/2013_1_103.pdf

Ακολούθησε στη συνέχεια η διαδικασία της ανακεφαλαιοποίησης με τη μετατροπή μεταξύ άλλων των μειωμένης εξασφάλισης τίτλων όπως ήταν τα Μ.Α.Ε.Κ αρχικά σε μετοχές Δ' τάξης⁸⁴ όπως τούτο προκύπτει δυνάμει του υπ' αριθμόν 278/30.07.2013 διατάγματος της Κυπριακής Δημοκρατίας⁸⁵ και εν συνεχεία σε συνήθεις μετοχές. Αυτό στη πράξη είχε ως αποτέλεσμα την υποχρεωτική και μονομερή μετατροπή των Μ.Α.Ε.Κ. σε μετοχές της Τράπεζας ονομαστικής αξίας εκάστη 0,01€, μετά δε και την ενοποίησή τους σε σύνολο των εκατό μετοχών, ονομαστικής αξίας (του συνόλου αυτού) 1€. Κάποιος δηλαδή ο οποίος είχε αγοράσει Μ.Α.Ε.Κ. ονομαστικής αξίας 100.000€ βρέθηκε με μετοχές ονομαστικής αξίας 1.000€, μηδενικής δηλαδή στη πράξη χρηματιστηριακής αξίας.

Αντιλαμβάνεται λοιπόν κανείς ότι μέσα σε λίγο χρονικό διάστημα ένας μεγάλος αριθμός ανυποψίαστων κυρίως καταναλωτών, βρέθηκε να έχει στα χέρια του τίτλους μηδενικής αξίας για τους οποίους όμως είχε πληρώσει αδρά, τοποθετώντας κεφάλαια ιδιαίτερα υψηλά, τα οποία προέρχονταν συνήθως από αποταμιεύσεις χρόνων, όπως τούτο προκύπτει από τις περιπτώσεις που διέβησαν το κατώφλι των δικαστικών αιθουσών.

⁸⁴ Τα χαρακτηριστικά αυτής της κατηγορίας μετοχών προσδιορίζονται στο υπ' αριθμόν 103/29.03.2013 διάταγμα της Κυπριακής Δημοκρατίας.

⁸⁵ Βλ. σχετικό διάταγμα στο [https://www.mof.gov.cy/mof/gpo/gazette.nsf/5851EA15FC3D5283C225872C0040611D/\\$file/4703%20%2030%207%202013%20%20PARARTIMA%20%2030%20%20%20MEROS%20%200I.pdf](https://www.mof.gov.cy/mof/gpo/gazette.nsf/5851EA15FC3D5283C225872C0040611D/$file/4703%20%2030%207%202013%20%20PARARTIMA%20%2030%20%20%20MEROS%20%200I.pdf)

2. Βασικά ζητήματα από τη κατάρτιση συναλλαγών σε Μ.Α.Ε.Κ

Σύμφωνα με σχετικές αποφάσεις της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών τα Μετατρέψιμα Αξιογράφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου συνιστούν περίπλοκα και ιδιόμορφα επενδυτικά προϊόντα⁸⁶. Η πολυπλοκότητά τους συνίσταται αφενός στην υβριδική τους φύση, υπό την έννοια ότι είναι κατασκευασμένα με τέτοιο τρόπο ώστε να συνδυάζουν διαφορετικούς τρόπους χρηματοδότησης, ήτοι και με ίδια και με ξένα μέσα⁸⁷, αφετέρου στην ιδιαίτερη δομή και λειτουργία όπως θα αναλυθεί στη πορεία. Συνδυάζουν με λίγα λόγια χαρακτηριστικά περισσότερων του ενός προϊόντων, δηλαδή ομολόγων και “*παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων*” όπως τούτο αναφέρεται και στην υπ' αριθμόν 3253/2016 απόφαση του Εφετείου Αθηνών, διαμορφώνοντας έτσι ένα ιδιαίτερο πραγματικό και νομικό καθεστώς. Έχει διατυπωθεί μάλιστα η άποψη ότι τα Μ.Α.Ε.Κ παρουσιάζουν ομοιότητες τόσο με τα ομόλογα ενός ομολογιακού δανείου όσο και με τις προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου⁸⁸. Η λειτουργία τους θα λέγαμε ότι προσιδιάζει εν μέρει στη λειτουργία των λεγόμενων CoCos τα οποία συνιστούν υβριδικά μέσα, σχεδιαζόμενα να απορροφούν ζημιές των τραπεζών λόγω της δυνατότητας αυτόματης μετατροπής τους σε ίδια κεφάλαια⁸⁹.

Μεταξύ των βασικών χαρακτηριστικών τους όπως τούτα παρατίθενται στο ενημερωτικό δελτίο της Τράπεζας αναφέρουμε τα εξής:

1) εκδίδονται ως αξιόγραφα και συγκεκριμένα ως ομόλογα ομολογιακού δανείου, ενσωματώνοντας απαίτηση για καταβολή της ονομαστικής αξίας και του τοκομεριδίου⁹⁰. Βέβαια δεν συγκεντρώνουν τα συνήθη χαρακτηριστικά των κοινών ομολόγων ομολογιακού δανείου. Ως “υβρίδια” διέπονται από ιδιαίτερους όρους οι οποίοι διαστρεβλώνουν τη βασική μορφή των κλασικών ομολόγων.

⁸⁶ Βλ. Β. Τουντόπουλο, “Νομικά ζητήματα από την κατάρτιση συναλλαγών σε Μετατρέψιμα Αξιογράφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου (ΜΑΕΚ). Σκέψεις σχετικά με την 278/2019 ΠολΠρωτΑθ.”, Αρμενόπουλος, αρ. τεύχους 2/2021, σελ. 212-218.

⁸⁷ Βλ. Β. Τουντόπουλο, “Κεφάλαιο και Χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα” στο <https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/ODE343/newTOUNDOPOULOS.pdf>

⁸⁸ Βλ. Σ. Μπεκάρη, “ΜΑΚ, ΜΑΕΚ και Τράπεζα Κύπρου – Ορισμένα ζητήματα νομικής φύσεως”, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

⁸⁹ Βλ. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2014/pdf/ecb~59d96fb181.fsrbox201411_05.pdf

⁹⁰ Βλ. ο.π. Σ. Ψυχομάνη, “Η διάθεση στην Ελλάδα Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου (ΜΑΕΚ) ως καινοφανών ομολόγων ομολογιακού δανείου αλλοδαπής τράπεζας”.

Πιο συγκεκριμένα 2) επρόκειτο για ομόλογα μειωμένης εξασφάλισης, άλλως ελάσσοнос προτεραιότητας. Σύμφωνα με το ενημερωτικό δελτίο που αναφέρεται και παραπάνω σε περιπτώσεις εκκαθάρισης της Τράπεζας οι αξιωματικές απαιτήσεις ικανοποιούνται τελευταία σε σχέση με τους πάσης φύσεως πιστωτές της Τράπεζας ακόμη και μετά από τους πιστωτές χαμηλής εξασφάλισης πιστωτές και πάντως πριν από τους μετόχους της Τράπεζας.

3) επρόκειτο για ομόλογα “αόριστης διάρκειας”, όχι υπό την έννοια της ότι δεν έχουν ημερομηνία λήξης και άρα μπορούν να πληρωθούν οποτεδήποτε άμα τη εμφανίσει τους, αλλά υπό την έννοια ότι συνιστούν ομόλογα “αιώνια” αόριστης δηλαδή διάρκειας, τα οποία εξοφλούνται κατά την απόλυτη κρίση της Τράπεζας, όπως τούτο προκύπτει επίσης από το ως άνω ενημερωτικό δελτίο. Στην ουσία λειτουργούν θα λέγαμε όπως τα perpetual bonds, τα ομόλογα δηλαδή ατελεύτητης διάρκειας, βασικά χαρακτηριστικά των οποίων είναι ότι α) συνιστούν ομόλογα εκδιδόμενα είτε ονομαστικά είτε ανώνυμα στο πλαίσιο σύναψης ενός ομολογιακού δανείου, β) ο κομιστής τους καταβάλλει την ονομαστική τους αξία έχοντας δικαίωμα απόκτησης των συμφωνηθέντων τοκομεριδίων, συνήθως ιδιαιτέρως υψηλών γ) ο κομιστής δεν έχει αξίωση επιστροφής της αρχικής καταβληθείσας αξίας η οποία κάθε άλλο παρά εγγυημένη θεωρείται, δ) ο εκδότης του ομολόγου δύναται οποτεδήποτε να το ανακαλέσει μονομερώς και κατά ελεύθερη βούληση (βλ. απόφαση 3961/2015 ΠΠΡ ΑΘ ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ).

4) θεμελιώνουν μονομερές δικαίωμα της Τράπεζας μετατροπής τους σε συνήθεις μετοχές και μάλιστα σε περιπτώσεις έκτακτων κεφαλαιακών αναγκών ή όταν τίθενται ζητήματα βιωσιμότητας της τράπεζας τίθεται ο όρος υποχρεωτικής μετατροπής τους σε μετοχές. Μάλιστα οι περιστάσεις οι οποίες δύναται να πυροδοτήσουν την υποχρεωτική μετατροπή ενδέχεται ορισμένες φορές να είναι τελείως απρόβλεπτες.

5) δίνουν το δικαίωμα στη Τράπεζα να αρνηθεί οποιαδήποτε στιγμή τη καταβολή των τόκων. Ειδικότερα, η Τράπεζα δύναται προαιρετικά και κατά τη κρίση της, με γνώμονα τη φερεγγυότητά της και την οικονομική της κατάσταση, να ακυρώσει τη καταβολή των τόκων, δίχως τούτο να συνεπάγεται αθέτηση εκ μέρους της της σχετικής υποχρέωσης. Σε περιπτώσεις μάλιστα όπου η Τράπεζα δεν ικανοποιεί τις ελάχιστες απαιτήσεις φερεγγυότητας σύμφωνα με τα οριζόμενα στο νομοθετικά προβλεπόμενο εποπτικό πλαίσιο υποχρεούται στην ακύρωση της πληρωμής των συμφωνηθέντων τόκων.

6) δίνουν το δικαίωμα στη Τράπεζα ανάλογα με τις συντρέχουσες περιστάσεις να αντικαθιστά ή να διαφοροποιεί τους όρους έκδοσης και λειτουργίας τους, γεγονός που θα δεσμεύει τους κατόχους των Μ.Α.Ε.Κ. παρά την απουσία συγκατάθεσής τους στους νέους όρους.

Ιδιαίτερης ακόμη επισήμανσης χρήζει η διαπίστωση που ενυπάρχει στο ενημερωτικό δελτίο περί ακαταλληλότητας των Μ.Α.Ε.Κ. για όλες τις κατηγορίες επενδυτών. Επειδή ακριβώς τα Μ.Α.Ε.Κ. συνιστούν νέα και πρωτόγνωρη μορφή επένδυσης με πολύπλοκους όρους λειτουργίας και υψηλούς κινδύνους, οι υποψήφιοι επενδυτές θα πρέπει να διαθέτουν κατάλληλες γνώσεις αλλά και εμπειρία προκειμένου να κατανοήσουν τη φύση και το τρόπο λειτουργίας τους, λαμβάνοντας υπόψη την οικονομική τους κατάσταση, τους επενδυτικούς τους στόχους και δη τους πιθανούς κινδύνους που συνδέονται με την επένδυση αυτή.

Τα προβλήματα που ανέκυψαν από τη κυκλοφορία των προϊόντων αυτών όπως υπαινίχθηκαν στην αρχή της παρούσας θεματικής παρουσιάζονται στο σημείο αυτό πιο ενδελεχώς. Προκειμένου λοιπόν η Τράπεζα να συγκεντρώσει όσο το δυνατόν πιο άμεσα περισσότερα κεφάλαια εξασφαλίζοντας και διασφαλίζοντας την απαιτούμενη ρευστότητα και εξισορροπώντας έτσι τον ήδη κλονισμένο δείκτη κεφαλαιακής της επάρκειας έσπευσε να προωθήσει τους τίτλους αυτούς κατά βάση στους πελάτες της με τους οποίους διατηρούσε ήδη μακροχρόνια συνεργασία, μαζικά και αδιακρίτως επενδυτικού προφίλ. Πιο συγκεκριμένα, όπως προκύπτει από την με αριθμό πρωτοκόλλου 4995/25.02.2013 έγγραφη σύσταση του Συνηγόρου του καταναλωτή⁹¹ μετά τις πολυάριθμες καταγγελίες που είχε αρχίσει να δέχεται η αρχή από καταναλωτές – επενδυτές εξαιτίας της ζημίας που υπέστην από τη τοποθέτηση των κεφαλαίων τους στην αγορά Μ.Α.Ε.Κ, η στρατηγική που ακολουθούσε η Τράπεζα μέσω των υπαλλήλων για την προώθηση των συγκεκριμένων προϊόντων (όπως τούτη προκύπτει από το περιεχόμενο ενός εσωτερικού της εγγράφου με τίτλο “Επιχειρήματα πώλησης ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΟΥ ΟΜΟΛΟΓΟΥ ΤΡΑΠΕΖΑΣ ΚΥΠΡΟΥ”), στηριζόταν σε μια λίστα πελατών της και όχι σε μια πρόσκληση γενικά απευθυνόμενη στο επενδυτικό κοινό. Οι συγκεκριμένοι αυτοί πελάτες δεν επιλέγονταν βάσει του επενδυτικού τους προφίλ όπως αποδείχθηκε στη πορεία, καθώς στη πλειοψηφία των περιπτώσεων τα ερωτηματολόγια που δίδονταν στους καταναλωτές για την εξακρίβωση της επενδυτικής εμπειρίας και γνώσης δεν ήταν συμπληρωμένα, ενώ σε άλλες περιπτώσεις υπήρχε μονάχα η τυπική υπογραφή των πελατών.

⁹¹ Βλ. σχετική σύσταση στο <http://www.synigoroskatanaloti.gr/docs/reports/2013-02-25-%CE%A3%CF%8D%CF%83%CF%84%CE%B1%CF%83%CE%B7-%CE%9A%CF%8D%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%85-%CE%9C%CE%91%CE%95%CE%9A.pdf>

Παράλληλα, οι διάφορες εγκύκλιοι που κυκλοφορούσαν μεταξύ των υπαλλήλων για τη προώθηση των Μ.Α.Ε.Κ., οι οποίοι να τονιστεί ότι σπάνια διέθεταν τη κατάλληλη πιστοποίηση για τη προώθηση των τίτλων αυτών, καθώς και άλλα έγγραφα στα οποία περιέχονταν “επιχειρήματα πώλησης” προέτρεπαν τους υπαλλήλους να παρουσιάζουν τα Μ.Α.Ε.Κ ως προϊόντα αντίστοιχα μιας προθεσμιακής κατάθεσης, πενταετούς διάρκειας, με προνομιακό επιτόκιο, περιοδικής απόδοσης τόκων κάθε έξι μήνες και εγγυημένη επιστροφή του αρχικώς καταβληθέντος κεφαλαίου κατά τη λήξη. Υπήρχε μάλιστα και έγγραφο με τίτλο “ΜΑΕΚ VS Κατάθεση” το οποίο συγκρίνοντας τα δύο προϊόντα μεταξύ τους εστίαζε στη διαπίστωση ότι *“τα ΜΑΕΚ φέρουν επιτόκιο 6,5% για τα πρώτα πέντε χρόνια, απόδοση που είναι υψηλότερη από την κατάθεση”*. Σε κανένα σημείο των εγγράφων που διετίθεντο στους πελάτες δεν γινόταν αναφορά στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και το τρόπο λειτουργίας των Μ.Α.Ε.Κ. και ειδικά στους κινδύνους που αναλάμβαναν οι κάτοχοι τους. Η Τράπεζα με λίγα λόγια εκμεταλλευόμενη τη πληροφοριακή ασυμμετρία μεταξύ αυτής και των πελατών της, την εν γένει διαπραγματευτική της υπεροχή και την ισχυρή οργανωτική και λειτουργική υποδομή της, διατηρώντας υποκαταστήματα σε όλη την Ελλάδα, δρώντας κακόπιστα και με σκοπό την εξυπηρέτηση των δικών της συμφερόντων σε βάρος των συμφερόντων των πελατών της τους έπεισε να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε Μ.Α.Ε.Κ, μετερχόμενη ψευδείς και παραπλανητικές πληροφορίες και αποκρύπτοντας δολίως και εντέχνως ουσιώδη δεδομένα αναγκαία για τη λήψη εκ μέρους των επενδυτών μιας τεκμηριωμένης και ορθής επενδυτικής απόφασης. Αντίστοιχες είναι οι αναφορές για τη δράση της Τράπεζας δια των προστηθέντων υπαλλήλων και στη πληθώρα των δικαστικών αποφάσεων που αποφάνθηκαν επί των διαφορών που ανέκυψαν μεταξύ αυτής και των πελατών της στο πλαίσιο των σχετικών συναλλαγών όπως το ζήτημα αυτό αναλύεται στη τελευταία υποενότητα που ακολουθεί.

3. Η θέση της ελληνικής νομολογίας στο ζήτημα της κατάρτισης συναλλαγών σε Μ.Α.Ε.Κ

Ο δρόμος για τη διαμόρφωση της πάγιας πλέον νομολογίας στην υπόθεση των Μ.Α.Ε.Κ. που εξέδωσε και διέθεσε η τράπεζα Κύπρου άνοιξε το 2015 δυνάμει των υπ' αριθμόν 3961/2015 και 3962/2015 αποφάσεων του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών. Ήδη βέβαια από τα μέσα του έτους 2013 οι πρώτες αιτήσεις ασφαλιστικών μέτρων καταναλωτών κατά της Τράπεζας έδιναν τα πρώτα σημάδια για αυτό που θα ακολουθούσε⁹².

3.1 Αποφάσεις υπέρ των ζημιωθέντων πελατών

Από τη πληθώρα των αποφάσεων που έχουν εκδοθεί από το 2015 έως και σήμερα σταχυολογούμε τα εξής σημεία όπως τούτα προέκυψαν από την ενδεικτική εξέταση ορισμένων εξ αυτών⁹³:

- 1) τα Μ.Α.Ε.Κ παρουσιάστηκαν στους πελάτες της Τράπεζας, οι οποίοι ως επί το πλείστον είχαν και την ιδιότητα του καταναλωτή, ως προϊόντα αντίστοιχα της λειτουργίας και της ασφάλειας που παρέχει μια προθεσμιακή κατάθεση, πενταετούς διάρκειας, σταθερού επιτοκίου 6,5% με περιοδική απόδοση τόκων κάθε έξι μήνες, και 100% εγγυημένης επιστροφής του κεφαλαίου κατά τη λήξη.
- 2) η στρατηγική που ακολούθησαν οι υπάλληλοι της Τράπεζας για τη προώθηση των Μ.Α.Ε.Κ βασιζόταν σε μια, οργανωμένη και βάσει ειδικά μελετημένου σχεδίου, προσέγγιση συγκεκριμένων πελατών με σκοπό τη μαζική προώθησή τους. Συγκεκριμένα οι υπάλληλοι σύμφωνα με τις συστάσεις και υποδείξεις της ίδιας της διοίκησης έπρεπε να επικεντρώνονται α) στην ανάδειξη των πλεονεκτημάτων των Μ.Α.Ε.Κ και κυρίως των υψηλών αποδόσεων, του μηδενικού ρίσκου και της ασφάλειας που δήθεν παρείχαν ως προϊόντα αντίστοιχα μιας προθεσμιακής κατάθεσης, β) στην σκόπιμη παρασιώπηση των κινδύνων που συνδέονταν με την επένδυση αυτή, γ) στην προσέγγιση πελατών, με πρωτοβουλία της Τράπεζας με τους οποίους είχαν χρόνια συναλλακτική σχέση, συνήθως καταθετών μεσαίας και υψηλής οικονομικής κατάστασης, οι οποίοι όντες εξοικειωμένοι με τη λειτουργία της προθεσμιακής κατάστασης θα ήταν διατεθειμένοι να δεσμεύσουν τα χρήματά τους για κάποια χρόνια απολαμβάνοντας υψηλότερες αποδόσεις, δ) στη πρόωρη και χωρίς καμιά ποινή καταγγελία των προθεσμιακών καταθέσεων με σκοπό να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε Μ.Α.Ε.Κ.
- 3) η πληροφόρηση την οποία είχαν λάβει οι πελάτες ήταν πέρα από ελλιπής, συνοπτική και αποσπασματική, εντελώς παραπλανητική και ειδικά κατευθυνόμενη στην αγορά

των προϊόντων. Συγκεκριμένα το από 05.04.2011 ενημερωτικό δελτίο ουδέποτε τέθηκε υπόψη των πελατών ούτε γνωστοποιήθηκε η ύπαρξη του με οιοδήποτε τρόπο. Η υπογραφή δε των τελευταίων στα σχετικά έγγραφα επιβεβαίωνε μόνο τυπικά τη γνώση των όρων του δελτίου και όχι την πραγματική και ουσιαστική πληροφόρηση του περιεχομένου του. Ακόμη όμως και αν είχε αποδειχθεί η πραγματική παράδοση του δελτίου στους πελάτες αυτή από μόνη της δεν αρκεί ώστε να αποδείξει τη πλήρη και κατάλληλη πληροφόρηση των αναγκαίων χαρακτηριστικών της επένδυσης καθώς επρόκειτο για ένα πολυσέλιδο, πυκνογραμμένο έγγραφο, με εξειδικευμένους και δυσνόητους όρους, που μόνο ένας ειδικός μπορεί να κατανοήσει. Τα υπόλοιπα δε προδιατυπωμένα έντυπα που δόθηκαν στους πελάτες ουδεμία αναφορά έκαναν στα ακριβή και πραγματικά χαρακτηριστικά της φύσης των Μ.Α.Ε.Κ, ενώ για ακόμη μία φορά η υπογραφή τους επιβεβαίωνε όχι μόνο το αντίθετο αλλά και ότι διέθεταν δήθεν τη γνώση και τις ικανότητες αξιολόγησης της επένδυσης.

4) το προφίλ των πελατών δεν δικαιολογούσε σε καμία περίπτωση την προώθηση των Μ.Α.Ε.Κ, καθώς επρόκειτο για προϊόντα με σύνθετους όρους έκδοσης και λειτουργίας και δη υψηλούς κινδύνους τα οποία θα έπρεπε εκ φύσεως να απευθύνονται σε επαγγελματίες επενδυτές και όχι σε πελάτες καταναλωτές με ιδιαίτερα συντηρητικό επενδυτικό προφίλ, οι οποίοι επεδίωκαν την ασφαλή τοποθέτηση των χρημάτων τους πραγματοποιώντας για τους λόγους αυτούς καταθέσεις είτε απλές είτε προθεσμιακές, συναλλασσόμενοι δηλαδή με τη Τράπεζα όπως ο μέσος αποταμιευτής.

5) η σχέση μεταξύ της Τράπεζας και των πελατών χαρακτηριζόταν ως ιδιαίτερης εμπιστοσύνης καθώς επρόκειτο για συνεργασία πολλών ετών. Στις περισσότερες περιπτώσεις η σχέση ξεκινούσε ήδη από την έναρξη λειτουργίας των υποκαταστημάτων της Τράπεζας στις διάφορες περιοχές. Να αναφερθεί επιπλέον ότι ειδικά στις επαρχίες οι υπάλληλοι είχαν και κοινωνικές σχέσεις με τους πελάτες.

6) μεταξύ της Τράπεζας και των πελατών καταρτίστηκε σιωπηρά σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών με αντικείμενο την υποχρέωση της πρώτης να παρέχει ειδικές συμβουλές και καθοδήγηση για τα επενδυτικά ζητήματα ανάλογα με το προφίλ του καθενός εξ αυτών και των επενδυτικών τους στόχων αλλά και κατάλληλη πληροφόρηση η οποία συνιστά απαραίτητη προϋπόθεση για τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων.

7) σε ορισμένες περιπτώσεις τη προώθηση των Μ.Α.Ε.Κ είχαν αναλάβει υπάλληλοι οι οποίοι δεν είχαν την απαραίτητη εξειδίκευση και τη κατάλληλη προς τούτο πιστοποίηση, ενώ ακόμη πιο προβληματικές ήταν κατά την άποψη της γράφουσας, οι περιπτώσεις όπου διευθυντικά στελέχη της τράπεζας, πιστοποιημένα από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών προσέγγισαν πελάτες τους

έχοντας πλήρη γνώση τόσο του ακατάλληλου επενδυτικού τους προφίλ για το συγκεκριμένο προϊόν όσο και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών του πολύ περισσότερο δε των υψηλών κινδύνων που ενείχε η επένδυση.

8) το γεγονός ότι σε κάποιες περιπτώσεις ορισμένοι εξ αυτών ήταν κάτοχοι αμοιβαίων κεφαλαίων ή μετοχών δεν αναιρεί το συντηρητικό τους προφίλ καθώς η εμπειρία και οι γνώσεις θα πρέπει να ελέγχονται κάθε φορά πάντοτε σε σχέση με το είδος της επένδυσης και γενικά με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε περίπτωσης.

9) οι υπάλληλοι της Τράπεζας παραβίασαν τις υποχρεώσεις που προβλέπονται στα άρθρα 24, 25, 27 του Ν.4514/2018 όπως αυτές αναλύθηκαν στην οικεία ενότητα, ήτοι την γενική υποχρέωση διαφύλαξης των συμφερόντων των πελατών και ειδικά της παραγράφου 2 του άρθρου 24 που αφορά περιπτώσεις δημιουργίας και πώλησης χρηματοπιστωτικών μέσων από το ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα, όπως εν προκειμένω, την υποχρέωση πληροφόρησης, την υποχρέωση διενέργειας ελέγχου καταλληλότητας λόγω της σιωπηρώς καταρτισθείσας σύμβασης επενδυτικών συμβουλών, την υποχρέωση διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων μεταξύ της ίδιας και των πελατών της, καθώς επίσης και την υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών.

10) η ευθύνη της Τράπεζας εδράζεται κατά βάση στη πλημμελή εκπλήρωση των υποχρεώσεων όπως αυτές πηγάζουν από τους κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς του Ν.4514/2018 ως κανόνες που εξειδικεύουν τη γενική αρχή των άρθρων 281 ΑΚ και 288 ΑΚ, στις διατάξεις περί αδικοπρακτικής ευθύνης του άρθρου 914 ΑΚ αλλά και του άρθρου 8 Ν.2251/1994.

11) σε ορισμένες περιπτώσεις τα δικαστήρια δέχθηκαν ότι η συμπεριφορά των προστηθέντων υπαλλήλων πληροί το πραγματικό της απάτης του άρθρου 147 ΑΚ.

12) οι ισχυρισμοί της Τράπεζας περί καταχρηστικής άσκησης δικαιώματος, περί συνυπολογισμού ζημίας και κέρδους και περί ύπαρξης συντρέχοντος πταίσματος απορρίπτονται στο σύνολό τους από την νομολογία ενώ ως προς τον ισχυρισμό περί διακοπής του αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ του ζημιογόνου γεγονότος και της επελθούσης ζημίας να σημειωθεί ότι αυτός τυγχάνει απορριπτέος στην πλειοψηφία των αποφάσεων, ενώ υπάρχουν ελάχιστες οι οποίες τον κάνουν δεκτό όπως προκύπτει από τα κατωτέρω αναφερόμενα.

3.2 Αποφάσεις υπέρ της Τράπεζας

Από τις ελάχιστες αποφάσεις οι οποίες αποφαίνονται υπέρ της Τράπεζας Κύπρου αναφέρουμε τις υπ' αριθμόν 813/2019 και 1136/2020 και 1512/2021 αποφάσεις του ΑΠ

οι οποίες κάνουν δεκτές τις σχετικές αιτήσεις αναίρεσης δεχόμενες την έλλειψη αιτιώδους συνδέσμου ως μια εκ των προϋποθέσεων για τη στοιχειοθέτηση της αδικοπρακτικής συμπεριφοράς της Τράπεζας. Ειδικότερα, αμφοτέρως δέχονται ότι η παράνομη και υπαίτια ζημιογόνος συμπεριφορά των υπαλλήλων της τράπεζας όπως αυτή εκδηλώθηκε τον Μάιο του 2011 δεν ήταν κατά τα διδάγματα της κοινής πείρας ικανή ούτε μπορούσε κατά τη συνηθισμένη πορεία των πραγμάτων και αντικειμενικά να επιφέρει τη ζημία των πελατών, που συνίστατο στην απώλεια του συνόλου της επένδυσής τους, χωρίς τη μεσολάβηση της νομοθετικής παρέμβασης της Κυπριακής Δημοκρατίας τον Ιούλιο του 2013. Η παρέμβαση αυτή αποτελεί περιστατικό έκτακτο και εξαιρετικό, ευρισκόμενο εκτός της συνήθους και κανονικής πορείας των πραγμάτων, μη δυνάμενο να προβλεφθεί το 2011 κατά τη σύναψη δηλαδή των επίμαχων συμβάσεων. Τέλος ξεχωριστής αναφοράς χρήζει η με αριθμό 278/2019 απόφαση του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών η οποία απέρριψε την αγωγή της ενάγουσας πελάτισσας κατά της Τράπεζας δεχόμενη ότι η αγορά Μ.Α.Ε.Κ ήταν αποτέλεσμα μιας συνειδητής επενδυτικής επιλογής της πρώτης, η οποία ήταν ιδιαιτέρως εξουκειωμένη με το χρηματοπιστωτικό σύστημα, πραγματοποιώντας επενδυτικές συναλλαγές υψηλών ποσών πέντε περίπου συναπτών ετών. Ως έμπειρη λοιπόν επενδύτρια ήταν σε θέση να αντιληφθεί τους όρους έκδοσης και λειτουργίας των Μ.Α.Ε.Κ και δη των υψηλών κινδύνων της επένδυσης. Παράλληλα, από τις έγγραφες ενημερώσεις που λάμβανε ανά τακτά χρονικά διαστήματα από τη τράπεζα σχετικά με τις αποτιμήσεις του χαρτοφυλακίου μπορούσε να αντιληφθεί ότι τα Μ.Α.Ε.Κ αναφέρονταν ως ομόλογα και όχι ως προθεσμιακές καταθέσεις αλλά και να διαπιστώσει τη σταδιακή απομείωση του κεφαλαίου γεγονός που αποδείκνυε ότι το κεφάλαιο δεν ήταν εξασφαλισμένο και εγγυημένο.

⁹² Βλ. 815/2014 ΜΠΡ ΑΘ (ΑΣΦ), 1632/2014 ΜΠΡ ΑΘ (ΑΣΦ), 9241/2014 ΜΠΡ ΑΘ (ΑΣΦ) ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

⁹³ Βλ. ενδεικτικά αποφάσεις 3961/2015 ΠΠΡ ΑΘ, 3962/2015 ΠΠΡ ΑΘ, 3184/2018 ΠΠΡ ΑΘ, 1422/2021 ΜΠΡ ΑΘ, 9/2019 ΕΦ ΛΑΜ, 18/2019 ΕΦ ΛΑΜ, 2973/2019 ΠΠΡ ΑΘ, 3961/2015 ΠΠΡ ΑΘ, 3962/2015 ΠΠΡ ΑΘ, 70/2017 ΕΦ ΑΝΑΤ. ΚΡΗΤ, 1182/2021 ΑΠ, 46/2020 ΕΦ ΛΑΜ, 1906/2017 ΠΠΡ ΑΘ, 3255/2020 ΕΦ ΑΘ ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Το αβέβαιο, πολύπλοκο και κινδυνώδες περιβάλλον της κεφαλαιαγοράς στο πλαίσιο του οποίου η προοπτική επίτευξης υψηλής συχνά κερδοφορίας εμφανίζεται ιδιαίτερος ελκυστική, ελλοχεύει συγχρόνως κινδύνους τους οποίους ο οποιοσδήποτε υποψήφιος επενδυτής και δη ο ιδιώτης επενδυτής που στερείται ειδικών γνώσεων, εμπειρίας αλλά και κατάλληλης πληροφόρησης, αδυνατεί να συλλάβει και να αξιολογήσει. Οι τράπεζες από την άλλη ως επιχειρήσεις οι οποίες ασχολούνται πλέον με τη κατ' επάγγελμα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών διαθέτουν πέρα από εξειδικευμένες γνώσεις και εμπειρία, πρόσβαση σε ποιοτικά και ποσοτικά διαφοροποιημένη πληροφόρηση σε σχέση με τους πελάτες της. Αυτή λοιπόν η διαπραγματευτική - συναλλακτική υπεροπλία των τραπεζών έναντι των πελατών τους επιτάσσει τη τήρηση ορισμένων υποχρεώσεων σε βάρος τους με γνώμονα τη προστασία τους και τη καλύτερη εξυπηρέτηση των συμφερόντων τους. Ας μη λησμονούμε άλλωστε ότι η προστασία των πελατών σε καμία περίπτωση δε λειτουργεί μονόπλευρα αλλά κατατείνει παράλληλα στην εύρυθμη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς στο σύνολό της. Όλα αυτά τα ζητήματα όπως αναδύθηκαν μέσα από την υπόθεση της έκδοσης και διάθεσης των Μ.Α.Ε.Κ της Τράπεζας Κύπρου επιβεβαίωσαν έτι μια φορά όχι μόνο την ιδιαίτερα αυξημένη ευθύνη που υπέχουν οι τράπεζες κατά τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, ειδικά όταν συναλλάσσονται με ιδιώτες πελάτες στο πρόσωπο των οποίων αποτυπώνεται το πρότυπο του μέσου καταναλωτή, αλλά πολύ περισσότερο την ανάγκη προστασίας και διαφύλαξης των συμφερόντων τους, όπως άλλωστε τούτο επιτάσσει η «σχέση εμπιστοσύνης – εξάρτησης».

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- Σ. Ψυχομάνης, “Εγχειρίδιο Τραπεζικού Δικαίου”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016.
- Ν. Ρόκας, Χρ. Γκόρτσος, Α. Μικρουλέας, Χ. Λιβαδάς, “Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016.
- Σ. Ψυχομάνης, “Τραπεζικό Δίκαιο – Δίκαιο Τραπεζικών Συμβάσεων”, Σάκκουλας Θεσσαλονίκη, 1999.
- Δ. Παπαστερίου, “Γενικές Αρχές Αστικού Δικαίου”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη.
- Μ. Κόρδη – Αντωνοπούλου, “Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων”, 2^η έκδοση, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2012.
- Σ. Δ. Ρεπούσης, “Τραπεζικές Υπηρεσίες”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2005.
- Β. Δ. Τουντόπουλος, “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015.
- Ε. Αλεξανδρίδου, “Η προστασία του μικροεπενδυτή με βάση τις διατάξεις του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς”, Αρμενόπουλος, τεύχος 2/2021.
- Δ. Αυγητίδης, “Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2014.
- Σ. Ψυχομάνης, “Τραπεζικό Δίκαιο”, 2^η έκδοση, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2016.
- Α. Καραγκουνίδης, “Ζητήματα αστικής ευθύνης τραπεζών και ΕΠΕΥ για ζημιές επενδυτών από τη διάθεση σύγχρονων χρηματοπιστωτικών μέσων (από την MIFID στην MIFID II), Αρμενόπουλος, τεύχος 10, 2015.
- Χ. Ταρνανίδου, “Η οργανωμένη αγορά, κοινοτικό δίκαιο και εθνική εναρμόνιση”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2008.
- Χ. Γκόρτσος, “Η αναπροσαρμογή του πλαισίου άσκησης εποπτείας στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό σύστημα σύμφωνα με την “έκθεση de Larosiere”, Χρηματοπιστωτικό Δίκαιο, τεύχος 1/2009.
- Α. Καραγκουνίδης, “Προστασία του επενδυτή στο δίκαιο των επενδυτικών υπηρεσιών”, Σάκκουλας Αθήνα-Θεσσαλονίκη.
- Π. Αλεξάκης – Φ. Καλφάογλου, “Το κανονιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2019.
- Χρ. Γκόρτσος, Π. Σταϊκούρας, Χ. Λιβαδάς, “Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς”, Ελληνικό Τραπεζικό Ινστιτούτο, Φεβρουάριος 2009.
- Σ. Ψυχομάνης, “Η διάθεση στην Ελλάδα Μετατρέψιμων Αξιογράφων Ενισχυμένου Κεφαλαίου (ΜΑΕΚ) ως καινοφανών ομολόγων ομολογιακού δανείου αλλοδαπής

τράπεζας”, Δίκαιο Επιχειρήσεων Εταιριών, αρ. τεύχους 254, 01/2018.

- Γ. Τριανταφυλλάκης, “Εισηγήσεις Εμπορικού Δικαίου”, Νομική Βιβλιοθήκη, 2009.
- Β. Τουντόπουλος, “Νομικά ζητήματα από την κατάρτιση συναλλαγών σε Μετατρέψιμα Αξιόγραφα Ενισχυμένου Κεφαλαίου (ΜΑΕΚ). Σκέψεις σχετικά με την 278/2019 ΠολΠρωτΑθ.”, Αρμενόπουλος, αρ. τεύχους 2/2021.
- Α. Γεωργιάδης, “Εγχειρίδιο ειδικού ενοχικού δικαίου”, Π.Ν Σάκκουλας, 2014.
- Γ. Δέλλιος και λοιποί, “Το οικονομικό δίκαιο την εποχή της κρίσης”, 1ο συνέδριο Εταιρείας Μελέτης Εμπορικού και Οικονομικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2017.
- Α. Μαλισάγκος, “Υπαγωγή των κατηγοριών παροχής επενδυτικών, τραπεζικών και εν γένει χρηματοπιστωτικών και νομικών υπηρεσιών στο άρθρο 8 του ν. 2251/1994”, Αρμενόπουλος, 6/2006.
- Κ. Φουντεδάκη και λοιποί, “Δίκαιο προστασίας καταναλωτή”, 3η έκδοση, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018.

ΔΙΚΤΥΟΓΡΑΦΙΑ

- ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ

- Έκθεση Segre

<http://aei.pitt.edu/31823/>

- Σ. Μπεκάρης, “ ΜΑΚ, ΜΑΕΚ και Τράπεζα Κύπρου – Ορισμένα ζητήματα νομικής φύσεως”, ΤΝΠ ΝΟΜΟΣ.

- Πρώτη οδηγία 77/780/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 12ης Δεκεμβρίου 1977

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX%3A31977L0780>

- Λευκή Βίβλος 14/06/1985

[https://eur-lex.europa.eu/legal-](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51985DC0310&from=EL)

[content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51985DC0310&from=EL](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:51985DC0310&from=EL)

- Οδηγία 89/646/ΕΟΚ του Συμβουλίου της 15ης Δεκεμβρίου 1989

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX%3A31989L0646>

- Κείμενο Πολιτικής για Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες

https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/el/FTU_2.6.13.pdf

- Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής 14/11/2000

[https://eur-](https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0722:FIN:EN:PDF)

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0722:FIN:EN:PDF](https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0722:FIN:EN:PDF)

- Έκθεση Ευρωπαϊκής Επιτροπής 15/11/2000

[https://eur-](https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0729:FIN:EN:PDF)

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0729:FIN:EN:PDF](https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2000:0729:FIN:EN:PDF)

- Έκθεση επιτροπής Lamfalussy

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf

- Απόφαση υπ' αριθμόν 2/452/1.11.2007 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

http://www.ethe.org.gr/files/pdf/_200711115656.pdf

- Απόφαση υπ' αριθμόν 1/452/1.11.2007 απόφασης του Δ.Σ. της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

[https://www.taxheaven.gr/circulars/6647/epitroph-kefalaiagoras-apofash-1-452-1-11-](https://www.taxheaven.gr/circulars/6647/epitroph-kefalaiagoras-apofash-1-452-1-11-2007)

[2007](https://www.taxheaven.gr/circulars/6647/epitroph-kefalaiagoras-apofash-1-452-1-11-2007)

- Εγκύκλιος υπ' αριθμόν 50/14.12.2012 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

[https://www.taxheaven.gr/circulars/15360/epitroph-kefalaiagoras-egkyklios-](https://www.taxheaven.gr/circulars/15360/epitroph-kefalaiagoras-egkyklios-50-14-12-2012)

[50-14-12-2012](https://www.taxheaven.gr/circulars/15360/epitroph-kefalaiagoras-egkyklios-50-14-12-2012)

- Ενημερωτικό Δελτίο τράπεζας Κύπρου 05/04/2011

<https://www.bankofcyprus.com/globalassets/group/investor-relations/prospectuses/gr/cecsprospectusfinalgr.pdf>

- Ιστοσελίδα Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας σχετικά με επιτόκια αναφοράς

https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.el.html

- Β. Τουντόπουλος, “Κεφάλαιο και χρέος: Διάκριση και Υβριδικά Μορφώματα”

<https://eclass.aueb.gr/modules/document/file.php/ODE343/newTOUNDOPOULOS.pdf>

- Διάταγμα Κυπριακής Δημοκρατίας 29/03/2013

http://www.cylaw.org/KDP/data/2013_1_103.pdf

- Διάταγμα Κυπριακής Δημοκρατίας 30/07/2013

[https://www.mof.gov.cy/mof/gpo/gazette.nsf/5851EA15FC3D5283C225872C0040611D/\\$file/4703%20%2030%207%202013%20%20PARARTIMA%20%203o%20%20%20MEROS%20%20I.pdf](https://www.mof.gov.cy/mof/gpo/gazette.nsf/5851EA15FC3D5283C225872C0040611D/$file/4703%20%2030%207%202013%20%20PARARTIMA%20%203o%20%20%20MEROS%20%20I.pdf)

- https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2014/pdf/ecb~59d96fb181.fsrbox201411_05.pdf

- Σύσταση Συνηγόρου του Καταναλωτή

<http://www.synigoroskatanaloti.gr/docs/reports/2013-02-25-%CE%A3%CF%8D%CF%83%CF%84%CE%B1%CF%83%CE%B7-%CE%9A%CF%8D%CF%80%CF%81%CE%BF%CF%85-%CE%9C%CE%91%CE%95%CE%9A.pdf>