



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ
Εθνικόν και Καποδιστριακόν
Πανεπιστήμιον Αθηνών
— ΙΔΡΥΘΕΝ ΤΟ 1837 —

ΝΟΜΙΚΗ ΣΧΟΛΗ

Π.Μ.Σ.: ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ
ΕΙΔΙΚΕΥΣΗ: ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟ ΕΤΟΣ: 2021-2022

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
της Αστέρας Παντελή Τσίρκα
A.M.: 7340122102017

Ζητήματα ευθύνης του Διαχειριστή Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων

Επιβλέπουσα καθηγήτρια: κα. Λιβαδά Χριστίνα

Αθήνα, 31.10.2022

Copyright © [Αστέρω Τσίρκα, 31.10.2022]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα.

Οι απόψεις και θέσεις που περιέχονται σε αυτήν την εργασία εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Εθνικού και Καποδιστριακού Πανεπιστημίου Αθηνών.

ΔΗΛΩΣΗ ΠΕΡΙ ΜΗ ΠΡΟΣΒΟΛΗΣ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ ΠΝΕΥΜΑΤΙΚΗΣ ΙΔΙΟΚΤΗΣΙΑΣ

Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία, την οποία υποβάλλω, δεν περιλαμβάνει στοιχεία προσβολής δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας σύμφωνα με τους ακόλουθους όρους τους οποίους διάβασα και αποδέχομαι:

1. Η διπλωματική εργασία πρέπει να αποτελεί έργο του υποβάλλοντος αυτήν υποψήφιου διπλωματούχου.
2. Η αντιγραφή ή η παράφραση έργου τρίτου προσώπου αποτελεί προσβολή δικαιώματος πνευματικής ιδιοκτησίας και συνιστά σοβαρό αδίκημα, ισοδύναμο σε βαρύτητα με την αντιγραφή κατά τη διάρκεια της εξέτασης. Στο αδίκημα αυτό περιλαμβάνεται τόσο η προσβολή δικαιώματος πνευματικής ιδιοκτησίας άλλου υποψήφιου διπλωματούχου όσο και η αντιγραφή από δημοσιευμένες πηγές, όπως βιβλία, εισηγήσεις ή επιστημονικά άρθρα. Το υλικό που συνιστά αντικείμενο λογοκλοπής μπορεί να προέρχεται από οποιαδήποτε πηγή. Η αντιγραφή ή χρήση υλικού προερχόμενου από το διαδίκτυο ή από ηλεκτρονική εγκυκλοπαίδεια επιφέρει τις ίδιες δυσμενείς ένομες συνέπειες με τη χρήση υλικού προερχόμενου από τυπωμένη πηγή ή βάση δεδομένων.
3. Η χρήση αποσπασμάτων από το έργο τρίτων είναι αποδεκτή εφόσον, αναφέρεται η πηγή του σχετικού αποσπάσματος. Σε περίπτωση επί λέξει μεταφοράς αποσπάσματος από το έργο άλλου, η χρήση εισαγωγικών ή σχετικής υποσημείωσης είναι απαραίτητη, ούτως ώστε η πηγή του αποσπάσματος να αναγνωρίζεται.
4. Η παράφραση κειμένου, αποτελεί προσβολή δικαιώματος πνευματικής ιδιοκτησίας.
5. Οι πηγές των αποσπασμάτων που χρησιμοποιούνται θα πρέπει να καταγράφονται πλήρως σε πίνακα βιβλιογραφίας στο τέλος της διπλωματικής εργασίας.
6. Η προσβολή δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας επισύρει την επιβολή κυρώσεων. Για την επιβολή των ενδεδειγμένων κυρώσεων, τα αρμόδια όργανα της Σχολής θα λαμβάνουν υπόψη παράγοντες όπως το εύρος και το μέγεθος του τμήματος της διπλωματικής εργασίας που συνιστά προσβολή δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας. Οι κυρώσεις θα επιβάλλονται, ύστερα από γνώμη της τριμελούς εξεταστικής επιτροπής με απόφαση της Συνέλευσης της Σχολής, και μπορούν να συνίστανται στον μηδενισμό της διπλωματικής εργασίας (με ή χωρίς δυνατότητα επανυποβολής), τη διαγραφή από τα Μητρώα των μεταπτυχιακών φοιτητών, καθώς και την επιβολή πειθαρχικών ποινών, όπως η αναστολή της φοιτητικής ιδιότητας του υποψήφιου διπλωματούχου.

Επιπλέον, παρέχω τη συναίνεσή μου, ώστε ένα ηλεκτρονικό αντίγραφο της διπλωματικής εργασίας μου να υποβληθεί σε ηλεκτρονικό έλεγχο για τον εντοπισμό τυχόν στοιχείων προσβολής δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας.

Ημερομηνία

31/10/2022

Υπογραφή Υποψηφίου



Αστέρω Τσίρκα

Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ	9
Εισαγωγή στους Οργανισμούς Εναλλακτικών Επενδύσεων και στους Διαχειριστές τους	9
1.1. Η Οδηγία για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΑΙΦΜΔ) και το γενικότερο πλαίσιο αυτής	9
1.2. Οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων που ρυθμίζονται από την ΑΙΦΜΔ	12
1.2.1. Ορισμός ΟΕΕ και εξειδίκευση των στοιχείων προκειμένου ένα επενδυτικό κεφάλαιο να χαρακτηριστεί ΟΕΕ (α. 4 παρ. 1 Ν. 4209/2013)	13
1.2.2. Αντιπροσωπευτικά παραδείγματα επενδυτικών οντοτήτων που θεωρούνται ΟΕΕ για τους σκοπούς της Οδηγίας	17
1.3. Νομοθετικά ρυθμισμένοι τύποι ΟΕΕ στο ελληνικό δίκαιο	20
1.3.1. Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.) (α. 7 Ν. 2992/2002)	20
1.3.2. Εταιρεία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.) (α. 5-9 Ν. 2367/1995)	21
1.3.3. Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας (α. 1-20 Ν. 2778/1999)	21
1.3.4. Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων με τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου (α.37-56 Ν. 4706/2020)	22
1.4. Οι εξαιρέσεις της Οδηγίας	23
1.4.1. Ο ασφαλής λιμένας της παρ. 3 του άρθρου 2 της Οδηγίας	24
1.4.2. Εξαιρέσεις ως προς τους μικρούς ΔΟΕΕ (α. 3 παρ. 2-4 της Οδηγίας)	25
1.5. Ο Διαχειριστής Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων	26
1.5.1. Ο προσδιορισμός του ΔΟΕΕ και της ΑΕΔΟΕΕ	26
1.5.2. Εσωτερική και Εξωτερική Διαχείριση	27
1.5.3. Τύποι ΔΟΕΕ κατά τον Καν. 694/2014	28
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ	30
Οι Δραστηριότητες ενός ΔΟΕΕ	30
2.1. Διαχείριση ενός ή περισσοτέρων ΟΕΕ	30
2.1.1. Διαχείριση Χαρτοφυλακίου (Portfolio Management)	32
2.1.2. Διαχείριση κινδύνων (Risk management)	32
2.2. Παροχή υπηρεσιών	33
2.2.1. Διοίκηση του ΟΕΕ	34
2.2.2. Εμπορική προώθηση (Marketing)	35
2.2.3. Δραστηριότητες σχετικές με τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ	36
2.3. Παροχή Επενδυτικών υπηρεσιών	37
2.3.1. Διαχείριση χαρτοφυλακίου επενδύσεων (Individual Portfolio Management)	39

2.3.2. Παρεπόμενες υπηρεσίες δευτέρου βαθμού.....	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ	42
Οι Υποχρεώσεις του ΔΟΕΕ	42
3.1. Τήρηση των γενικών αρχών καλής επιχειρηματικής συμπεριφοράς.....	42
3.1.1. Υποχρέωση πίστης	42
3.1.2. Υποχρέωση επιμέλειας.....	44
3.2. Υποχρεώσεις ως προς τις αποδοχές των στελεχών του ΔΟΕΕ.....	46
3.2.1. Μισθολογικές πολιτικές και Πολιτική Αμοιβών	46
3.2.2. Επιτροπή Αμοιβών/Αποδοχών.....	49
3.2.3. Εφαρμογή της αρχής της αναλογικότητας στο πλαίσιο της πολιτικής αμοιβών του ΔΟΕΕ	50
3.3. Υποχρεώσεις σε περίπτωση ανάθεσης λειτουργιών του ΔΟΕΕ.....	50
3.3.1. Προϋποθέσεις για την ανάθεση λειτουργιών	51
3.3.2. Όρια στην ανάθεση των λειτουργιών	53
3.4. Υποχρεώσεις ως προς τη διαχείριση χαρτοφυλακίου.....	55
3.4.1. Ειδικές υποχρεώσεις για τους ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται μοχλευμένους ΟΕΕ	55
3.4.2. Ειδικές υποχρεώσεις για τους ΔΟΕΕ που πραγματοποιούν επενδύσεις σε θέσεις τιτλοποίησης	56
3.4.3. Ειδικές υποχρεώσεις για τους ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ που αποκτούν τον έλεγχο σε μη εισηγμένες εταιρείες.....	57
3.5. Υποχρεώσεις ως προς τη διαχείριση κινδύνων.....	59
3.5.1. Υποχρέωση καθορισμού ορίων κινδύνου	59
3.5.2. Λειτουργία διαρκούς διαχείρισης κινδύνων	60
3.5.3. Πολιτική Διαχείρισης κινδύνων	60
3.5.4. Μέτρηση και Διαχείριση κινδύνων.....	60
3.5.5. Λειτουργικός και ιεραρχικός διαχωρισμός της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων.....	61
3.5.6. Αξιολόγηση- παρακολούθηση και επανεξέταση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων.....	61
3.6. Υποχρεώσεις ως προς τη διαχείριση ρευστότητας.....	62
3.7. Υποχρεώσεις διαφάνειας.....	64
3.7.1. Παροχή πληροφοριών στους υποψήφιους επενδυτές του ΟΕΕ	64
3.7.2. Περιοδική παροχή πληροφοριών στους επενδυτές του ΟΕΕ.....	65
3.7.3. Υποβολή εκθέσεων και παροχή πληροφοριών στις αρμόδιες εποπτικές αρχές (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)	67
3.7.4. Υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου (Καν. 1129/2017).....	68
3.8. Υποχρεώσεις κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών.....	69

3.9. Πρόσθετες Υποχρεώσεις του ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ ως Διαχειριστή Περιουσιακών Στοιχείων.....	71
3.10. Υποχρέωση πιστοποίησης καταλληλότητας (α. 93 Ν. 4514/2018).....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ	74
Ευθύνη του ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ	74
4.1. Εισαγωγή στην ευθύνη του ΔΟΕΕ/ της ΑΕΔΟΕΕ.....	74
4.2. Η ευθύνη του α. 5 παρ. 1 του Ν. 4209/2013-ΑΙΦΜΔ.....	76
4.3. Η επαγγελματική ευθύνη που προκύπτει από τις δραστηριότητες του ΔΟΕΕ/ της ΑΕΔΟΕΕ.....	77
4.4. Ευθύνη του άρθρου 19 παρ. 10 του Ν.4209/2013- ΑΙΦΜΔ.....	79
4.5. Φύση της ευθύνης.....	81
4.5.1. Τι νομική μορφή λαμβάνει η ανάθεση της διαχείρισης των επενδύσεων του ΟΕΕ στην ΑΕΔΟΕΕ;.....	82
4.5.2. Η αρχή της καλής πίστης	84
4.6. Είδος της ευθύνης- Ιδίως η ευθύνη προς αποζημίωση.....	85
4.7. Αδικοπρακτική ευθύνη.....	86
4.8. Χαρακτηριστικά της ευθύνης.....	88
4.8.1. Υπαιτιότητα.....	88
4.8.2. Προσωπική ή επιχειρηματική ευθύνη;	88
4.8.3. Η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ σε περίπτωση ανάθεσης λειτουργιών σε τρίτους.....	90
4.9. Θεμελίωση των λοιπών προϋποθέσεων ευθύνης.....	91
4.10. Ευθύνη από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και την άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων (Ν. 4514/2018).....	93
4.10.1. Διοικητικές κυρώσεις	93
4.10.2. Συμβατική ευθύνη.....	93
4.10.3. Υποχρεώσεις του Ν. 4514/2018 και 288 ΑΚ.....	95
4.10.4. Αδικοπρακτική ευθύνη	96
4.10.5. Ευθύνη βάσει του α. 8 Ν. 2291/1994	97
4.11. Ευθύνη από την παράβαση διατάξεων του Καν. 596/2014.....	98
4.11.1. Κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών.....	98
4.11.2. Χειραγώγηση της αγοράς	100
4.11.3. Διοικητικές και ποινικές κυρώσεις του Ν. 4443/2016	101
4.11.4. Αστική Ευθύνη	102
4.12. Ευθύνη από την παράβαση των διατάξεων του Καν. 1129/2017.....	103
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	105
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	107

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η έννοια του Διαχειριστή Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ) είναι άρρηκτα συνδεδεμένη τόσο με την Οδηγία 2011/61/ΕΕ, η οποία έχει εισάγει ένα αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο για τις συγκεκριμένες νομικές οντότητες, όσο και με τους ίδιους τους Οργανισμούς Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ), οι οποίοι δεν έχουν αποτελέσει μέχρι σήμερα αντικείμενο νομοθετικής ρύθμισης. Η νομοθετική ρύθμιση των ΔΟΕΕ, παρόλο που αποτέλεσε την απάντηση στην απαίτηση για αυστηρή εποπτεία των εναλλακτικών επενδύσεων μετά τον αντίκτυπο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης στις χρηματαγορές, εκφράζει και τη παγκόσμια και διαρκώς αυξανόμενη ανάγκη για εξεύρεση χρηματοδοτικών λύσεων και εν γένει επενδυτικών κεφαλαίων, μακριά από την «μέγγενη» της τραπεζικής δανειοδότησης.

Η ανάγκη αυτή διαφαίνεται και από το γεγονός ότι κατά το έτος 2020 οι Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ) ξεπέρασαν τους 30.000 σε όλο τον ευρωπαϊκό χώρο, ενώ η καθαρή αξία του ενεργητικού τους ανέρχονταν στο ποσό των 5,9 τρισεκατομμυρίων ευρώ¹. Η δυναμική τόσο των ΔΟΕΕ όσο και των κεφαλαίων που αυτοί διαχειρίζονται αποτυπώνεται και στον ελλαδικό οικονομικό χώρο, καθώς κατά το έτος 2021 λειτούργησαν δέκα Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΑΕΔΟΕΕ), η καθαρή αξία του ενεργητικού των οποίων ανέρχεται σε 417,80 εκατομμύρια ευρώ².

Δημιουργείται, συνεπώς, έντονο ενδιαφέρον σχετικά με το ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τους ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ και ακολούθως την ευθύνη των εξαιτίας της αρμοδιότητάς τους ως διαχειριστές, τόσο έναντι των αρμοδίων εποπτικών αρχών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), όσο και ενδεχομένως έναντι του ίδιου του ΟΕΕ και των επενδυτών-μεριδιούχων του. Στη γενικότερη συζήτηση συμβάλλει και το γεγονός ότι εισήχθη με τον Ν. 4706/2020 μία νέα μορφή ΟΕΕ, διαχειριστής της οποίας ορίζεται η ΑΕΔΟΕΕ.

Η παρούσα διπλωματική εργασία χωρίζεται σε τέσσερα κεφάλαια. Αρχικά, (ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ) παρουσιάζεται συνοπτικά η έννοια του Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων, όπως αυτή προκύπτει από τον ορισμό που δίδεται στο νόμο, καθώς και αντιπροσωπευτικών παραδειγμάτων επενδυτικών οντοτήτων που θεωρούνται ΟΕΕ τόσο σε ευρωπαϊκό όσο και σε ελληνικό πλαίσιο και η έννοια του ΔΟΕΕ και της ΑΕΔΟΕΕ. Στη συνέχεια, (ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ) περιγράφονται οι δραστηριότητες του ΔΟΕΕ/της ΑΕΔΟΕΕ, οι οποίες συνάγονται από την Οδηγία 2011/61/ΕΕ (και αντιστοίχως τον Ν. 4209/2013) και οι οποίες σε μεγάλο βαθμό αποτελούν προσδιοριστικό στοιχείο της έννοιας του ΔΟΕΕ. Περαιτέρω, (ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ)

¹ Βλ. ESMA Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2022, 3.2.2022, ESMA50-165-1948, 9

² Βλ. Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2021 (Μάρτιος 2022),81.

αναλύονται οι υποχρεώσεις με τις οποίες πρέπει να συμμορφώνεται ο ΔΟΕΕ/η ΑΕΔΟΕΕ, οι οποίες αφορούν όλο το εύρος των δραστηριοτήτων του, προερχόμενες τόσο από την Οδηγία 2011/61/ΕΕ (και αντιστοίχως τον Ν. 4209/2013), όσο και από άλλα νομοθετήματα τα οποία τυγχάνουν εφαρμογής (ιδίως ο Ν. 4514/2018). Τέλος (ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ), επιχειρείται να απαντηθεί το ερώτημα, δεδομένης της έλλειψης σχετικής νομοθετικής ρύθμισης, εάν –υπό το πρίσμα του Ν. 4209/2013– υφίσταται ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών του. Ειδικότερα, διερευνάται εάν οι υποχρεώσεις με τις οποίες καλείται να συμμορφωθεί η ΑΕΔΟΕΕ –εκτός από εποπτικού δικαίου κανόνες, οι οποίοι συνεπάγονται την επιβολή διοικητικών κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε περίπτωση παράβασής τους– μπορούν να αποτελέσουν και τη βάση για θεμελίωση αστικής (αποζημιωτικής) ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών του. Ακολουθώς, ενόψει των αυξημένων κινδύνων που συνεπάγεται η δράση της (λ.χ. ριψοκίνδυνες επενδυτικές αποφάσεις, επενδύσεις με χαμηλή απόδοση, σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών κ.α.), εξετάζεται η πιθανότητα να θεμελιωθεί η αστική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ, στις γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου. Επιπλέον, δεδομένης της ολοένα και αυξανόμενης παρουσίας μεριδίων ΟΕΕ ή μετοχών ΑΕΔΟΕΕ στη ρυθμιζόμενη αγορά, παρουσιάζονται συνοπτικά και κάποιες διατάξεις του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, η παράβαση των οποίων ενδεχομένως είναι ικανή να θεμελιώσει ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

Εισαγωγή στους Οργανισμούς Εναλλακτικών Επενδύσεων και στους Διαχειριστές τους

1.1. Η Οδηγία για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (AIFMD) και το γενικότερο πλαίσιο αυτής

Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ³ προσφέρει ένα αυστηρό ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο⁴ κανόνων σε πανευρωπαϊκό επίπεδο για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ), οι οποίοι είναι υπεύθυνοι για τη διαχείριση ενός σημαντικού ποσού επενδυμένων περιουσιακών στοιχείων στην Ευρωπαϊκή Ένωση⁵. Παρόλο τη σημαντική αυτή επιρροή των ΟΕΕ στην ευρωπαϊκή αγορά, μέχρι και σήμερα δεν έχει θεσπιστεί κανένα ενιαίο ρυθμιστικό πλαίσιο για τους ίδιους⁶. Επίσης, μέχρι τη θέσπιση της Οδηγίας, ουδεμία ειδικότερη νομοθετική ρύθμιση υπήρχε για τους διαχειριστές τους. Η απουσία τέτοιας ρύθμισης καλυπτόταν από την εφαρμογή της MiFiD για όσους ΔΟΕΕ είχαν αδειοδοτηθεί να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες⁷.

Η θέσπιση της Οδηγίας ήταν το αποτέλεσμα μίας γενικότερης έντονης ρυθμιστικής τάσης που επικράτησε στην Ευρώπη, μετά την χρηματοπιστωτική κρίση του 2008, ότε και τα κράτη-μέλη προσπάθησαν να αντιμετωπίσουν τον αντίκτυπο αυτής, υλοποιώντας τις δεσμεύσεις έναντι των ηγετών της G-20 περί της αναθεώρησης των χρηματοπιστωτικών αγορών παγκοσμίως⁸.

Παράλληλα, πολλοί αναλυτές θεώρησαν –χωρίς επαρκείς ενδείξεις– ότι τα hedge funds είχαν σημαντικό μερίδιο για την πρόκληση της χρηματοπιστωτικής κρίσης⁹. Σε κάθε περίπτωση θεωρήθηκε ότι, ακόμη και εάν δεν προκάλεσαν την κρίση, η αδιαφάνεια που χαρακτηρίζει τις δραστηριότητές τους, η χρηματοδότησή τους μέσω του τραπεζικού συστήματος, καθώς και η επιθετική επενδυτική πολιτική που ακολουθούν μπορεί να πολλαπλασιάσει ή να ενισχύσει τους κινδύνους για την σταθερότητα της αγοράς μέσω του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος¹⁰.

³ Όπου κατωτέρω θα χρησιμοποιηθεί για λόγους απλούστευσης η «Οδηγία», θα εννοείται η Οδηγία 2011/61/ΕΕ, Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, L 174/1 της 1.7.2011.

⁴ Βλ. και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 4

⁵ Βλ. Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 1.

⁶ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 1.2.

⁷ Βλ. Zetzsche D., Introduction in D. Zetzsche (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, (Third Edition), 2020 Kluwer Law International BV, The Netherlands, 9.

⁸ Βλ. Duncan A, Curtin E. and Crosignani M., *Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers*, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6, No. 3, 326, καθώς και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 89.

⁹ Βλ. Μούζουλας Σ., *Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων*, Εκδ. Σάκκουλα Αθήνα- Θεσσαλονίκη, 2015, Εισαγωγή, § 3

¹⁰ Βλ. Zetzsche D., Introduction in D. Zetzsche (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, ο.π., 3, Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 2 και Λαγαρία Αικ., *Οι Κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση, Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο*, Νομική Βιβλιοθήκη, 2017, 418.

Κατ' αποτέλεσμα, η προστασία από τον συστημικό κίνδυνο που συνεπάγονται η φύση και η ποικιλομορφία των δραστηριοτήτων ενός ΟΕΕ αποτέλεσε βασικό στόχο της Οδηγίας¹¹, καθώς η απουσία οποιασδήποτε κανονιστικής ρύθμισης ήταν ενδεχομένως η αιτία της χρηματοπιστωτικής κρίσης¹². Η συζήτηση, πάντως, για το εάν πράγματι η θέσπιση και η εφαρμογή της Οδηγίας εξυπηρέτησε αυτόν τον στόχο παραμένει μέχρι σήμερα ανοιχτή¹³.

Σε κάθε περίπτωση, η ανάγκη προστασίας των επενδυτών αποτέλεσε επιδίωξη της Οδηγίας, δίδοντας όμως αυτή τη φορά το προβάδισμα στους επαγγελματίες επενδυτές και αφήνοντας την προστασία των ιδιωτών στην πρωτοβουλία των εθνικών νομοθεσιών, λαμβανομένου υπόψιν και του ρυθμιστικού χαρακτήρα των διατάξεων της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ¹⁴.

Έτσι, τον Απρίλιο του 2009 δημοσιεύτηκε η Πρόταση της Οδηγίας για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ), η οποία υιοθετήθηκε τελικά από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβούλιο την 8^η Ιουνίου 2011. Η Οδηγία ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με τον Ν. 4209/2013 (ΦΕΚ Α' 253/ 21.11.2013).

Επιβεβλημένη είναι, σε αυτό το σημείο, μία αναφορά στο γενικότερο πλαίσιο της Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), το οποίο αποτελείται από περισσότερες νομοθετικές και μη νομοθετικές πράξεις¹⁵.

Αναλυτικότερα, η Οδηγία 2011/61/ΕΕ συντίθεται από κανόνες γενικού περιεχομένου (κανόνες πλαίσιο), οι οποίοι αντιστοιχούν σε κανόνες πρώτου επιπέδου¹⁶ και γι' αυτό το λόγο αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από ασαφείς διατάξεις, οι οποίες χρήζουν περαιτέρω εξειδίκευσης. Παράλληλα δε αρκετά άρθρα της Οδηγίας προβλέπουν την έκδοση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατ' εξουσιοδότηση νομοθετικών πράξεων¹⁷. Έτσι, βαδίζουμε στους κανόνες δευτέρου επιπέδου που περιλαμβάνονται στο γενικότερο πλαίσιο της AIFMD. Εδώ περιλαμβάνονται κανόνες που είτε συμπληρώνουν ορισμένα μη ουσιώδη στοιχεία της Οδηγίας με την έκδοση από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων είτε αυτοί θεσπίζονται, προκειμένου να εφαρμοστούν ενιαία οι νομικές δεσμεύσεις που περιέχονται στην Οδηγία (κατόπιν ρητής

¹¹ βλ. Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 2-3.

¹² Βλ. Duncan A., Curtin E and Crosignani M., *Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers*, ο.π., 326

¹³ Βλ. Μούζουλας Σ., *Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων*, ο.π., 10

¹⁴ *Ibid*, 4.

¹⁵ Βλ. Zetzsche D., *Introduction in D. Zetzsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive*, ο.π., 6

¹⁶ Σύμφωνα με την διαδικασία Lamfalussy II, ο ευρωπαϊκός μηχανισμός θέσπισης κανόνων διαρθρώνεται σε τέσσερα επίπεδα, βλ. αναλυτικότερα Τουντόπουλος Β., *Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς (Β' έκδοση)*, Εκδ. Σάκκουλα Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2021, 14 επ.

¹⁷ Βλ. άρθρα 3, 4, 9, 12, 14-25, 34-37, 40, 42, 53, 67 και 68 της Οδηγίας, όπως επισημαίνει και ο Zetzsche D., *Introduction in D. Zetzsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive*, ο.π., 6.

ανάθεσης εκτελεστικών αρμοδιοτήτων στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή και έκδοσης από αυτήν εκτελεστικών τεχνικών προτύπων)¹⁸.

Ειδικότερα, κορμός κανόνων δευτέρου επιπέδου στο πλαίσιο της AIFMD αποτελεί ο υπ' αριθ. 231/2013 κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμός της Επιτροπής της 19^{ης} Δεκεμβρίου 2012 προς συμπλήρωση της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ όσον αφορά τις εξαιρέσεις, τους γενικούς όρους λειτουργίας, τους θεματοφύλακες, τη μόχλευση, τη διαφάνεια και την εποπτεία, όπως αυτός έχει τροποποιηθεί από τον υπ' αριθ. 1618/2018 κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό (ΕΕ) της Επιτροπής της 12^{ης} Ιουλίου 2018¹⁹ και από τον υπ' αριθ. 1255/2021 κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμό (ΕΕ) της Επιτροπής της 21^{ης} Απριλίου 2021²⁰. Περαιτέρω, κανόνες δευτέρου επιπέδου αποτελούν και τέσσερις ακόμη Κανονισμοί²¹:

- i. Ο υπ' αριθ. 447/2013 εκτελεστικός Κανονισμός της Επιτροπής της 15^{ης} Μαΐου 2013 για τη θέσπιση της διαδικασίας για τους ΔΟΕΕ που επιλέγουν την υπαγωγή στο καθεστώς της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ,
- ii. Ο υπ' αριθ. 448/2013 εκτελεστικός Κανονισμός της Επιτροπής της 15^{ης} Μαΐου 2013 για τη θέσπιση διαδικασίας για τον προσδιορισμό του κράτους μέλος αναφοράς ενός ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ σύμφωνα με την Οδηγία 2011/61/ΕΕ
- iii. Ο υπ' αριθ. 694/2014 κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμός της Επιτροπής της 17^{ης} Δεκεμβρίου 2013 που συμπληρώνει την Οδηγία 2011/61/ΕΕ όσον αφορά τον καθορισμό ρυθμιστικών τεχνικών προτύπων σχετικά με τους τύπους διαχειριστών οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και
- iv. Ο υπ' αριθ. 514/2015 κατ' εξουσιοδότηση Κανονισμός της Επιτροπής της 18^{ης} Δεκεμβρίου 2014 σχετικά με τις πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται από τις αρμόδιες αρχές στην Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών, σύμφωνα με το άρθρο 67 παράγραφος 3 της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

Κανόνες τρίτου επιπέδου που περιλαμβάνονται στο γενικότερο πλαίσιο της AIFMD αποτελούν οι Κατευθυντήριες γραμμές της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ/ ESMA), οι οποίες αποτελούν ένα σημαντικό βοήθημα σχετικά με την εφαρμογή της Οδηγίας στα κράτη-μέλη²². Παράλληλα, η Οδηγία προβλέπει την έκδοση κατευθυντήριων

¹⁸ Βλ. Zetsche D., Introduction in D. Zetsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,7.

¹⁹ Ο οποίος τροποποίησε τον κατ' εξουσιοδότηση κανονισμό (ΕΕ) 231/2013 όσον αφορά τα καθήκοντα φύλαξης των θεματοφυλάκων.

²⁰ Ο οποίος τροποποίησε τον κατ' εξουσιοδότηση κανονισμό(ΕΕ) αριθ. 231/2013 όσον αφορά τους κινδύνους βιωσιμότητας και τους παράγοντες βιωσιμότητας που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων.

²¹ Βλ. Zetsche D., Introduction in D. Zetsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,6.

²² Βλ. Zetsche D., Introduction in D. Zetsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,8.

γραμμών οι οποίες θα είναι δεσμευτικές για τις εποπτικές αρχές των κρατών-μελών²³, πρόβλεψη που εγείρει απορίες σχετικά με τον νομικό χαρακτήρα και τη νομική βάση αυτής της δεσμευτικότητας, δεδομένου του μη νομικά δεσμευτικού χαρακτήρα των κανόνων τρίτου επιπέδου²⁴.

Σε κάθε περίπτωση, αυτές οι προβλέψεις της Οδηγίας δίνουν το έναυσμα για την συνεργασία μεταξύ των κρατών-μελών με τη βοήθεια της ESMA²⁵, ενόψει της δυνατότητας για εμπορική προώθηση μεριδίων ΟΕΕ σε ένα κράτος-μέλος της ΕΕ από ΔΟΕΕ αδειοδοτημένο σε άλλο κράτος-μέλος²⁶, αλλά και του γενικότερου ρόλου που οφείλει να διαδραματίσει η ESMA στη διαμόρφωση μίας ενιαίας εποπτικής νοοτροπίας μεταξύ των κρατών-μελών.

Για την εφαρμογή του γενικότερου πλαισίου της AIFMD συμπληρωματικό και επιβοηθητικό ρόλο²⁷ επιτελούν μεταξύ άλλων και ο υπ' αριθ. 345/2013 Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της 17^{ης} Απριλίου 2013 σχετικά με τις ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου (EuVECA), ο υπ' αριθ. 346/2013 Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της 17^{ης} Απριλίου 2013 σχετικά με τα ευρωπαϊκά ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας (EuSEF) και ο υπ' αριθ. 760/2015 Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της 29^{ης} Απριλίου 2015 σχετικά με τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια (ELTIF).

Σήμερα, εννέα έτη μετά την έναρξη εφαρμογής της Οδηγίας, φαίνεται αυτή να ανταποκρίνεται επιτυχώς στους βασικούς της στόχους, ήτοι τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα και την ακεραιότητα της αγοράς, ενώ παράλληλα συμβάλλει επιτυχώς στη διαμόρφωση της ευρωπαϊκής αγοράς ΟΕΕ²⁸. Την 25^η.11.2021 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπέβαλε στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβούλιο πρόταση για την τροποποίηση της Οδηγίας²⁹ στο πλαίσιο και της γενικότερης νομοθετικής δράσης που συνάδει με τη δημιουργία Ένωσης Κεφαλαιαγορών, στόχο τον οποίον η Οδηγία φαίνεται να εξυπηρετεί σε ικανοποιητικό βαθμό.

1.2. Οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων που ρυθμίζονται από την AIFMD

Η Οδηγία δεν ρυθμίζει τους ίδιους τους ΟΕΕ³⁰, η νομοθετική ρύθμιση των οποίων παραμένει στην νομοθετική πρωτοβουλία της εθνικής νομοθεσίας των κρατών-μελών. Αντικείμενο της

²³ Βλ. α. 34-38, 40, 42 και 47 της Οδηγίας, όπως επισημαίνει ο Zetzsche D., Introduction in D. Zetzsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,7.

²⁴ Ibid, 7.

²⁵ Ibid, 8.

²⁶ Βλ. α. 32 της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

²⁷ Βλ. Zetzsche D, The Anatomy of European Investment Fund Law, (April 12,2017),8.

²⁸ Βλ. την Έκθεση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο για την αξιολόγηση της εφαρμογής και του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας 2011/61/ΕΕ [COM(2020) 232 final].

²⁹ Η έβδομη κατά σειρά τροποποίηση της Οδηγίας, μετά την Οδηγία 2013/14/ΕΕ, την Οδηγία 2014/65/ΕΕ, την Οδηγία 2016/2341/ΕΕ, την Οδηγία 2017/2402/ΕΕ την Οδηγία 2019/1160/ΕΕ και την Οδηγία 2019/2034 ΕΕ.

³⁰ Βλ. Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 10.

ρύθμισης της Οδηγίας είναι, επομένως, οι ΔΟΕΕ ως πρωταγωνιστές της αγοράς (market actors) και όχι οι ίδιοι οι ΟΕΕ ως προϊόντα.

Αιτία της απουσίας ενιαίου ρυθμιστικού πλαισίου, το οποίο θα θέσπιζε κανόνες για τη λειτουργία των ΟΕΕ αποτελεί τόσο η πολυμορφία και συνεχόμενη εξέλιξη των διαφόρων επενδυτικών σχημάτων που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ΟΕΕ όσο και η ποικιλία και πολυπλοκότητα των επενδυτικών πολιτικών που εκείνοι επιλέγουν κάθε φορά³¹. Κρίσιμο παράγοντα για την απουσία ενιαίας ρύθμισης αποτελεί και η συνήθης εγκατάστασή τους σε offshore κέντρα εκτός ΕΕ, όπου απολαμβάνουν χαλαρά φορολογικά και νομοθετικά καθεστάτα³². Παρά την απουσία ειδικότερων ρυθμίσεων για την λειτουργία των ΟΕΕ, η Οδηγία προσδιορίζει για πρώτη φορά τους ΟΕΕ, οι οποίοι υπάγονται στο πεδίο εφαρμογής της.

1.2.1. Ορισμός ΟΕΕ και εξειδίκευση των στοιχείων προκειμένου ένα επενδυτικό κεφάλαιο να χαρακτηριστεί ΟΕΕ (α. 4 παρ. 1 Ν. 4209/2013)

Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων σύμφωνα με το α. 4 παρ. 1 Ν. 4209/2013³³ είναι «οποιοσδήποτε οργανισμός συλλογικών επενδύσεων, ο οποίος συγκεντρώνει κεφάλαια από επενδυτές με σκοπό την επένδυση τους σύμφωνα με καθορισμένη επενδυτική πολιτική προς όφελος των εν λόγω επενδυτών και δεν χρειάζεται άδεια σύμφωνα με το άρθρο 4 του Ν. 4099/2012 ή το άρθρο 5 της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ».

Ο ορισμός αυτός είναι αρκετά ευρύς και περιλαμβάνει το σύνολο των επενδυτικών κεφαλαίων, εκτός από εκείνα τα αμοιβαία κεφάλαια που έχουν τη μορφή οργανισμού συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και κατά συνέπεια εμπίπτουν στο ρυθμιστικό πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ³⁴. Έτσι γίνεται φανερή η γενικότερη τάση του δικαίου τα αμοιβαία κεφάλαια να διακρίνονται μεταξύ των εξής δύο τύπων: α) ΟΣΕΚΑ ανοιχτού τύπου ή β) ΟΕΕ (ανοιχτού ή κλειστού τύπου³⁵), των οποίων η επενδυτική πολιτική μπορεί, χωρίς να είναι απαραίτητο, να βασίζεται στην μόχλευση και των οποίων οι μετοχές/μερίδια μπορούν, χωρίς να είναι απαραίτητο, να έχουν εισαχθεί σε ρυθμιζόμενη αγορά³⁶.

Προκειμένου ένας οποιοσδήποτε οργανισμός συλλογικών επενδύσεων να χαρακτηριστεί ως ΟΕΕ, πρέπει να συγκεντρώνει το σύνολο των στοιχείων που αναφέρονται στον ορισμό που δίδεται

³¹ Βλ. Μούζουλας Σ., ο.π., 4

³² Βλ. Λαγαρία Αικ., Οι Κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση, Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, ο.π., 416.

³³ Βλ. και α. 4 παρ. 1 της Οδηγίας

³⁴ Βλ. Μούζουλας Σ., ο.π., 12. Το ευρύ πεδίο κεφαλαίων που καλύπτει ο ορισμός των ΟΕΕ, το οποίο καλύπτει “everything but UCITS”, οπότε κατά συνέπεια οι ΟΕΕ θεωρούνται ως κεφάλαια “non-UCITS”, αναλυτικότερα σε Μούζουλας Σ., ο.π., 12 επ., Λαγαρία Αικ., Οι Κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση, Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, ο.π., 418.

³⁵ Βλ. αναλυτικά για τη διάκριση αυτή κατωτέρω υπό 1.5.3.

³⁶ Βλ. Zetzsche D., Introduction in D. Zetzsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 12.

για τον ΟΕΕ στο νόμο, ενώ αρκεί να εμφανίζονται τα στοιχεία αυτά και σε ένα τμήμα των επενδύσεων του, ώστε να θεωρηθεί ο οργανισμός αυτός ΟΕΕ στο σύνολό του³⁷. Αναλυτικότερα:

i. Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων

Ένας οργανισμός προκειμένου να χαρακτηριστεί ΟΕΕ πρέπει να μην επιδιώκει γενικό εμπορικό ή βιομηχανικό σκοπό³⁸, αλλά να επιδιώκει την ομαδοποιημένη απόδοση των κεφαλαίων που συγκεντρώνει από τους επενδυτές και οι μέτοχοι/ μεριδιούχοι του να μην διαθέτουν καθημερινή διακριτική ευχέρεια/ έλεγχο της δραστηριότητας του οργανισμού³⁹.

ii. Συγκέντρωση κεφαλαίων

Συγκέντρωση κεφαλαίων είναι η προσέγγιση δυνητικών επενδυτών και η άντληση από αυτούς κεφαλαίων⁴⁰ ή περιουσιακών στοιχείων για τον ΟΕΕ. Η προσέγγιση αυτή γίνεται είτε από τον ίδιο τον ΟΕΕ είτε τις περισσότερες φορές από τον ΔΟΕΕ για λογαριασμό του ΟΕΕ στο πλαίσιο μίας γενικότερης επιχειρηματικής σχέσης που αναπτύσσεται μεταξύ του ΟΕΕ και των επενδυτών. Η σχέση αυτή θεωρείται εμπορική δραστηριότητα και χαρακτηρίζεται από εμπορική επικοινωνία ή διάφορες άλλες δράσεις προσέλκυσης επενδυτών, οι οποίες ενδέχεται να λαμβάνουν χώρα σε διαρκή βάση^{41, 42}.

Τα κεφάλαια που συγκεντρώνονται είναι «εξωτερικά», προερχόμενα από τρίτα ως προς τον ΟΕΕ πρόσωπα. Έτσι, η έννοια της συγκέντρωσης κεφαλαίων δεν καταλαμβάνει εισφορές που πραγματοποιήθηκαν για την δημιουργία του οργανισμού (ίδια κεφάλαια) ή κεφάλαια που καταβάλλονται από τον διαχειριστή του ΟΕΕ ή από συνδεδεμένα με αυτόν πρόσωπα⁴³.

iii. Επενδυτές

Ο ευρωπαίος νομοθέτης είχε προτιμήσει τον όρο «σειρά επενδυτών»⁴⁴, ενώ ο Ν. 4209/2013 κάνει λόγο για «επενδυτές». Αυτή η χρήση του πληθυντικού αριθμού αλλά και ο γενικότερος συλλογικός χαρακτήρας της επένδυσης στον οργανισμό ενισχύει τη θέση ότι τα κεφάλαια συγκεντρώνονται από περισσότερους του ενός επενδυτές, συμπεριλαμβανομένης και της

³⁷ Βλ. και ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με βασικές έννοιες της οδηγίας ΔΟΕΕ, 13.8.2013 /ESMA/2013/611, 4 επ.

³⁸ Η έννοια του εμπορικού/ βιομηχανικού σκοπού εξειδικεύεται στις Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με βασικές έννοιες της οδηγίας ΔΟΕΕ, 13.8.2013 /ESMA/2013/611, 1.

³⁹ Βλ. αναλυτικότερα σε ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με βασικές έννοιες της οδηγίας ΔΟΕΕ, ο.π. 6.

⁴⁰ Τα κεφάλαια δεν είναι απαραίτητα μετρητά, αλλά ποικίλουν ανάλογα με την επιλεγόμενη επενδυτική πολιτική του ΟΕΕ, βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 20.

⁴¹ Όταν πρόκειται για ΟΕΕ ανοιχτού τύπου οι ενέργειες προσέλκυσης επαναλαμβάνονται διαρκώς, ενώ όταν πρόκειται για ΟΕΕ κλειστού τύπου, οι όποιες ενέργειες είναι μεμονωμένες και πραγματοποιούνται κατά τις αρχικές εγγραφές σε ένα κεφάλαιο κλειστού τύπου, βλ. αναλυτικότερα σε ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με βασικές έννοιες της οδηγίας ΔΟΕΕ, ο.π., 6.

⁴² Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 14 επ.

⁴³ Ibid, 14 επ.

⁴⁴ Βλ. στο αγγλικό κείμενο της Οδηγίας το «αριθμό επενδυτών».

περίπτωσης ενός fund of funds, το οποίο αντιπροσωπεύει περισσότερους του ενός επενδυτές, και αποτελεί τον μοναδικό επενδυτή του ΟΕΕ. Περιορισμοί ως προς τον ανώτατο αριθμό επενδυτών ή διαφοροποιήσεις ως το ύψος της συμμετοχής δεν αποτελούν εμπόδιο για να θεωρηθεί ένα επενδυτικό σχήμα ως ΟΕΕ⁴⁵.

Στην περίπτωση που δεν υφίστανται περισσότεροι επενδυτές, αλλά ένας επενδυτής-πελάτης, τότε το επενδυτικό σχήμα προσφέρει την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης ατομικού χαρτοφυλακίου και υπόκειται στο ρυθμιστικό πεδίο της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ⁴⁶.

iv. Συλλογική διαχείριση των συγκεντρωμένων κεφαλαίων

Ο οργανισμός, λοιπόν, συγκεντρώνει κεφάλαια από περισσότερους επενδυτές με σκοπό να αποτελέσουν αυτά αντικείμενο συλλογικής διαχείρισης⁴⁷, δηλ. να αποτελέσουν τα μεμονωμένα κεφάλαια των επενδυτών ένα ενιαίο επενδυτικό κεφάλαιο, το οποίο θα υπόκειται στο συλλογικό κίνδυνο (pooled risks), με τελικό στόχο την συλλογική απόδοση (pooled return), ήτοι την απόκτηση κερδών προς όφελος των επενδυτών⁴⁸.

Κατά συνέπεια, δεν συνιστούν ΟΕΕ οι λογαριασμοί υπό διαχείριση (managed accounts), όπου τα κεφάλαια παραμένουν διαχωρισμένα και απλά ακολουθείται μία κοινή επενδυτική πολιτική από τον κοινό διαχειριστή⁴⁹.

v. Καθορισμένη επενδυτική πολιτική προς όφελος των επενδυτών

Τα συγκεντρωμένα (ή άλλως ομαδοποιημένα) κεφάλαια (pooled capital), τα οποία αποτελούν αντικείμενο συλλογικής διαχείρισης, επενδύονται σύμφωνα με καθορισμένη επενδυτική πολιτική με απώτερο σκοπό την επίτευξη κέρδους για τους επενδυτές που έχουν εισφέρει τα κεφάλαια αυτά στον ΟΕΕ⁵⁰. Καθορισμένη επενδυτική πολιτική συνιστά η πολιτική αναφορικά με τον τρόπο διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ.

Η επενδυτική πολιτική θα πρέπει να έχει ήδη καθοριστεί όταν οι επενδυτές αναλαμβάνουν την υποχρέωση να συμμετάσχουν στο επενδυτικό σχήμα και να περιέχεται στο κείμενο του κανονισμού ή των καταστατικών εγγράφων του ΟΕΕ⁵¹, ενώ ταυτόχρονα θα πρέπει να έχει λάβει τον χαρακτήρα δεσμευτικής υποχρέωσης⁵² για τον διαχειριστή του.

⁴⁵ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 21 επ.

⁴⁶ Βλ. και α. 4 παρ. 1 αρ.8 σε συνδυασμό με Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 23

⁴⁷ Για την έννοια της συλλογικής διαχείρισης βλ. αναλυτικότερα κατωτέρω υπό 2.1.

⁴⁸ Ibid, 27 επ.

⁴⁹ Ibid., 27 επ.

⁵⁰ Αν υπάρχει πραγματική αδυναμία πραγματοποίησης κερδών, τότε το σχήμα δεν αποτελεί ΟΕΕ. Αρκεί όμως να υπάρχει η δυνατότητα επίτευξης κερδών, ακόμη και αν έχει μεσολαβήσει ένα ζημιολόγο για τους επενδυτές χρονικό διάστημα, Ibid., 42.

⁵¹ Τις περισσότερες φορές η επενδυτική πολιτική εξειδικεύεται στο ενημερωτικό δελτίο που εκδίδει ο ΟΕΕ, ενώ ο κανονισμός ή τα καταστατικά έγγραφα περιέχουν τις γενικές αρχές- οδηγίες, Ibid., 41.

⁵² Ο χαρακτήρας της δέσμευσης διαφοροποιείται ανάλογα με τον τύπο ΟΕΕ, Ibid., 41.

Κατά συνέπεια, επενδυτικά σχήματα τα οποία έχουν ως στόχο μία συγκεκριμένη επένδυση, όπως τα οχήματα ειδικού σκοπού ή δεν έχουν καθορισμένη επενδυτική πολιτική, όπως τα joint venture⁵³ δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ΟΕΕ⁵⁴.

vi. Να μην έχει αδειοδοτηθεί ως ΟΣΕΚΑ

Ο οργανισμός, ο οποίος συγκεντρώνει το σύνολο των ως άνω χαρακτηριστικών, για να θεωρηθεί ΟΕΕ πρέπει, επιπλέον, να μην έχει απαιτηθεί να αδειοδοτηθεί ως ΟΣΕΚΑ⁵⁵. Έτσι επιβεβαιώνεται και ο στόχος των συντακτών της Οδηγίας για την κατηγοριοποίηση των επενδυτικών κεφαλαίων σε μία εκ των δύο κατηγοριών, είτε ΟΣΕΚΑ είτε ΟΕΕ, όπως αναφέρθηκε και ανωτέρω⁵⁶.

Βέβαια, ο διαχειριστής του οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων (και πιο συγκεκριμένα η εξωτερική ΑΕ-ΔΟΕΕ⁵⁷) δύναται να έχει αδειοδοτηθεί για να διαχειρίζεται έναν ΟΣΕΚΑ, λειτουργώντας δηλαδή ως εταιρεία διαχείρισης ενός οργανισμού συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, όπως αυτή ορίζεται στην Οδηγία 2009/65/ΕΚ⁵⁸. Αντιστοίχως μία εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ, δύναται να αδειοδοτηθεί για να διαχειρίζεται έναν ΟΕΕ, λειτουργώντας ως ΑΕ-ΔΟΕΕ⁵⁹.

Αμφότεροι, οι ΟΣΕΚΑ και οι ΟΕΕ, αποτελούν οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, υπαγόμενοι στη γενικότερη έννοια της συλλογικής διαχείρισης⁶⁰. Παρά την κοινή τους υπαγωγή στο ευρωπαϊκό κανονιστικό πλαίσιο για τη συλλογική διαχείριση, η διαφορά ανάμεσα στην Οδηγία 2009/65/ΕΚ (UCITSD) και την Οδηγία 2011/61/ΕΕ (AIFMD) έγκειται στο ότι η πρώτη εξ' αυτών προσφέρει ένα ρυθμιστικό πλαίσιο για το ίδιο το προϊόν της συλλογικής διαχείρισης, ήτοι τους ΟΣΕΚΑ, ενώ η δεύτερη ρυθμίζει το υποκείμενο που διαχειρίζεται τους ΟΕΕ, ήτοι τους ΔΟΕΕ⁶¹. Με δεδομένο ότι οι ΟΣΕΚΑ απευθύνονται σε ιδιώτες επενδυτές, ενώ οι ΟΕΕ κατά κύριο λόγο σε επαγγελματίες, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι η AIFMD αποτελεί βασικό κανόνα, ενώ η UCITSD

⁵³ Το joint venture είναι το μέσο προκειμένου να επιτευχθεί ένα επιχειρηματικό σχέδιο. Τούτο συμβαίνει όταν δύο ή περισσότεροι επενδυτές αποφασίζουν από κοινού να συνεργαστούν επιχειρηματικά και να επενδύσουν σε μία επιχείρηση, χωρίς να έχουν σκοπό να αντλήσουν εξωτερικά κεφάλαια, βλ. ESMA, Consultation Paper, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 19.12.2012, ESMA/2012/845, 30 επ.

⁵⁴ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 36 επ.

⁵⁵ Ως ΟΣΕΚΑ (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες) νοούνται όσοι επενδύουν τα κεφάλαια που συγκεντρώνουν από το κοινό σε κινητές αξίες και έχουν λάβει άδεια για την λειτουργία τους σύμφωνα με το α. 4 παρ. 4 Ν. 4099/2012. Οι αδειοδοτημένοι ΟΣΕΚΑ λαμβάνουν συνήθως τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου, το οποίο δεν έχει νομική προσωπικότητα και το οποίο αποτελεί αντικείμενο διαχείρισης της ΑΕΔΑΚ, βλ. αναλυτικότερα Ρόκας/Γκόρτσος Χρ./Μικρούλα Α./ Χ. Λιβαδά, Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2016, 665 επ.

⁵⁶ βλ. και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 3.

⁵⁷ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 1.5.1.

⁵⁸ Βλ. α. 6 παρ. 2 α) Ν. 4209/2013.

⁵⁹ Βλ. α. 7 παρ. 4 Ν. 4209/2013.

⁶⁰ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 2.1.

⁶¹ Βλ. Μούζουλας Σ, Κατηγοριοποίηση των εταιρειών διαχείρισης οργανισμών συλλογικών επενδύσεων με βάση τις Οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ, ΕπισκεΔ 2011, 905 επ.

ειδικό κανόνα (lex specialis) αναφορικά με αυτή, δανειζόμενη από εκείνη ένα ελάχιστο πλαίσιο για την προστασία των ιδιωτών επενδυτών στους οποίους διατίθενται τα κεφάλαια των ΟΣΕΚΑ⁶².

1.2.2. Αντιπροσωπευτικά παραδείγματα επενδυτικών οντοτήτων που θεωρούνται ΟΕΕ για τους σκοπούς της Οδηγίας

Παρόλο που η Οδηγία προοριζόταν αρχικώς για την ρύθμιση των hedge funds (κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου) και των private equity funds (κεφάλαια ιδιωτικών συμμετοχών), ο αρκετά ευρύς ορισμός των ΟΕΕ στην Οδηγία, όπως ήδη αναφέρθηκε και ανωτέρω, αποτέλεσε την «ομπρέλα», ώστε να υπαχθούν στη ρύθμισή της μία πληθώρα πολύ διαφορετικών μεταξύ τους αμοιβαίων κεφαλαίων. Αντιπροσωπευτικότερα των οποίων είναι τα κάτωθι:

1.2.2.1. Hedge Funds.

Δεν υπάρχει παγκοσμίως ένας γενικά αποδεκτός ορισμός για τα hedge funds⁶³. Ο όρος αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) αποτέλεσε έναν μάλλον τεχνικό όρο, ο οποίος όμως προσδιορίζει αρκούντως επαρκώς τα καινοτόμα χαρακτηριστικά τους και τη διαφοροποίησή τους από τα παραδοσιακά προϊόντα, τόσο ως προς την επενδυτική τους πολιτική όσο και ως προς τα χρησιμοποιούμενα από αυτά επενδυτικά μέσα⁶⁴.

Τα hedge funds λειτουργούν μέσω ενός διαχειριστή, ο οποίος επενδύει τα συγκεντρωμένα από τους επενδυτές/μεριδιούχους κεφάλαια λαμβάνοντας αμοιβή⁶⁵. Επιλέγουν μία βραχυπρόθεσμη και επιθετική επενδυτική πολιτική και χρησιμοποιούν εξελιγμένες επενδυτικές τεχνικές, όπως οι ανοιχτές πωλήσεις, τα παράγωγα και οι επενδύσεις με μόχλευση, καθώς αφενός επιδιώκουν μία απόλυτα θετική απόδοση των επενδύόμενων κεφαλαίων, αφετέρου επιθυμούν να μεγεθύνουν την επενδυτική τους δύναμη⁶⁶. Ταυτόχρονα, δεν υπόκεινται σε περιορισμούς (κανονιστικής ή εποπτικής φύσεως) ως προς τα επενδυτικά προϊόντα και τα όρια των επενδύσεων τους⁶⁷.

Κατά συνέπεια, η δραστηριότητα τους, η οποία χαρακτηρίζεται από αδιαφάνεια και έντονη κινητικότητα⁶⁸, ήταν που ενίσχυσε τις φωνές για την αυστηρότερη ρύθμιση τους με κύριους λόγους την προστασία των επενδυτών, την ακεραιότητα της αγοράς και τον συστημικό κίνδυνο⁶⁹.

⁶² Βλ. Zetzche D., *The Anatomy of European Investment Fund Law*, ο.π., 19.

⁶³ Η PWG πρότεινε έναν ευρέως χρησιμοποιούμενο ορισμό για τα hedge funds, ορίζοντας τα ως «κάθε επενδυτικό όχημα, το οποίο οργανώνεται ιδιωτικά, διοικείται από επαγγελματίες διαχειριστές επενδύσεων και δεν είναι ευρέως διαθέσιμο στο κοινό», βλ. Seretakis A., *EU Hedge Funds Regulation: Hedge Funds and Single Supervision*, (October 1, 2018) in *European Company Law Issue 6 2018*, 2, με τις εκεί παραπομπές.

⁶⁴ Βλ. Φράγκος Ν., *Hedge-Funds. Γενικά Γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων*, ΔΕΕ 2004, 894.

⁶⁵ Η αμοιβή αυτή είναι σταθερή (management fee), ενώ μπορεί να προβλέπεται και πρόσθετη αμοιβή (bonus), η οποία θα εξαρτάται από την αύξηση της αξίας των επενδύμενων κεφαλαίων, δηλαδή την επιτυχία της επένδυσης.

⁶⁶ Βλ. Seretakis A., *EU Hedge Funds Regulation: Hedge Funds and Single Supervision*, ο.π., 3

⁶⁷ Βλ. Φράγκος Ν., *Hedge-Funds. Γενικά Γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων*, ο.π., 903.

⁶⁸ Αφού ο χρόνος από την επένδυση μέχρι την αποεπένδυση μπορεί να είναι ακόμη και λίγες εβδομάδες, βλ. Ρόκας/Γκόρτσος Χρ./Μικρούλεα Α./Λιβαδά Χ., *Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου*, ο.π., 654.

⁶⁹ Βλ. Seretakis A., *EU Hedge Funds Regulation: Hedge Funds and Single Supervision*, ο.π. 4

1.2.2.2. Private equity funds.

Τα κεφάλαια ιδιωτικών συμμετοχών (private equity funds) ως οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων, συγκεντρώνουν επενδυτικά κεφάλαια από έμπειρους (θεσμικούς) επενδυτές⁷⁰ και τα επενδύουν σε επιχειρήσεις, οι οποίες δεν έχουν εισαχθεί σε ρυθμιζόμενη αγορά ή τα χρησιμοποιούν για την εξαγορά -προβληματικών - επιχειρήσεων.

Συνήθως, λαμβάνουν τη νομική μορφή ετερόρρυθμης εταιρείας και οι επενδυτές, οι οποίοι εισφέρουν τα κεφάλαια, λαμβάνουν στο fund τη θέση ετερορρύθμου εταίρου. Έχουν συγκεκριμένη διάρκεια ζωής⁷¹ (συνήθως από τρία έως πέντε έτη) και συνήθως προσανατολίζονται σε συγκεκριμένου τύπου επενδύσεις. Τα εισφερόμενα κεφάλαια αποτελούν αντικείμενο διαχείρισης είτε από τον ομόρρυθμο εταίρο (ο οποίος είναι συνήθως και ο ιδρυτής της εταιρείας) είτε από τρίτο πρόσωπο, στον οποίο ανατίθεται η διαχείριση από τον ομόρρυθμο εταίρο⁷².

Κοινός παρονομαστής των διάφορων επενδυτικών στρατηγικών που χρησιμοποιούν τα private equity είναι η επίτευξη κέρδους από την αποεπένδυση⁷³. Γι' αυτό και η επένδυση τους στις επιχειρήσεις δεν περιορίζεται μόνο στην χρηματοδότηση, αλλά συχνά τα private equity αναλαμβάνουν και επιχειρηματικό ρόλο, καθορίζοντας τους στρατηγικούς στόχους των επιχειρήσεων στις οποίες συμμετέχουν ή αναλαμβάνοντας την διοίκηση αυτών με απώτερο σκοπό την αύξηση της αξίας τους⁷⁴.

Τα εισφερόμενα κεφάλαια παραμένουν δεσμευμένα μέχρι την αποεπένδυση, γεγονός που καθιστά τη συμμετοχή στα private equity δύσκολα ρευστοποιήσιμη. Η δυσκολία αυτή σε συνδυασμό με την έλλειψη γνωστοποιήσεων για τη δράση τους, καθώς και την αδιαφάνεια των δραστηριοτήτων τους έχει οδηγήσει σε αμφιλεγόμενες απόψεις για το ρόλο τους στην αγορά⁷⁵.

1.2.2.3. Venture Capital Funds

Τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών (venture capital funds) αποτελούν υποκατηγορία των private equity. Η βασική τους διαφορά έγκεινται αφενός στο ότι επενδύουν σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ίδρυσης ή στα αρχικά στάδια της ανάπτυξης (start-up/ early-stage

⁷⁰ Δεν απευθύνονται στο ευρύ επενδυτικό κοινό (δημόσια προσφορά), αλλά ακολουθούν την πρακτική της ιδιωτικής τοποθέτησης.

⁷¹ Ως διάρκεια ζωής νοείται το χρονικό διάστημα μέχρι την αποεπένδυση και την συνακόλουθη αποδέσμευση των εισφερόμενων κεφαλαίων.

⁷² Βλ. Hodge T., The Alternative Investment Fund Managers Directive: The European Union gives private equity funds managers the "Social Market Economy" Treatment, 18 N.C. Banking Inst. 321 (2013), 322.

⁷³ Το κέρδος συνήθως επέρχεται είτε με την πώληση των μετοχών της επιχείρησης στην οποία είχε επενδύσει το fund είτε με την εισαγωγή αυτών των μετοχών σε ρυθμιζόμενη αγορά, βλ. αναλυτικότερα Μούζουλας Σ., Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture capital)- Η κατάρτιση συμφωνίας χρηματοδότησης, Νομική Βιβλιοθήκη, 1997, 17 επ.

⁷⁴ Βλ. Ρόκας/ Γκόρτσος Χρ./ Μικρούλια Α./ Λιβαδά Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, ο.π., 651.

⁷⁵ Βλ. Hodge T., The Alternative Investment Fund Managers Directive: The European Union gives private equity funds managers the "Social Market Economy" Treatment, ο.π., 323.

companies)⁷⁶, αφετέρου στον επενδυτικό τους ορίζοντα, ο οποίος είναι μακροπρόθεσμος. Έτσι, ο μέσος χρόνος αποεπένδυσης ξεπερνά τα πέντε έτη, στοχεύοντας στην εσωτερική ανάπτυξη (internal growth) της επιχείρησης στην οποία επενδύουν. Γι' αυτό το λόγο επενδύουν σε μικρές επιχειρήσεις, οι οποίες όμως εμφανίζουν μεγάλες πιθανότητες ανάπτυξης και ένταξης σε μεγαλύτερη αγορά⁷⁷.

1.2.2.4. Real Estate Funds

Τα κεφάλαια ακινήτων (real estate funds) θεωρείται ότι λειτουργούν με παρόμοιο τρόπο με τα private equity, αλλά οι επενδύσεις τους προσανατολίζονται σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, ήτοι σε ακίνητα ή σε επιχειρήσεις εκμετάλλευσης ακινήτων. Τα περισσότερα αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων⁷⁸ αποτελούν ΟΕΕ, εφόσον πληρούνται τα κριτήρια της παραγράφου 1 του άρθρου 4 της Οδηγίας. Κυρίως, όμως, εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας τα μη εισηγμένα αμοιβαία κεφάλαια σε ακίνητα⁷⁹, τα οποία στοχεύουν στην εκμετάλλευση ευκαιριών στον ευρύτερο τομέα των ακινήτων⁸⁰.

Τα μη εισηγμένα αμοιβαία κεφάλαια σε ακίνητα είναι προσανατολισμένα στην έξοδο από την επιχείρηση στην οποία επενδύουν και γι' αυτό το λόγο επενδύουν βάσει ριψοκίνδυνων στρατηγικών που ξεφεύγουν από την παραδοσιακή στάθμιση κινδύνου- απόδοσης. Γι' αυτό το λόγο θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αποτελούν ένα υβριδικό μοντέλο των hedge funds⁸¹.

1.2.2.5. Qualified Investor Funds

Τα ειδικά αυτά κεφάλαια έχουν δημιουργηθεί για να καλύψουν τις ιδιαίτερες ανάγκες των επενδυτών και γι' αυτό το λόγο ποικίλλουν στη μορφή που λαμβάνουν και την επενδυτική πολιτική που ακολουθούν. Μία από τις πιο χαρακτηριστικές μορφές τέτοιων κεφαλαίων είναι αυτές που απευθύνονται σε επαγγελματίες επενδυτές, όπως τα συνταξιοδοτικά ταμεία και οι ασφαλιστικές εταιρείες και οι οποίες συνδυάζουν τον επενδυτικό χαρακτήρα με τη διαχείριση των επενδύομενων κεφαλαίων⁸².

⁷⁶ Βλ. Zetzsche D., Introduction in Zetzsche D. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 12.

⁷⁷ Βλ. αναλυτικά Metrick, Andrew and Yasuda, Venture Capital and the Finance of Innovation (3rd Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, eds., John Wiley and Sons, Inc., 2021, 6 επ.

⁷⁸ είτε ανοιχτού είτε κλειστού τύπου, συμπεριλαμβανομένων και των REITs.

⁷⁹ Δηλ. τα αμοιβαία κεφάλαια ιδιωτικών επενδύσεων σε ακίνητα (Real Estate Private Equity Funds- REPE funds), βλ. αναλυτικότερα Anderson R., Krautz S. & Rottke N., Is real estate private equity real estate? - Dynamic interactions between real estate private equity funds, non-real estate private equity funds, and direct real estate investments, Journal of Property Research, 33:3, 252 επ.

⁸⁰ Βλ. Steininger B. and Pommeranz C, Regulation of Managers and Real Estate Investment Vehicles in Europe (August 10, 2016). Companion to Real Estate Investment, by MacGregor B., Schulz R., Newell G. and Green R. (Editors), Routledge, Forthcoming, 12 επ.

⁸¹ Βλ. αναλυτικότερα Anderson R., Krautz S. & Rottke N., Is real estate private equity real estate? - Dynamic interactions between real estate private equity funds, non-real estate private equity funds, and direct real estate investments, ο.π., 252 επ.

⁸² Βλ. αναλυτικότερα Zetzsche D., Introduction in Zetzsche D. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 14 επ. με τις εκεί παραπομπές.

1.3. Νομοθετικά ρυθμισμένοι τύποι ΟΕΕ στο ελληνικό δίκαιο

Παρά την πληθώρα των διαφόρων επενδυτικών σχημάτων που αποτελούν ΟΕΕ σε διεθνές επίπεδο, ο Έλληνας νομοθέτης έχει σταθεί ιδιαίτερα φειδωλός ως προς τη νομοθετική ρύθμιση διαφόρων τύπων οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων. Από τους νομοθετικά ρυθμισμένους στην ελληνική έννομη τάξη τύπους ΟΕΕ, θα αναφερθούμε στα αμοιβαία κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.) και στις εταιρείες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.), τα οποία αμφότερα λειτουργούν ως venture capital funds, καθώς και στα αμοιβαία κεφάλαια σε ακίνητη περιουσία και τον νεοεισερχόμενο τύπο ΟΕΕ με την μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου⁸³.

Ειδικότερα:

1.3.1. Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών κλειστού τύπου (Α.Κ.Ε.Σ.) (α. 7 Ν. 2992/2002)

Το Α.Κ.Ε.Σ. είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες (ενσώματες ή άυλες), εταιρικά μερίδια και μετρητά, στερούμενο νομικής προσωπικότητας. Για τη σύστασή του απαιτείται η σύναψη σύμβασης σύστασης και διαχείρισης με τη συμμετοχή όλων των εμπλεκόμενων προσώπων (των μεριδιούχων, του θεματοφύλακα και του διαχειριστή), ενώ δεν απαιτείται να αδειοδοτηθεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, αφού πρόκειται για μη εποπτευόμενο αμοιβαίο κεφάλαιο⁸⁴.

Ένας επενδυτής που αποφασίζει να συμμετέχει στο Α.Κ.Ε.Σ., με την καταβολή της αξίας της συμμετοχής του καθίσταται μεριδιούχος και συγκύριος των κατ' ιδίαν κινητών αξιών και μεριδίων που συνθέτουν την ομάδα περιουσίας⁸⁵. Η περιουσία του Α.Κ.Ε.Σ. διαιρείται σε ίσα μερίδια, τα οποία μπορούν να εισαχθούν σε ρυθμιζόμενη αγορά ή να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε Π.Μ.Δ.⁸⁶.

Το Α.Κ.Ε.Σ. έχει ως αποκλειστικό σκοπό τη συμμετοχή στο κεφάλαιο επιχειρήσεων (εισηγμένων ή μη)⁸⁷, οι οποίες εδρεύουν είτε στην Ελλάδα είτε σε άλλο κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης ή ακόμη και σε τρίτη χώρα, εφόσον δραστηριοποιούνται στην παραγωγή ή στην παροχή υπηρεσιών στην Ελλάδα.

⁸³ Βλ. και ΑιτΕκθ. Ν. 4706/2020 επί των άρθρων 36 επ., ΤΝΠ Νόμος

⁸⁴ Διαφοροποιείται έτσι από τους ΟΣΕΚΑ, οι οποίοι έχουν και αυτοί τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου, αλλά για την λειτουργία τους απαιτείται αδειοδότηση βλ. και α. 4 παρ. 4 Ν. 4099/2012, καθώς και Ρόκας/ Γκόρτσος Χρ./Μικρούλα Α./ Λιβαδά Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, ο.π., 652.

⁸⁵ Βλ. Μουζουλας Σ., Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, (2η έκδοση), Νομική Βιβλιοθήκη, 2000, 644 επ.

⁸⁶ Για τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των Α.Κ.Ε.Σ. με εισηγμένα μερίδια βλ. αναλυτικά α.7 παρ. 7^α Ν. 2992/2002.

⁸⁷ Βλ. για τις προϋποθέσεις συμμετοχής του Α.Κ.Ε.Σ. στο κεφάλαιο εισηγμένων επιχειρήσεων, α. 7 παρ. 4 Ν. 2992/2002.

Ως σύνολο περιουσιακών στοιχείων, τη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου προς όφελος των μεριδιούχων ασκεί ανώνυμη εταιρεία, η οποία πληροί τις οριζόμενες από τον νόμο προϋποθέσεις, ήτοι έχει ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 100.000 ευρώ και έχει συσταθεί αποκλειστικά για τη διαχείριση τέτοιων αμοιβαίων κεφαλαίων. Η διαχείρισή του μπορεί να ασκηθεί και από Α.Ε.Π.Ε.Υ. ή εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ (δηλαδή την Α.Ε.Δ.Α.Κ. του Ν. 4099/2012). Επίσης, ο ρόλος της διαχειρίστριας εταιρείας δεν περιορίζεται στη διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου, αλλά αυτή αναλαμβάνει και να εκπροσωπεί τους μεριδιούχους ως προς τις έννομες σχέσεις που προκύπτουν από την διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς και ως προς τα δικαιώματά τους επί του ενεργητικού του.

1.3.2. Εταιρεία Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Ε.Κ.Ε.Σ.) (α. 5-9 Ν. 2367/1995)

Σε αντίθεση με το Α.Κ.Ε.Σ., το οποίο στερείται νομικής προσωπικότητας, η Ε.Κ.Ε.Σ. λαμβάνει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας⁸⁸, η οποία έχει ως καταστατικό σκοπό τον ίδιο με το Α.Κ.Ε.Σ.^{89, 90}. Έχει τη δυνατότητα να επενδύει σε εταιρικές συμμετοχές (μετοχές ΑΕ ή μερίδια ΕΠΕ), σε ομολογίες και σε τίτλους κτήσης μετοχών (warrants), τα οποία έχουν εκδοθεί από ανώνυμες εταιρείες ή εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, είτε είναι εισηγμένες σε ρυθμιζόμενη αγορά ή Π.Μ.Δ. είτε όχι⁹¹.

Κάθε επενδυτής, ο οποίος αποκτά συμμετοχή στο κεφάλαιο της Ε.Κ.Ε.Σ. καθίσταται μέτοχος. Οι ονομαστικές μετοχές της Ε.Κ.Ε.Σ. εισάγονται υποχρεωτικά σε ρυθμιζόμενη αγορά ή εντάσσονται προς διαπραγμάτευση σε Π.Μ.Δ. εντός δύο ετών από τη σύσταση της εταιρείας.

Η Ε.Κ.Ε.Σ. δύναται είτε να αναλάβει η ίδια την διαχείριση του χαρτοφυλακίου της μέσω του αρμοδίου της οργάνου (δηλ. του ΔΣ) είτε να την αναθέσει σε εξειδικευμένη εταιρεία διαχείρισης⁹², σε Α.Ε.Π.Ε.Υ. ή εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ (Α.Ε.Δ.Α.Κ. του Ν. 4099/2012).

Η Ε.Κ.Ε.Σ. συμμετέχοντας στο κεφάλαιο των εταιρειών δύναται να προσφέρει και άλλες υπηρεσίες, όπως –μεταξύ άλλων– οργάνωση και ανάλυση των επενδυτικών προγραμμάτων με σκοπό την πραγματοποίηση του εταιρικού σκοπού, αλλά και να παρέχει εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων στη χρηματοδοτούμενη εταιρεία⁹³.

1.3.3. Αμοιβαία Κεφάλαια Ακίνητης Περιουσίας (α. 1-20 Ν. 2778/1999)

Το αμοιβαίο κεφάλαιο ακίνητης περιουσίας είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από ακίνητα, δικαιώματα απόκτησης ακινήτων δυνάμει προσυμφώνων, μετοχών ανώνυμης εταιρείας

⁸⁸ Εφαρμόζονται συνεπώς συμπληρωματικά για την λειτουργία της οι διατάξεις του Ν. 4548/2018.

⁸⁹ Βλ. α. 5 παρ. 1 Ν. 2367/1995.

⁹⁰ Είναι δυνατή η μετατροπή Ε.Κ.Ε.Σ. σε Α.Κ.Ε.Σ. σύμφωνα με την διαδικασία του α. 7 παρ. 24 του Ν. 2992/2002.

⁹¹ Βλ. α.5 παρ. 2-3 Ν. 2367/1995 αναλυτικότερα και για τα όρια της επένδυσης σε εισηγμένες εταιρείες.

⁹² Βλ. α. 5 παρ. 6 Ν. 2367/1995, ως εξειδικευμένη εταιρεία διαχείρισης μπορεί να λειτουργήσει η ΑΕΔΟΕΕ του Ν. 4209/2013.

⁹³ Βλ. α. 5 παρ. 2 Ν. 2367/1995 για το ευρύ πλαίσιο των δραστηριοτήτων της.

με αποκλειστικό σκοπό την εκμετάλλευση ακινήτων, καθώς και χρηματοπιστωτικών μέσων⁹⁴, στερούμενο και αυτό νομικής προσωπικότητας. Για τη σύσταση αυτού του αμοιβαίου κεφαλαίου απαιτείται άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς⁹⁵.

Η συλλογική διαχείριση του αμοιβαίου κεφαλαίου ακίνητης περιουσίας ασκείται είτε από εταιρεία διαχείρισης, η οποία συστήνεται για τη διαχείριση τέτοιων αμοιβαίων κεφαλαίων, λαμβάνει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και καλείται Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.) είτε από Α.Ε.Π.Ε.Υ., η οποία θα πληροί τις προϋποθέσεις του Ν. 2778/1999⁹⁶. Όπως και στην περίπτωση του Α.Κ.Ε.Σ., η εταιρεία διαχείρισης αναλαμβάνει και το ρόλο της εκπροσώπησης των μεριδιούχων⁹⁷.

1.3.4. Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων με τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου (α.37-56 Ν. 4706/2020)

Κατά τα πρότυπα και άλλων ευρωπαϊκών κρατών και με γνώμονα την ανάγκη εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης έναντι του παραδοσιακού δρόμου της τραπεζικής χρηματοδότησης, ο Έλληνας νομοθέτης εισήγαγε με τα α. 37-56 4706/2020 έναν νέο τύπο οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων. Ο τύπος αυτός δεν επηρεάζει την εφαρμογή των ήδη υφιστάμενων τύπων ΟΕΕ, δίνοντας τη δυνατότητα επιλογής του τρόπου άσκησης των επενδυτικών δραστηριοτήτων, ενώ παράλληλα λειτουργεί συμπληρωματικά με τον Ν. 4209/2013 ως προς την ρύθμιση των ΟΕΕ, ιδίως αναφορικά με θέματα διάθεσης των μεριδίων τους⁹⁸.

Ο ΟΕΕ με τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου είναι ομάδα περιουσίας, η οποία αποτελείται από κινητές αξίες (ενσώματες ή άυλες), εταιρικά μερίδια, χρηματοπιστωτικά μέσα, μετρητά, ακίνητη περιουσία ή άλλα συναφή περιουσιακά στοιχεία⁹⁹. Ο ΟΕΕ συστήνεται με άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς¹⁰⁰, για ορισμένη ή αόριστη χρονική διάρκεια¹⁰¹, ως ΟΕΕ ανοιχτού τύπου ή κλειστού τύπου¹⁰², ενώ μπορεί να συσταθεί με περισσότερα του ενός επενδυτικά τμήματα, καθένα εκ των οποίων αποτελεί έναν αυτοτελή ΟΕΕ¹⁰³.

⁹⁴ Βλ. αναλυτικά για την σύνθεση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου και τα επενδυτικά όρια στα οποία αυτό υπάγεται α. 6 Ν. 2778/1999, καθώς και Μούζουλας Σ., Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, ο.π., 653 επ.

⁹⁵ Για τις ειδικότερες προϋποθέσεις χορήγησης της άδειας σύστασης βλ. α. 5 Ν. 2778/1999.

⁹⁶ Βλ. αναλυτικά Μούζουλας Σ., Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, ο.π., 645 επ.

⁹⁷ Βλ. α. 3 Ν. 2367/1995.

⁹⁸ Βλ. α. 37 παρ. 1 Ν. 4706/2020, καθώς και την ΑιτΕκθ. του Ν. 4706/2020 επί του άρθρου 37.

⁹⁹ Βλ. και α. 37 παρ. 2 Ν. 4706/2020 για τα χαρακτηριστικά των περιουσιακών στοιχείων που συνθέτουν την ομάδα περιουσίας.

¹⁰⁰ Βλ. α. 41 Ν. 4706/2020 τις προϋποθέσεις για την χορήγηση άδειας και α. 49 Ν. 4706/2020 για τους λόγους ανάκλησης της άδειας σύστασης και την ακολουθούμενη διαδικασία.

¹⁰¹ Βλ. α. 48 Ν. 4706/2020 για τους λόγους λύσης του ΟΕΕ.

¹⁰² Για την διάκριση βλ. κατωτέρω υπό 1.5.3.

¹⁰³ Βλ. α. 39 Ν. 4706/2020.

Λόγω της μορφής του ως αμοιβαίο κεφάλαιο και της συνακόλουθης έλλειψης νομικής προσωπικότητας, η περιουσία του ΟΕΕ ανήκει εξ' αδιαιρέτου στους μεριδιούχους του κατά το λόγο συμμετοχής τους σ' αυτή.

Η διαχείριση του ΟΕΕ ασκείται από την Ανώνυμη Εταιρεία Διαχείρισης Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΑΕΔΟΕΕ), η οποία έχει αδειοδοτηθεί και λειτουργεί σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 4209/2013 ή άλλως από ΔΟΕΕ άλλου κράτους-μέλους, ο οποίος έχει αδειοδοτηθεί σύμφωνα με τις διατάξεις της Οδηγίας, όπως αυτή έχει ενσωματωθεί σ' αυτό το κράτος. Η ΑΕΔΟΕΕ, επίσης, εκπροσωπεί τους μεριδιούχους αναφορικά με τις έννομες σχέσεις που προκύπτουν από τη διαχείριση του ΟΕΕ.

1.4. Οι εξαιρέσεις της Οδηγίας

Πριν προχωρήσουμε στην εξέταση της έννοιας του ΔΟΕΕ και των δραστηριοτήτων του είναι απαραίτητο να αναφερθούμε περιληπτικώς στις οντότητες που δεν αποτελούν ΔΟΕΕ, οπότε τίθενται εκτός του πεδίου εφαρμογής της Οδηγίας, καθώς και στις οντότητες που αποτελούν μεν ΔΟΕΕ αλλά διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια ΟΕΕ μικρότερου ύψους, οπότε και εφαρμόζονται γι' αυτές συγκεκριμένες μόνο διατάξεις της Οδηγίας.

Ειδικότερα, προκειμένου να είναι δυνατή η οριοθέτηση του πεδίου εφαρμογής της Οδηγίας, προβλέπονται συγκεκριμένες οντότητες, οι οποίες τίθενται εκτός αυτού¹⁰⁴. Παράλληλα δε με σκοπό να μην επιβαρύνονται υπερβολικά οι «μικροί ΔΟΕΕ»¹⁰⁵ –των οποίων η δραστηριότητα δεν συνεπάγεται ιδιαίτερης έντασης κίνδυνο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα– προβλέπεται γι' αυτούς ένα ελαστικότερο πλαίσιο, το οποίο περιλαμβάνει μόνο υποχρεώσεις γνωστοποίησης και ενημέρωσης. Κατά συνέπεια, το σύνολο των κανόνων της Οδηγίας, η οποία προβλέπει ένα αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο για τον τρόπο λειτουργίας των ΔΟΕΕ, εφαρμόζεται σε εκείνους τους ΔΟΕΕ, οι οποίοι υπερβαίνουν τα όρια της παρ. 2 του άρθρου 3 της Οδηγίας. Έτσι, το ύψος των κεφαλαίων που διαχειρίζεται ο ΔΟΕΕ αποτελεί κριτήριο υπαγωγής του σε διαφορετικό καθεστώς¹⁰⁶.

Περαιτέρω, ρητά εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας οι επιχειρήσεις, οι οποίες φέρεται να εξυπηρετούν ενδοομιλικά συμφέροντα¹⁰⁷. Πιο συγκεκριμένα, οι διατάξεις της Οδηγίας δεν εφαρμόζονται σε ΔΟΕΕ οι οποίοι διαχειρίζονται ΟΕΕ του οποίου οι μοναδικοί επενδυτές είναι ο ίδιος ο ΔΟΕΕ ή η μητρική επιχείρηση του ΔΟΕΕ ή οι θυγατρικές του ΔΟΕΕ ή άλλες θυγατρικές

¹⁰⁴ Βλ. αρ. 2 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁰⁵ δηλαδή οι ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκια ΟΕΕ ύψους κάτω από τα όρια της παρ. 2 του α. 3 της Οδηγίας, βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 1.4.2.

¹⁰⁶ Βλ. και ΑιτΕκθ. Ν. 4209/2013 επί του α. 3.

¹⁰⁷ Βλ. παρ. 1 του α.3 της Οδηγίας και του Ν. 4209/2013.

των μητρικών επιχειρήσεων του ΔΟΕΕ, ενώ συγχρόνως καμία από αυτές τις επιχειρήσεις δεν είναι η ίδια ΟΕΕ.

1.4.1. Ο ασφαλής λιμένας της παρ. 3 του άρθρου 2 της Οδηγίας

Η παράγραφος 3 του άρθρου 2 της Οδηγίας¹⁰⁸ αναφέρει συγκεκριμένες οντότητες, οι οποίες ούτε συνιστούν ΔΟΕΕ ούτε συγκεντρώνουν τα εννοιολογικά χαρακτηριστικά των ΟΕΕ, ώστε οι διαχειριστές τους να υπάγονται στο ρυθμιστικό πεδίο της Οδηγίας. Οι συγκεκριμένες οικονομικές δραστηριότητες αποτελούν έναν ασφαλή λιμένα (safe harbor)¹⁰⁹.

Αναλυτικότερα, η Οδηγία δεν εφαρμόζεται:

α. στις εταιρείες συμμετοχών (εταιρείες χαρτοφυλακίου-holding companies)¹¹⁰, καθώς συνήθως οι εταιρείες αυτές επιδιώκουν κέρδη για λογαριασμό της εταιρείας και όχι για λογαριασμό των επενδυτών¹¹¹.

β. στους φορείς κοινωνικής ασφάλισης, είτε πρόκειται για ταμεία επαγγελματικής ασφάλισης του Ν. 3029/2002 είτε για ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών που εμπίπτουν στην Οδηγία 2003/41/ΕΚ. Βέβαια, ένας ΟΕΕ¹¹² διατηρεί την ιδιότητά του αυτή, ακόμη και εάν οι μοναδικοί του επενδυτές είναι συνταξιοδοτικά σχήματα. Ομοίως, ένας ΔΟΕΕ εξακολουθεί να υπάγεται στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας εάν, παράλληλα με την διαχείριση ΟΕΕ, διαχειρίζεται και συνταξιοδοτικούς οργανισμούς ή ιδρύματα¹¹³.

γ. στους φορείς που εξυπηρετούν το δημόσιο συμφέρον. Τούτο συμβαίνει στην περίπτωση που υπερεθνικά όργανα, όπως είναι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων και η Παγκόσμια Τράπεζα διαχειρίζονται ΟΕΕ και οι ΟΕΕ αυτοί εξυπηρετούν το δημόσιο συμφέρον. Αν συνεπώς δεν εξυπηρετείται ένας δημόσιος σκοπός, αλλά πραγματοποιείται μία κερδοσκοπική δραστηριότητα, τότε και τα υπερεθνικά αυτά όργανα θα υπάγονται στο ρυθμιστικό πλαίσιο της Οδηγίας αναφορικά με τον τρόπο λειτουργίας τους¹¹⁴. Οι εθνικές κεντρικές τράπεζες και οι εθνικές, περιφερειακές και τοπικές αρχές ή άλλα ιδρύματα που διαχειρίζονται κεφάλαια στήριξης συστημάτων κοινωνικής ασφάλισης και συντάξεων εξαιρούνται και αυτά από το πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, επειδή ακριβώς εξυπηρετούν το «δημόσιο συμφέρον».

¹⁰⁸ Αντιστοίχως και του Ν. 4209/2013.

¹⁰⁹ Βλ. και Zetsche D. & Preiner C., Scope of the AIFMD in Zetsche D. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 46 επ.

¹¹⁰ Για τον ορισμό της εταιρείας συμμετοχών βλ. α. 4 παρ. 1 περ. ιε της Οδηγίας.

¹¹¹ Βλ. Zetsche D. & Preiner C., Scope of the AIFMD in Zetsche D. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 46.

¹¹² ο οποίος συγκεντρώνει τα χαρακτηριστικά του α. 4 παρ.1 (α) της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ.

¹¹³ Βλ. Zetsche D. & Preiner C., Scope of the AIFMD in D. Zetsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 46.

¹¹⁴ Βλ. Zetsche D. & Preiner C., Scope of the AIFMD in Zetsche D. (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 47.

δ. στις οντότητες που επιδιώκουν έναν ειδικό σκοπό είτε πρόκειται για σχήματα συμμετοχής εργαζομένων ή σχήματα αποταμίευσης εργαζομένων είτε για οχήματα τιτλοποίησης απαιτήσεων¹¹⁵.

Σε κάθε περίπτωση για να διαπιστώσουμε ότι μία οντότητα υπάγεται στις εξαιρέσεις, θα πρέπει να συντρέχουν τα στοιχεία εκείνα που την εντάσσουν σε μία από τις προαναφερόμενες κατηγορίες ή άλλως να μην συντρέχουν όλα τα στοιχεία του α. 4 παρ. 1(α) της Οδηγίας¹¹⁶, ώστε να μπορεί να χαρακτηριστεί ΟΕΕ¹¹⁷.

1.4.2. Εξαιρέσεις ως προς τους μικρούς ΔΟΕΕ (α. 3 παρ. 2-4 της Οδηγίας)

Σε αντίθεση με την προηγούμενη κατηγορία εξαιρέσεων που βασίζεται στο είδος της επιχειρηματικής δραστηριότητας των συγκεκριμένων οντοτήτων και έχει ως συνέπεια να τίθενται οι εν λόγω οντότητες εκτός του πεδίου εφαρμογής της Οδηγίας, οι ΔΟΕΕ της παρούσας ενότητας υπάγονται μεν στο πεδίο εφαρμογής της, αλλά εφαρμόζονται σε αυτούς μόνο οι παρ. 3 και 4 του άρθρου 3 αυτής.

Έτσι, οι εν λόγω ΔΟΕΕ λειτουργούν χωρίς να απαιτείται να αδειοδοτηθούν από την αρμόδια αρχή (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)¹¹⁸, αλλά απλώς καταχωρούνται στο αρχείο που τηρεί η αρμόδια εποπτική τους αρχή και ταυτόχρονα υποχρεούνται να παρέχουν σ' αυτή συγκεκριμένες πληροφορίες, όπως αυτές ορίζονται στην παρ. 3 του α. 3 της Οδηγίας¹¹⁹. Υπάγονται, λοιπόν, σε ένα ελαφρύτερο καθεστώς από πλευράς απαιτήσεων αδειοδότησης, χωρίς όμως να εξαιρούνται παντελώς από οποιαδήποτε υποχρέωση, καθώς οι δραστηριότητες τους μπορούν σωρευτικά να προκαλέσουν συστημικούς κινδύνους¹²⁰.

Βέβαια, οι μικροί ΔΟΕΕ δύνανται να υπαχθούν στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, ακολουθώντας τη σχετική διαδικασία αδειοδότησης, προκειμένου να απολαύσουν τα προνόμια αυτής, ειδικότερα αυτό του «ευρωπαϊκού διαβατηρίου», δηλαδή της δυνατότητας δραστηριοποίησης σε όλα τα κράτη-μέλη¹²¹. Μάλιστα, τα κράτη-μέλη δεν επιτρέπεται, ενσωματώνοντας την Οδηγία στην εθνική νομοθεσία τους, να στερήσουν αυτή τη δυνατότητα προαιρετικής υπαγωγής στο καθεστώς της Οδηγίας¹²². Παράλληλα, τα κράτη-μέλη,

¹¹⁵ Για τον ορισμό της οντότητας ειδικού σκοπού τιτλοποίησης, βλ. α. 4 παρ.1 περ.(μ) της Οδηγίας.

¹¹⁶ Βλ. αναλυτικά ανωτέρω υπό 1.2.1.

¹¹⁷ Πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι ακόμη και οι οντότητες που ρητά εξαιρούνται, μπορεί να θεωρηθούν ΟΕΕ αν συγκεντρώνουν τα εν λόγω χαρακτηριστικά βλ. και ESMA, Final report, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 24.5.2013, 18.

¹¹⁸ Σύμφωνα με την διαδικασία του α. 6 επ. της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹¹⁹ Και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹²⁰ Βλ. και ΑιτΕκθ Ν. 4209/2013, σελ. 5 και Προοίμιο Οδηγίας 2011/61/ΕΕ αρ. 17. Δέον να επισημανθεί ότι η εξαίρεση για τους μικρούς ΔΟΕΕ της παρ. 2 του α. 3 αποτελεί έκφραση της γενικότερης τάσης αποφυγής υπερβολικών κανονιστικών ρυθμίσεων στο πλαίσιο και της αρχής της αναλογικότητας.

¹²¹ Βλ. σχετικώς παρ. 4 του α. 3 της Οδηγίας (δικαίωμα opt-in στο καθεστώς του διαβατηρίου).

¹²² Απόλυτα συνεπής μ' αυτή την υποχρέωση ο Έλληνας νομοθέτης, βλ. παρ. 4 του α. 3 του Ν. 4209/2013.

ενσωματώνοντας την Οδηγία στο εσωτερικό τους, δύνανται να θεσπίσουν για τους μικρούς αυτούς ΟΕΕ αυστηρότερες υποχρεώσεις ενημέρωσης ή ακόμη και να επιβάλλουν πρόσθετους κανόνες (λ.χ. υποχρέωση αδειοδότησης για τη λειτουργία τους, η οποία όμως θα διαφοροποιείται από την άδεια των α. 6 επ. της Οδηγίας¹²³).

«Μικροί ΔΟΕΕ» θεωρούνται όσοι ευρίσκονται κάτω από τα όρια της παρ. 2 του άρθρου 3 της Οδηγίας, δηλαδή οι ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ¹²⁴, το ύψος των περιουσιακών στοιχείων των οποίων δεν υπερβαίνει το ποσό των 100.000.000 ευρώ (εφόσον ένας ή περισσότεροι από τους διαχειριζόμενους ΟΕΕ κάνουν χρήση μόχλευσης¹²⁵ και τα υπό διαχείριση περιουσιακά τους στοιχεία έχουν αποκτηθεί και μέσω αυτής) ή το ποσό των 500.000.000 ευρώ (εφόσον κανένας από τους διαχειριζόμενους ΟΕΕ δεν κάνει χρήση μόχλευσης, ενώ ταυτόχρονα οι επενδυτές των ΟΕΕ δεν έχουν δικαίωμα εξαγοράς που να μπορεί να ασκηθεί για πέντε έτη από την αρχική τους επένδυση στον ΟΕΕ)¹²⁶.

1.5. Ο Διαχειριστής Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων

Η Οδηγία, όπως έχει ήδη επισημανθεί¹²⁷, ρυθμίζει το καθεστώς αδειοδότησης, λειτουργίας και εποπτείας των Διαχειριστών Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, προκειμένου να μπορούν να διαχειρίζονται και να διαθέτουν έναν ΟΕΕ σε οποιοδήποτε κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Έτσι, προτού προχωρήσουμε στις υποχρεώσεις συμμόρφωσης των ΔΟΕΕ και τη συνακόλουθη ευθύνη τους από τη μη τήρηση αυτών των υποχρεώσεων, απαραίτητο είναι να προσδιορίσουμε το υποκείμενο αυτών των υποχρεώσεων.

1.5.1. Ο προσδιορισμός του ΔΟΕΕ και της ΑΕΔΟΕΕ

Ως ΔΟΕΕ ορίζεται «οποιοδήποτε νομικό πρόσωπο, του οποίου η συνήθης δραστηριότητα είναι η διαχείριση ενός ή περισσότερων ΟΕΕ¹²⁸». Απαραίτητη προϋπόθεση για την εφαρμογή της Οδηγίας είναι το νομικό αυτό πρόσωπο να εδρεύει σε οποιοδήποτε κράτος-μέλος της Ευρωπαϊκής Ένωσης, χωρίς να έχει σημασία εάν ο ΟΕΕ που διαχειρίζεται εδρεύει εντός ή εκτός αυτής. Η Οδηγία εφαρμόζεται και στις περιπτώσεις που ο ΔΟΕΕ εδρεύει εκτός της ΕΕ, αλλά διαχειρίζεται

¹²³ Βλ. Zetsche D. & Preiner C., Scope of the AIFMD in D. Zetsche (ed.), The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 57 επ.

¹²⁴ Για τον υπολογισμό τους ύψους των υπό διαχείριση περιουσιακών στοιχείων λαμβάνονται υπόψιν και τα χαρτοφυλάκια τρίτων ΟΕΕ, τους οποίους όμως διαχειρίζονται επιχειρήσεις οι οποίες είναι συνδεδεμένες με τους ΔΟΕΕ, βλ. αναλυτικά Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 45 επ.

¹²⁵ Για την έννοια της μόχλευσης στο πλαίσιο της Οδηγίας βλ. α. 4 παρ. 1 περ. (κβ).

¹²⁶ Βλ. για παραδείγματα ΔΟΕΕ που ξεπερνούν ή όχι τα όρια της παρ. 3 του α. 2 Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 49 επ. με τις εκεί παραπομπές.

¹²⁷ Βλ. ανωτέρω υπό 1.2.

¹²⁸ Βλ. α. 4 παρ. 1(β) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

ΟΕΕ, ο οποίος εδρεύει εντός αυτής, καθώς και στις περιπτώσεις που προωθεί εμπορικά έναν ΟΕΕ στην ΕΕ, ανεξαρτήτως της έδρας αυτού¹²⁹.

Στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου¹³⁰, υφίσταται η ΑΕΔΟΕΕ, η οποία λαμβάνει τη μορφή ανώνυμης εταιρείας, έχει την καταστατική της έδρα στην Ελλάδα, αδειοδοτείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σύμφωνα με την διαδικασία των άρθρων 6 επ. Ν. 4209/2013 και λειτουργεί βάσει του Ν. 4209/2013 σε συνδυασμό με τον Ν. 4548/2018, οι διατάξεις του οποίου εφαρμόζονται συμπληρωματικώς¹³¹. Για να εφαρμοστεί ο Ν. 4209/2013, ο ΔΟΕΕ πρέπει να έχει καταστατική έδρα στην Ελλάδα ασχέτως της έδρας του ΟΕΕ που διαχειρίζεται. Εάν πρόκειται για ΔΟΕΕ που εδρεύει εκτός της ΕΕ, ο Ν. 4209/2013 τυγχάνει εφαρμογής εφόσον ο υπό διαχείριση ΟΕΕ εδρεύει στην Ελλάδα ή πρόκειται για έναν ΔΟΕΕ, ο οποίος προωθεί εμπορικά έναν ΟΕΕ στην Ελλάδα¹³².

Κάθε ΟΕΕ έχει ως διαχειριστή έναν και μοναδικό ΔΟΕΕ¹³³, ο οποίος είναι και ο μόνος υπεύθυνος για τη συμμόρφωση του με την Οδηγία¹³⁴. Στην περίπτωση, όμως, που ένας ΟΕΕ έχει δύο ή περισσότερους διαχειριστές, τότε ένας εξ' αυτών θα οριστεί ως ο υπεύθυνος για τη διαχείριση του ΟΕΕ και θα επιβαρυνθεί με τη σχετική ευθύνη που συνεπάγεται η διαχείριση, ενώ οι υπόλοιποι θα συμφωνηθεί ότι ασκούν κάποιες λειτουργίες διαχείρισης, κατόπιν ανάθεσης, λειτουργώντας δηλαδή ως εντολοδόχοι του ΔΟΕΕ¹³⁵.

1.5.2. Εσωτερική και Εξωτερική Διαχείριση

Η διαχείριση ασκείται από έναν εξωτερικό διαχειριστή, όταν ο ΟΕΕ στερείται νομικής προσωπικότητας, όπως στην περίπτωση ΟΕΕ με τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου, ή όταν ο ΟΕΕ έχει μεν νομική προσωπικότητα αποφασίζει όμως να αναθέσει τη διαχείριση του σε ένα τρίτο νομικό πρόσωπο, το ΔΟΕΕ¹³⁶. Η ανάθεση της διαχείρισης του ΟΕΕ σε εξωτερικό διαχειριστή αποτελεί πράξη διοίκησης και ανήκει στην αποκλειστική αρμοδιότητα του αρμοδίου διευθυντικού οργάνου του ΟΕΕ.

Βέβαια, ο ΟΕΕ με νομική προσωπικότητα μπορεί να αναλάβει ο ίδιος τη διαχείριση του¹³⁷, οπότε τότε θα πρόκειται για «εσωτερική διαχείριση». Σ' αυτή τη περίπτωση, ο ΟΕΕ απαιτείται να

¹²⁹ Βλ. α. 2 παρ. 1 της Οδηγίας.

¹³⁰ Επισημαίνεται ότι η Οδηγία εφαρμόζεται ανεξαρτήτως της νομικής δομής του ΔΟΕΕ, βλ. και α. 2 παρ. 2 (γ) της Οδηγίας, μίας διάταξης η οποία επαναλαμβάνεται αυτούσια και στον Ν. 4209/2013. Ο Έλληνας νομοθέτης, όμως, επέλεξε να προσδώσει στον ΔΟΕΕ τη νομική μορφή της ανώνυμης εταιρείας.

¹³¹ Βλ. α. 6 παρ. 1 Ν. 4209/2013, όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει.

¹³² Βλ. α. 2 παρ. 1 Ν. 4209/2013.

¹³³ Βλ. α. 5 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, καθώς και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 20.

¹³⁴ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 4.2.

¹³⁵ Βλ. Invest Europe AIFMD Essentials A guide to the Alternative Investment Fund Managers Directive, 2017, 9.

¹³⁶ Βλ. και α. 5 παρ. 2 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹³⁷ Κατ' ουσίαν ο ΟΕΕ αναθέτει τη διαχείριση σε έναν εσωτερικό όργανο του (λχ το διοικητικό του συμβούλιο), όπως επισημαίνει ο Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 105.

αδειοδοτηθεί για το σκοπό αυτό από την αρμόδια αρχή ως ΔΟΕΕ και κατά συνέπεια υποχρεούται να συμμορφώνεται με όλες τις επιταγές της Οδηγίας για τους ΔΟΕΕ¹³⁸.

Εφόσον, λοιπόν, ο ΟΕΕ είναι νομικό πρόσωπο, μπορεί να επιλέξει να αυτοδιαχειρίζεται ή να διορίσει εξωτερικό διαχειριστή. Υφίσταται φυσικά και η δυνατότητα ενός αυτοδιαχειριζόμενου ΟΕΕ να αναθέσει μία από τις δύο λειτουργίες (είτε δηλαδή την λειτουργία διαχείρισης χαρτοφυλακίου είτε την λειτουργία διαχείρισης κινδύνων) σε έναν εξωτερικό διαχειριστή και ο ίδιος να δραστηριοποιείται μόνο στην εναπομείνουσα¹³⁹. Ο ΟΕΕ που αυτοδιαχειρίζεται και κατά συνέπεια έχει λάβει άδεια ως ΔΟΕΕ δεν είναι δυνατόν να λάβει άδεια ως εξωτερικός διαχειριστής άλλων ΟΕΕ¹⁴⁰.

1.5.3. Τύποι ΔΟΕΕ κατά τον Καν. 694/2014

Ο ευρωπαϊός «νομοθέτης» –επιδιώκοντας να καθορίσει το πεδίο εφαρμογής των υποχρεώσεων του ΔΟΕΕ αναφορικά με τη διαχείριση της ρευστότητας και την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ¹⁴¹– χρησιμοποίησε ένα συγκεκριμένο χαρακτηριστικό του ΟΕΕ, δηλαδή το αν είναι ανοιχτού ή κλειστού τύπου, ώστε να κατηγοριοποιήσει αντιστοίχως και τους ΔΟΕΕ, δημιουργώντας δύο τύπους ΔΟΕΕ, ήτοι τον ΔΟΕΕ ενός ΟΕΕ ανοιχτού τύπου και τον ΔΟΕΕ ενός ΟΕΕ κλειστού τύπου¹⁴².

Χρησιμοποιείται, λοιπόν, ως κριτήριο διάκρισης των ΟΕΕ σε ανοιχτού ή κλειστού τύπου, η ύπαρξη δικαιώματος εξαγοράς ή εξόφλησης μετοχών ή μεριδίων του ΟΕΕ. Έτσι, «*ΔΟΕΕ ενός ΟΕΕ ανοιχτού τύπου θεωρείται ο ΔΟΕΕ που διαχειρίζεται έναν ΟΕΕ του οποίου οι μετοχές ή τα μερίδια, μετά από αίτηση οποιουδήποτε από τους μετόχους ή τους μεριδιούχους του*¹⁴³, *εξαγοράζονται ή εξοφλούνται πριν από την έναρξη της ρευστοποίησης ή της εκκαθάρισης του*¹⁴⁴, *άμεσα ή έμμεσα, σε βάρος των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ και σύμφωνα με τις διαδικασίες και τη συχνότητα που καθορίζονται στο καταστατικό του, στα ενημερωτικά δελτία ή στα έγγραφα προσφορών*»¹⁴⁵.

¹³⁸ Βλ. και α. 5 παρ. 2 (β) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹³⁹ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 86 επ.

¹⁴⁰ Βλ. και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 20.

¹⁴¹ Βλ. Προοίμιο του Κανονισμού (ΕΕ) 231/2013 αρ. 1-2

¹⁴² Επιτυγχάνεται μ' αυτό το τρόπο μία κατηγοριοποίηση σε δύο επίπεδα, καθώς κατηγοριοποιούνται τόσο οι ΟΕΕ όσο και οι ΔΟΕΕ, όπως επισημαίνει ο Μούζουλας Σ., Η διάκριση των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων σε ανοιχτού και κλειστού τύπου ως κριτήριο κατηγοριοποίησης των διαχειριστών τους, ΕπισκεΕΔ 2013, 794.

¹⁴³ Έτσι, εάν το καταστατικό του ΟΕΕ προβλέπει ότι τα μερίδια ή οι μετοχές εξαγοράζονται ή εξοφλούνται σε τακτική βάση (χωρίς να χρειάζεται αίτηση του μετόχου), τότε θα πρόκειται για ΟΕΕ κλειστού τύπου, βλ. σχετικώς και Μούζουλας Σ., Η διάκριση των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων σε ανοιχτού και κλειστού τύπου ως κριτήριο κατηγοριοποίησης των διαχειριστών τους ο.π., 796.

¹⁴⁴ Η δε αναστολή του δικαιώματος αυτού για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα δεν επηρεάζει τον χαρακτηρισμό του ΟΕΕ ως ανοιχτού τύπου, Μούζουλας Σ., Η διάκριση των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων σε ανοιχτού και κλειστού τύπου ως κριτήριο κατηγοριοποίησης των διαχειριστών τους, ο.π., 796.

¹⁴⁵ Βλ. α. 1 παρ. 2 του Καν. 694/2014.

Σε αντίθεση με τον αναλυτικό ορισμό για τον ΟΕΕ ανοιχτού τύπου, ο ΟΕΕ κλειστού τύπου ορίζεται αρνητικά, ώστε να θεωρείται ΟΕΕ κλειστού τύπου κάθε ΟΕΕ, ο οποίος δεν συγκεντρώνει έστω και ένα εκ των ανωτέρω χαρακτηριστικών¹⁴⁶. Κατά συνέπεια, η διάκριση είναι απόλυτη, αφού ένας ΟΕΕ είτε θα έχει αυτά τα χαρακτηριστικά είτε όχι. Αυτό, βέβαια, δεν ισχύει για την αντίστοιχη κατηγοριοποίηση των ΔΟΕΕ, καθώς ένας ΔΟΕΕ μπορεί να είναι και τα δύο¹⁴⁷.

Περαιτέρω, σε περίπτωση που ένας ΟΕΕ αποτελείται από περισσότερα επενδυτικά τμήματα, για να θεωρηθεί ΟΕΕ ανοιχτού τύπου θα πρέπει το ως άνω δικαίωμα να παρέχεται σε όλους τους μετόχους ή μεριδιούχους όλων των επενδυτικών τμημάτων. Υπό την ίδια λογική, ένας ΟΕΕ, ο οποίος έχει την δυνατότητα να εκδίδει μετοχές ή μερίδια περισσότερων κατηγοριών, θα πρέπει το δικαίωμα εξαγοράς ή εξόφλησης να παρέχεται σε όλους τους μετόχους ή μεριδιούχους όλων των κατηγοριών μετοχών ή μεριδίων, προκειμένου αυτός να θεωρηθεί ΟΕΕ ανοιχτού τύπου¹⁴⁸.

¹⁴⁶ Βλ. α. 1 παρ. 3 του Καν. 694/2014.

¹⁴⁷ Βλ. α. 1 παρ. 1 του Καν. 694/2014.

¹⁴⁸ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η διάκριση των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων σε ανοιχτού και κλειστού τύπου ως κριτήριο κατηγοριοποίησης των διαχειριστών τους, ο.π., 797.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

Οι Δραστηριότητες ενός ΔΟΕΕ

2.1. Διαχείριση ενός ή περισσότερων ΟΕΕ

Ως προσδιοριστικό στοιχείο της έννοιας του ΔΟΕΕ, η διαχείριση του περιλαμβάνει τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ και τη διαχείριση κινδύνων. Αυτές οι δύο λειτουργίες, οι οποίες συναπαρτίζουν τη διαχείριση επενδύσεων, αποτελούν μία ενιαία ενότητα και κατατάσσονται στο ίδιο επίπεδο ως η ελάχιστη αναγκαία δραστηριότητα ενός αδειοδοτημένου σύμφωνα με την Οδηγία ΔΟΕΕ. Έτσι, δεν είναι δυνατόν να αδειοδοτηθεί ΔΟΕΕ, ο οποίος θα παρέχει μόνο την μία εξ' αυτών, χωρίς να παρέχει και την άλλη¹⁴⁹, ούτε είναι επιτρεπτό να δοθεί ένα αυτοτελές διαβατήριο για τη διασυνοριακή ενάσκηση μόνο της μίας εκ των δύο λειτουργιών.

Σύνηθες είναι ένας ΔΟΕΕ (ο οποίος θα έχει αδειοδοτηθεί και για τις δύο λειτουργίες) να ασκεί μόνο τη λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων και να έχει αναθέσει τη λειτουργία της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου σε άλλη εταιρεία, σύμφωνα με τη προβλεπόμενη στην Οδηγία διαδικασία¹⁵⁰.

Παράλληλα, η άσκηση και των δύο αυτών λειτουργιών πρέπει να γίνεται πρωτογενώς από έναν και μόνο ΔΟΕΕ, χωρίς να είναι δυνατόν να ασκείται η μία λειτουργία πρωτογενώς από έναν ΔΟΕΕ και η άλλη λειτουργία πρωτογενώς από κάποιον άλλον. Τούτο επιτάσσεται τόσο από την πρόβλεψη της Οδηγίας για ένα μόνο ΔΟΕΕ¹⁵¹ όσο και από τη γενικότερη επιδίωξη ένα νομικό πρόσωπο να έχει επιβαρυνθεί με την ευθύνη της διαχείρισης του ΟΕΕ¹⁵².

Έτσι, η διαχείριση ΟΕΕ, όπως αναλύθηκε ανωτέρω, συνιστά όχι μόνο προσδιοριστικό στοιχείο της έννοιας του ΔΟΕΕ αλλά και προϋπόθεση, προκειμένου να αδειοδοτηθεί ένας διαχειριστής ως ΔΟΕΕ σύμφωνα με την Οδηγία.

Ο εξωτερικός διαχειριστής ΟΕΕ παρέχει την υπηρεσία της διαχείρισης συλλογικών χαρτοφυλακίων, η οποία διαφοροποιείται από την επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης των ατομικών χαρτοφυλακίων¹⁵³. Κατά συνέπεια, βασικό χαρακτηριστικό της διαχείρισης του ΟΕΕ είναι ο συλλογικός χαρακτήρας αυτής. Η διαχείριση του ΟΕΕ, δηλαδή, προσανατολίζεται στην ικανοποίηση και εξυπηρέτηση των παρόμοιων συμφερόντων των μετόχων ή μεριδιούχων αυτού, γεγονός που διαμορφώνει την έννοια του συλλογικού συμφέροντος¹⁵⁴ σε αντίθεση με την

¹⁴⁹ Βλ. Προοίμιο της Οδηγίας αριθ. 21 αλλά και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 100 με τις εκεί παραπομπές

¹⁵⁰ Βλ. α. 20 της Οδηγίας, αλλά και αναλυτικά κατωτέρω υπό 3.3.

¹⁵¹ Βλ. α. 5 παρ. 1 της Οδηγίας

¹⁵² Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 100 επ.

¹⁵³ Βέβαια είναι δυνατή η παροχή της επενδυτικής υπηρεσίας της ατομικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου από ΔΟΕΕ, βλ. σχετικώς α. 6 παρ. 4 της Οδηγίας και αναλυτικώς κατωτέρω υπό 2.3.1.

¹⁵⁴ Βλ. και Μούζουλας Σ., Κατηγοριοποίηση των εταιρειών διαχείρισης οργανισμών συλλογικών επενδύσεων με βάση τις Οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ, ο.π. 905 επ.

εξυπηρέτηση των συμφερόντων ενός μεμονωμένου επενδυτή-πελάτη, την οποία επιδιώκει η επενδυτική υπηρεσία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου¹⁵⁵.

Η συλλογική διαχείριση του ΟΕΕ πραγματοποιείται πρωτογενώς μόνο από ΔΟΕΕ, ο οποίος έχει αδειοδοτηθεί και λειτουργεί σύμφωνα με το καθεστώς της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013. Παράλληλα και μία εταιρεία διαχείρισης ΟΣΕΚΑ (δηλαδή η Α.Ε.Δ.Α.Κ. του Ν. 4099/2012) μπορεί να διαχειρίζεται πρωτογενώς έναν ΟΕΕ, εφόσον έχει αδειοδοτηθεί σύμφωνα με την Οδηγία ως ΔΟΕΕ¹⁵⁶. Η διαχείριση σε μία τέτοια περίπτωση διατηρεί τον συλλογικό της χαρακτήρα.

Περαιτέρω, μία Α.Ε.Π.Ε.Υ. μπορεί να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες σε έναν ΟΕΕ, όπως την ατομική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του, χωρίς να απαιτηθεί να αδειοδοτηθεί ως ΔΟΕΕ¹⁵⁷. Βέβαια, στην περίπτωση αυτή δεν θα πρόκειται για άσκηση της διαχείρισης πρωτογενώς, αλλά θα πρόκειται είτε για ανάθεση μίας εκ των δύο λειτουργιών της διαχείρισης από το ΔΟΕΕ στην Α.Ε.Π.Ε.Υ. είτε για παροχή μίας αυτοτελούς επενδυτικής υπηρεσίας, την οποία θα παρέχει η Α.Ε.Π.Ε.Υ. στον ΟΕΕ¹⁵⁸. Στην περίπτωση αυτή, εάν ο ΟΕΕ έχει εξωτερικό διαχειριστή, τότε πελάτης της Α.Ε.Π.Ε.Υ. είναι ο ΔΟΕΕ, ενώ εάν ο ΟΕΕ είναι αυτοδιαχειριζόμενος, τότε πελάτης της Α.Ε.Π.Ε.Υ. είναι ο ίδιος ο ΟΕΕ. Κατά συνέπεια, η διαχείριση του ΟΕΕ μόνο τότε θα χαρακτηρίζεται ως «ατομική», καθώς θα υπάγεται στην παροχή υπηρεσιών διαχείρισης ατομικών χαρτοφυλακίων¹⁵⁹.

Η διαχείριση του ΟΕΕ, είτε αυτή ασκείται από τον εξωτερικό ΔΟΕΕ είτε από τον ίδιο τον ΟΕΕ (αυτοδιαχειριζόμενος ΟΕΕ), πρέπει να είναι απολύτως ανεξάρτητη από οποιαδήποτε ανάμειξη των μετόχων/ μεριδιούχων αυτού (ή εν γένει των επενδυτών του) σ' αυτή. Ανεξαρτησία σημαίνει ότι οι μέτοχοι ή οι μεριδιούχοι δε συμμετέχουν με οποιοδήποτε τρόπο στην καθημερινή διαχείριση του ΟΕΕ, ώστε να θεωρείται ότι αυτοί ασκούν εν τoις πράγμασι τη διαχείριση, έχοντας δηλαδή την εξουσία να ασκούν έλεγχο στα στοιχεία του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ. Βέβαια, οι μέτοχοι ή οι επενδυτές του ΟΕΕ δεν θεωρείται ότι αναμειγνύονται στη διαχείριση, όταν απλώς συμμετέχουν στη λήψη σημαντικών ή στρατηγικών αποφάσεων του ΟΕΕ, όπως κυρίως συμβαίνει στους ΟΕΕ, οι μετοχές ή τα μερίδια των οποίων δεν είναι εισηγμένα σε ρυθμιζόμενη αγορά¹⁶⁰.

¹⁵⁵ Βλ. και ορισμό της έννοιας της διαχείρισης ατομικών χαρτοφυλακίων κατά το άρθρο 4 στοιχείο 8 του Ν. 4514/2018.

¹⁵⁶ Βλ. α. 6 παρ. 2 της Οδηγίας σε συνδυασμό με την παρ. 8 αυτής και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁵⁷ Βλ. και α. 6 παρ. 8 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁵⁸ Βλ. και Μούζουλας Σ., Κατηγοριοποίηση των εταιρειών διαχείρισης οργανισμών συλλογικών επενδύσεων με βάση τις Οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ, ο.π., 906.

¹⁵⁹ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 95 επ.

¹⁶⁰ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 32-36.

Η διαχείριση του ΟΕΕ αποτελεί τον αποκλειστικό σκοπό ενός εξωτερικού ΔΟΕΕ, ο οποίος όμως μπορεί να διαχειρίζεται και ΟΣΕΚΑ, εφόσον έχει αδειοδοτηθεί σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στην Οδηγία 2009/65/ΕΚ¹⁶¹, ενώ ο ΟΕΕ με εσωτερική διαχείριση ασχολείται αποκλειστικά με τη δική του διαχείριση¹⁶².

2.1.1. Διαχείριση Χαρτοφυλακίου (Portfolio Management)

Ως διαχείριση του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ, νοείται η λήψη αποφάσεων σχετικά με επενδύσεις ή/και αποεπενδύσεις για λογαριασμό του ΟΕΕ, δηλαδή σχετικά με την απόκτηση ή τη διάθεση των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ¹⁶³. Κατ' άλλη διατύπωση, αντικείμενο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου είναι η παραγωγική διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων ενός επενδυτή^{164, 165}.

Το χαρτοφυλάκιο των ΟΕΕ μπορεί να περιλαμβάνει οιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο, καθώς η Οδηγία δεν θέτει περιορισμούς ως προς τις επενδυτικές δυνατότητες των ΟΕΕ. Έτσι, τα περιουσιακά στοιχεία ενός ΟΕΕ δεν περιορίζονται στα παραδοσιακά χρηματοπιστωτικά μέσα¹⁶⁶, αλλά είναι δυνατόν να περιλαμβάνουν και ακίνητα, πλοία, αεροπλάνα, πολύτιμα μέταλλα¹⁶⁷. Βέβαια, η Οδηγία δίνει την δυνατότητα στις αρμόδιες εποπτικές αρχές των κρατών-μελών να περιορίσουν τις επενδυτικές στρατηγικές του ΟΕΕ που επιτρέπεται να διαχειρίζεται ο ΔΟΕΕ¹⁶⁸.

2.1.2. Διαχείριση κινδύνων (Risk management)

Η διαχείριση κινδύνων είναι απολύτως συνδεδεμένη με τις επενδύσεις, καθώς κάθε επενδυτική απόφαση και κάθε συναλλαγή που βασίζεται σ' αυτή, συνεπάγεται μεγαλύτερους ή μικρότερους κινδύνους για τους ΟΕΕ και τους μετόχους ή μεριδιούχους τους ή εν γένει τους επενδυτές τους. Γι' αυτό το λόγο και δεν είναι δυνατόν ένας ΔΟΕΕ να παρέχει λειτουργίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου χωρίς να παρέχει και λειτουργίες διαχείρισης κινδύνων¹⁶⁹. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να διασφαλίζεται ο λειτουργικός και ιεραρχικός διαχωρισμός ανάμεσα στις δύο αυτές λειτουργίες¹⁷⁰.

Σκοπός του συστήματος διαχείρισης κινδύνων δεν είναι η αποφυγή των κινδύνων, αλλά η αποφυγή ανάληψης υπερβολικών για τον συγκεκριμένο ΟΕΕ κινδύνων. Παράλληλα, το σύστημα διαχείρισης κινδύνων πρέπει να επιδιώκει και την αποτελεσματικότερη διαχείριση αυτών. Η

¹⁶¹ Βλ. α. 6 παρ. 2 της Οδηγίας και αντιστοίχως α. 6 παρ. 2 (α) Ν. 4209/2013, καθώς και ανωτέρω υπό 1.2.1.

¹⁶² Βλ. α. 6 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως Ν. 4209/2013.

¹⁶³ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 183.

¹⁶⁴ Επενδυτή για τους σκοπούς της Οδηγίας εννοούμε τον ΟΕΕ.

¹⁶⁵ Βλ. και Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ο.π., 479.

¹⁶⁶ Για τις κατηγορίες χρηματοπιστωτικών μέσων βλ. τμήμα Γ' του παραρτήματος I του Ν. 4514/2018.

¹⁶⁷ Βλ. ESMA, Key concepts of the alternative investment fund managers directive and types of AIFM, Discussion Paper, ESMA/2012/117,23 February 2012,7,9,10.

¹⁶⁸ Βλ. α. 8 παρ. 5 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁶⁹ Βλ. και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 21.

¹⁷⁰ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 3.5.5.

λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων περιλαμβάνει αφενός την αναγνώριση εκείνων των καταστάσεων ή περιστατικών, τα οποία εάν λάβουν χώρα συνεπάγονται κίνδυνο για τον ΟΕΕ, αφετέρου την αξιολόγηση των κινδύνων (υφιστάμενων και μελλοντικών) και την κατάλληλη ανταπόκριση σ' αυτούς¹⁷¹.

Τούτο επιτυγχάνεται μέσω ενός επαρκούς και αποτελεσματικού συστήματος διαχείρισης κινδύνων, το οποίο ο ΔΟΕΕ έχει υιοθετήσει και εφαρμόζει για την αναγνώριση, μέτρηση, παρακολούθηση και διαχείριση όλων των κινδύνων, οι οποίοι είναι σημαντικοί για κάθε επενδυτικό σχέδιο του υπό διαχείριση ΟΕΕ και στους οποίους μπορεί να εκτεθεί ή είναι ήδη εκτεθειμένος ο υπό διαχείριση ΟΕΕ¹⁷². Βασικοί πυλώνες του συστήματος διαχείρισης είναι η λειτουργία διαρκούς διαχείρισης και η πολιτική διαχείρισης κινδύνων¹⁷³.

Δεδομένου ότι οι κίνδυνοι διαφοροποιούνται ανάλογα τον εκάστοτε υπό διαχείριση ΟΕΕ, δεν είναι δυνατόν ένας ΔΟΕΕ να εφαρμόζει το ίδιο σύστημα διαχείρισης κινδύνων (κατά τη λογική του one sizes fits all) για όλους τους ΟΕΕ που διαχειρίζεται. Έτσι, ο ΔΟΕΕ υιοθετεί και εφαρμόζει διαφορετική προσέγγιση της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων, ανάλογα των επενδυτικών πολιτικών του εκάστοτε υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και άλλων παραγόντων, όπως του μεγέθους του ΟΕΕ, του είδους του (ΟΕΕ ανοιχτού ή κλειστού τύπου) και του αντικειμένου των δραστηριοτήτων του¹⁷⁴.

2.2. Παροχή υπηρεσιών

Η διαχείριση του ΟΕΕ αποτελεί κατά την Οδηγία τη «συνήθη δραστηριότητα» του ΔΟΕΕ¹⁷⁵, προκειμένου αυτός να προσδιοριστεί εννοιολογικά ως τέτοιος και να μπορεί να αδειοδοτηθεί σύμφωνα με το καθεστώς αυτής. Η αναγωγή της διαχείρισης του ΟΕΕ σε συνήθη δραστηριότητα του ΔΟΕΕ, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η διαχείριση του ΟΕΕ αποτελεί την κύρια δραστηριότητά του, ενώ οι λοιπές υπηρεσίες τις οποίες μπορεί να παρέχει στο πλαίσιο της διαχείρισης και οι οποίες σχετίζονται ή άλλως εντάσσονται σ' αυτήν, αποτελούν δευτερεύουσες δραστηριότητες, τις οποίες ένας ΔΟΕΕ δύναται να ασκεί¹⁷⁶. Περαιτέρω, ένας ΔΟΕΕ δεν μπορεί

¹⁷¹ Βλ. Λιβαδά Χ. εις ΔΑΕ 2020, 5.2., 85 επ.

¹⁷² Βλ. και α. 15 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁷³ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 3.5.2. και 3.5.3. αντιστοίχως, καθώς και Προοίμιο Καν. (ΕΕ) 213/ 2013 αρ. 51-52.

¹⁷⁴ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 90.

¹⁷⁵ Βλ. α. 4 παρ. 1(β) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁷⁶ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 182 επ., όπου χαρακτηρίζει τη διαχείριση του ΟΕΕ ως κύρια δραστηριότητα (core activity), ενώ τις λοιπές υπηρεσίες που προσδιορίζονται στην παρ. 2 του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας ως δευτερεύουσες (non-core activities). Η κατηγοριοποίηση της διαχείρισης του ΟΕΕ ως «κύρια δραστηριότητα» και των υπηρεσιών της παρ. 2 του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας ως «δευτερευουσών» προκύπτει ευθέως και από την γραμματική διατύπωση της Οδηγίας, καθώς αναφέρεται ότι ένας ΔΟΕΕ μπορεί στο πλαίσιο της συλλογικής διαχείρισης του ΟΕΕ να προσφέρει επιπροσθέτως και αυτές τις λειτουργίες (αντίστοιχη διατύπωση και στο α. 6 παρ. 2 (β) του Ν. 4209/2013).

να αδειοδοτηθεί σύμφωνα με την Οδηγία, εφόσον παρέχει μόνο αυτές τις λοιπές υπηρεσίες, χωρίς να ασχολείται με τη διαχείριση του ΟΕΕ¹⁷⁷.

Οι υπηρεσίες της παραγράφου 2 του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας¹⁷⁸ ασκούνται όπως και η διαχείριση του ΟΕΕ, είτε από τον εξωτερικό διαχειριστή είτε από τον ίδιο τον ΟΕΕ (ΟΕΕ με εσωτερική διαχείριση). Βέβαια, είναι δυνατόν ένας ΟΕΕ με νομική προσωπικότητα, να διορίσει έναν εξωτερικό ΔΟΕΕ για τις λειτουργίες της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου και της διαχείρισης κινδύνων, ενώ τις λοιπές λειτουργίες του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας είτε να τις αναθέσει σε άλλες οντότητες (ενδεχομένως και σε έναν άλλο ΔΟΕΕ) είτε να τις ασκεί μόνος του¹⁷⁹.

Πρόσθετες λειτουργίες, λοιπόν, αποτελούν η διοίκηση του ΟΕΕ, η εμπορική του προώθηση και οι δραστηριότητες που αφορούν τα περιουσιακά του στοιχεία. Ειδικότερα:

2.2.1. Διοίκηση του ΟΕΕ

Η διοίκηση αφορά κατά κύριο λόγο την εσωτερική λειτουργία του υπό διαχείριση ΟΕΕ. Έτσι, ένας ΔΟΕΕ μπορεί να παρέχει νομικές υπηρεσίες, υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης του ΟΕΕ και υπηρεσίες εξυπηρέτησης πελατών (ιδίως πληροφοριακού τύπου). Επιπλέον, η διοίκηση του ΟΕΕ περιλαμβάνει και την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του χαρτοφυλακίου του, τον καθορισμό της αξίας των μετοχών/μεριδίων του, την έκδοση και εξαγορά των μετοχών/μεριδίων του, καθώς και τη διεκπεραίωση των συναλλαγών επ' αυτών. Συνάμα, ένας ΔΟΕΕ αναλαμβάνει και τον έλεγχο συμμόρφωσης του ΟΕΕ με το σύνολο των κανονιστικών διατάξεων αναφορικά με τη λειτουργία του, την τήρηση μητρώου μεριδιούχων/μετόχων και άλλων απαραίτητων για τη λειτουργία του αρχείων, την έκδοση πιστοποιητικών και βεβαιώσεων και τη διανομή των εσόδων¹⁸⁰.

Αρκετές εκ των προαναφερόμενων υπηρεσιών (λ.χ. νομικές υπηρεσίες, υπηρεσίες λογιστικής διαχείρισης) προϋποθέτουν ότι ο ΔΟΕΕ στελεχώνεται με πρόσωπα που φέρουν τις απαραίτητες ιδιότητες, προκειμένου να μπορούν να παρέχουν αυτές τις υπηρεσίες στο πλαίσιο της διοίκησης του ΟΕΕ. Αυτό συνεπάγεται ότι ο ΔΟΕΕ πρέπει να είναι σε θέση να εξεύρει πόρους για την κάλυψη των αναγκών στελέχωσης. Κατά λογική ακολουθία, η συγκεκριμένη υπηρεσία αυξάνει τα λειτουργικά έξοδα του ΔΟΕΕ, επιβαρύνοντας κατ' επέκταση και τον υπό διαχείριση ΟΕΕ.

Η διοίκηση του ΟΕΕ, με τις ειδικότερες υπηρεσίες που αυτή περιλαμβάνει διαφέρει από την διοικητική διαχείριση μετοχών/μεριδίων του ΟΕΕ, η οποία προσφέρεται στο πλαίσιο της παροχής της επενδυτικής υπηρεσίας της φύλαξης τίτλων.

¹⁷⁷ Βλ. α. 6 παρ. 5 της Οδηγίας και αντιστοίχως Ν. 4209/2013.

¹⁷⁸ Βλ. αντίστοιχα και α. 6 παρ. 2 (β) Ν. 4209/2013.

¹⁷⁹ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 111 με τις εκεί παραπομπές.

¹⁸⁰ Βλ. παρ. 2 του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας και α. 6 παρ. 2 (β) του Ν. 4209/2013.

2.2.2. Εμπορική προώθηση (Marketing)¹⁸¹

Ως εμπορική προώθηση νοείται «κάθε άμεση ή έμμεση προσφορά ή τοποθέτηση με πρωτοβουλία του ΔΟΕΕ ή εξ ονόματος του ΔΟΕΕ, μεριδίων ή μετοχών ενός ΟΕΕ τον οποίο διαχειρίζεται σε επενδυτές εγκατεστημένους ή με εγκατεστημένο γραφείο στην Ένωση»¹⁸².

Με δεδομένο, ότι η Οδηγία, μεταξύ άλλων, θέτει τις προϋποθέσεις και προβλέπει συγκεκριμένες διαδικασίες, προκειμένου οι ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται έναν ΟΕΕ της ΕΕ να προωθούν εμπορικά τις μετοχές/τα μερίδια του σε επαγγελματίες επενδυτές στο κράτος, στο οποίο έχουν την καταστατική τους έδρα¹⁸³ ή σε οποιοδήποτε κράτος-μέλος της ΕΕ¹⁸⁴, καθώς και τη χρήση «διαβατηρίου», προκειμένου: α) οι ΔΟΕΕ της ΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ εκτός της ΕΕ να προωθούν εμπορικά τις μετοχές/τα μερίδια του σε επαγγελματίες επενδυτές που βρίσκονται εντός της ΕΕ¹⁸⁵ και β) οι ΔΟΕΕ εκτός της ΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ της ΕΕ να προωθούν εμπορικά τις μετοχές/τα μερίδια του σε επαγγελματίες επενδυτές που βρίσκονται εντός της ΕΕ¹⁸⁶, είναι απαραίτητο να προσδιοριστεί η έννοια της εμπορικής προώθησης.

Η προώθηση, με την έννοια της Οδηγίας, περιλαμβάνει όχι μόνο τη διάθεση, αλλά και τη προσφορά, εφόσον όμως αυτή πραγματοποιείται με πρωτοβουλία του ΔΟΕΕ ή ενός τρίτου προσώπου, ο οποίος ενεργεί για λογαριασμό του ΔΟΕΕ (λ.χ. ενός placement agent). Κατά συνέπεια, οποιοσδήποτε ενέργειες ενός ΔΟΕΕ (είτε πρόκειται για εξωτερικό διαχειριστή είτε για αυτοδιαχειριζόμενο ΟΕΕ που έχει αδειοδοτηθεί ως ΔΟΕΕ), οι οποίες αποτελούν εξωτερίκευση της πρωτοβουλίας του να εξεύρει επενδυτές μέσω της διάθεσης των μετοχών/μεριδίων του ΟΕΕ στο κοινό ή μέσω της ιδιωτικής τοποθέτησης, μπορούν να χαρακτηριστούν ως προώθηση κατά την έννοια της Οδηγίας. Εν αντιθέσει, οι διαπραγματεύσεις στην δευτερογενή αγορά δεν περιλαμβάνουν την εμπορική προώθηση, καθώς δεν γίνονται με πρωτοβουλία του ΔΟΕΕ ή με ενέργειες για λογαριασμό του¹⁸⁷.

Έτσι, η επένδυση στον ΟΕΕ που πραγματοποιείται με πρωτοβουλία του ίδιου του επενδυτή ή με τη διαμεσολάβηση άλλης οντότητας (χωρίς οποιαδήποτε διευκόλυνση παρεχόμενη από τον ΔΟΕΕ) δεν αποτελεί προώθηση κατά την έννοια της Οδηγίας¹⁸⁸, αλλά ενδεχομένως συνιστά διάθεση ή πώληση των μεριδίων του ΟΕΕ. Η προώθηση διαφέρει ουσιωδώς τόσο από τη διάθεση,

¹⁸¹ Στο α. 6 παρ. 2 (β) του Ν. 4209/2013 προβλέπεται και η διαφήμιση των ΟΕΕ.

¹⁸² Βλ. α. 4 παρ. 1 (κδ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁸³ Βλ. σχετικώς α. 31 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁸⁴ Βλ. σχετικώς α. 32 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁸⁵ Βλ. σχετικώς α. 35 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013

¹⁸⁶ Βλ. σχετικώς α. 39 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013

¹⁸⁷ Βλ. Invest Europe AIFMD Essentials A guide to the Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 12, καθώς και αναλυτικότερα Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 115 επ.

¹⁸⁸ Βλ. Invest Europe AIFMD Essentials A guide to the Alternative Investment Fund Managers Directive ο.π., 12, όπου γίνεται λόγος ότι η reverse solicitation δεν συνιστά εμπορική προώθηση κατά την έννοια της Οδηγίας.

καθώς αυτή μπορεί να πραγματοποιηθεί χωρίς προώθηση, όσο και από την πώληση, η οποία νοείται ως η απόκτηση των μεριδίων κατόπιν διάθεσης τους, χωρίς απαραίτητα να έχει προηγηθεί και προώθηση αυτών¹⁸⁹.

Η προώθηση μεριδίων διακρίνεται, ακόμη, και από την επενδυτική υπηρεσία της παροχής επενδυτικών συμβουλών¹⁹⁰, η οποία διατηρεί την αυτοτέλεια της σε σχέση με την μεταγενέστερη απόκτηση από τον επενδυτή (και αποδέκτη των συμβουλών) μεριδίων ή μετοχών του ΟΕΕ. Βέβαια, υπάρχει το ενδεχόμενο, ο σύμβουλος επενδύσεων να λαμβάνει αμοιβή από τον ΔΟΕΕ, εάν επιτύχει οι συμβουλές του προς συγκεκριμένο επενδυτή να καταλήξουν σε απόκτηση από αυτόν μεριδίων ΟΕΕ (που διαχειρίζεται και προωθεί ο συγκεκριμένος ΔΟΕΕ), με αποτέλεσμα να θεωρηθεί στη περίπτωση αυτή ότι πρόκειται για προώθηση μεριδίων από τον ΔΟΕΕ με έμμεσο τρόπο, καθώς ο σύμβουλος επενδύσεων θα λειτουργεί ως ενδιάμεσο πρόσωπο για λογαριασμό του ΔΟΕΕ¹⁹¹.

Η προώθηση μεριδίων διαφέρει και από την επενδυτική υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολών¹⁹², καθώς η τελευταία έχει αμιγώς διεκπεραιωτικό χαρακτήρα και δεν συνίσταται σε ενέργειες σχετικές με την παρουσίαση των μεριδίων ή μετοχών του ΟΕΕ στο κοινό με σκοπό την προσέλκυση επενδύσεων¹⁹³.

2.2.3. Δραστηριότητες σχετικές με τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ

Οι δραστηριότητες αναφορικά με τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ, παρόλο που εντάσσονται στο γενικότερο πλαίσιο της εσωτερικής λειτουργίας του ΟΕΕ, ο οποίος αποτελεί το αντικείμενο διαχείρισης, εντούτοις, διαφέρουν από τις λειτουργίες διοίκησής του. Έτσι, στο πλαίσιο των δραστηριοτήτων σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία (asset-related services), ένας ΔΟΕΕ μπορεί να προσφέρει υπηρεσίες απαραίτητες για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων του ΔΟΕΕ¹⁹⁴, υπηρεσίες σχετικές με τη διαχείριση εγκαταστάσεων και υποδομών, καθώς και υπηρεσίες διαχείρισης ακινήτων. Παράλληλα, ένας ΔΟΕΕ μπορεί να παρέχει συμβουλές σε επιχειρήσεις σχετικά με τη διάρθρωση των κεφαλαίων και τη στρατηγική τους, με οποιοδήποτε θέμα αφορά τη λειτουργία τους, καθώς και συμβουλές (ή και υπηρεσίες) σχετικά με τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές επιχειρήσεων. Δεδομένης της ενδεικτικής απαρίθμησης των υπηρεσιών που

¹⁸⁹ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 115 επ.

¹⁹⁰ Για την οποία ισχύουν τα ειδικώς οριζόμενα στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ και αντιστοίχως στον Ν. 4514/2018.

¹⁹¹ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 189.

¹⁹² Για την οποία ισχύουν τα ειδικώς οριζόμενα στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ και αντιστοίχως στον Ν. 4514/2018.

¹⁹³ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 124-125 με τις εκεί παραπομπές.

¹⁹⁴ Στο αγγλικό κείμενο της Οδηγίας χρησιμοποιείται ο όρος fiduciary duties αντί της φράσης «υποχρεώσεων πίστης» στο ελληνικό κείμενο της Οδηγίας, βλ. παρ. 3 του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας.

περιλαμβάνονται στις asset-related services¹⁹⁵, είναι δυνατόν να προσφέρεται από τον ΔΟΕΕ και οποιαδήποτε άλλη υπηρεσία, η οποία συνδέεται με την διαχείριση του ΟΕΕ ή και με άλλα περιουσιακά στοιχεία (ή εταιρείες) στα οποία έχει επενδύσει ο υπό διαχείριση ΟΕΕ¹⁹⁶.

Ακολούθως, γίνεται αντιληπτό ότι οι υπηρεσίες που συνδέονται με τη διαχείριση του ΟΕΕ, καθώς και με τις εταιρείες ή άλλα περιουσιακά στοιχεία, στα οποία έχει επενδύσει ο ΟΕΕ (asset-related services) παρουσιάζουν μεν μεγάλη ευρύτητα, διατηρούν όμως τον χαρακτήρα τους ως δευτερεύουσα δραστηριότητα. Συνάγεται, λοιπόν, ότι η κύρια δραστηριότητα της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ περιλαμβάνει αποκλειστικά ό,τι συνδέεται με τις επενδυτικές αποφάσεις, και όχι το στάδιο πριν ή μετά την απόφαση, λ.χ. δεν αποτελεί διαχείριση χαρτοφυλακίου η παροχή συμβουλής σε σχέση με την κεφαλαιακή δομή ύστερα από μία εξαγορά (επενδυτική απόφαση) ή η οργάνωση της συγχώνευσης δύο ΟΕΕ¹⁹⁷.

2.3. Παροχή Επενδυτικών υπηρεσιών

Ένας εξωτερικός ΔΟΕΕ¹⁹⁸, εκτός από τις προαναφερόμενες δραστηριότητες της διαχείρισης του ΟΕΕ ως κύριας δραστηριότητας και των λοιπών λειτουργιών (διοίκηση, εμπορική προώθηση, δραστηριότητες σχετικές με τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ) ως δευτερευουσών δραστηριοτήτων, δύναται να παρέχει, κατόπιν σχετικής άδειας¹⁹⁹, και συγκεκριμένες περιοριστικά απαριθμούμενες στο νόμο επενδυτικές υπηρεσίες²⁰⁰.

Συνεπώς, με την πρόβλεψη αυτή, αντίστοιχη της οποίας υπάρχει και στην Οδηγία 2009/65/ΕΚ για τους ΟΣΕΚΑ²⁰¹, μετριάστηκε ο απόλυτος διαχωρισμός μεταξύ επιχειρήσεων επενδύσεων και ΔΟΕΕ²⁰², καθώς οι τελευταίοι μπορούν να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, οι οποίες όμως έχουν παρεπόμενο χαρακτήρα σε σχέση με την διαχείριση του ΟΕΕ.

Με αυτόν τον τρόπο είναι δυνατή μία περαιτέρω κατηγοριοποίηση των ΔΟΕΕ σε στενού και διευρυμένου σκοπού. Έτσι, οι ΔΟΕΕ στενού σκοπού ασχολούνται αποκλειστικά με τη συλλογική

¹⁹⁵ Βλ. «γγ) δραστηριότητες που αφορούν στα περιουσιακά στοιχεία των ΟΕΕ, όπως...», στην παρ. 2 α. 6 του Ν. 4209/2013

¹⁹⁶ Βλ. παρ. 2 του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας και α. 6 παρ. 2 (β) του Ν. 4209/2013.

¹⁹⁷ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 113 με τις εκεί παραπομπές.

¹⁹⁸ Σε αντίθεση με τον αυτοδιαχειριζόμενο ΟΕΕ, ο οποίος δεν επιτρέπεται να ασχολείται με άλλες δραστηριότητες πέρα της εσωτερικής διαχείρισης του χαρτοφυλακίου του, βλ. σχετικώς α. 6 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

¹⁹⁹ Η άδεια αυτή χορηγείται σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ, όπως αυτή έχει ενσωματωθεί στο ελληνικό δίκαιο με τον Ν. 4514/2018. Στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου απαιτείται άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς προκειμένου μία εξωτερική ΑΕΔΟΕΕ να παρέχει και επενδυτικές υπηρεσίες.

²⁰⁰ Βλ. α. 6 παρ.4 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²⁰¹ Βλ. σχετικά α. 6 παρ. 3 της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ.

²⁰² Διαχωρισμός, ο οποίος πηγάζει από το αντικείμενο των δραστηριοτήτων τους, καθώς οι επιχειρήσεις επενδύσεων δραστηριοποιούνται στην διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων των επενδυτών, ενώ οι ΔΟΕΕ στη συλλογική διαχείριση του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ.

διαχείριση του ΟΕΕ, ενώ οι ΔΟΕΕ διευρυμένου σκοπού, επεκτείνουν περαιτέρω τις δραστηριότητες τους και σε συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες²⁰³.

Ο παρεπόμενος χαρακτήρας των επενδυτικών υπηρεσιών της παρ. 4 του άρθρου 6 της Οδηγίας προκύπτει ευκόλως όχι μόνο από τον χαρακτηρισμό της διαχείρισης του ΟΕΕ ως συνήθους δραστηριότητας ενός ΔΟΕΕ, αλλά και από το ότι δεν επιτρέπεται ένας ΔΟΕΕ, ο οποίος υπάγεται στο καθεστώς της Οδηγίας, να παρέχει μόνο τις επενδυτικές υπηρεσίες της παρ. 4²⁰⁴.

Έτσι, ένας ΔΟΕΕ για να παρέχει τις επενδυτικές υπηρεσίες της παρ. 4 του α. 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, θα πρέπει αφενός να έχει αδειοδοτηθεί για τη διαχείριση του ΟΕΕ σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στην Οδηγία 2011/61/ΕΕ²⁰⁵ και αφετέρου να έχει λάβει σχετική άδεια σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ²⁰⁶.

Βέβαια, είναι δυνατόν, για περιορισμένο χρονικό διάστημα, η ενασχόληση ενός ΔΟΕΕ με την κύρια δραστηριότητά του, ήτοι τη διαχείριση του ΟΕΕ, να είναι περιορισμένη σε σχέση με τις επενδυτικές υπηρεσίες της παρ. 4. Εφόσον, όμως, υφίστανται οι κατάλληλες προοπτικές και ο απαραίτητος σχεδιασμός, ώστε ο ΔΟΕΕ να δραστηριοποιηθεί σε σύντομο χρονικό διάστημα στη διαχείριση ΟΕΕ, η ενασχόληση μ' αυτές τις παρεπόμενες υπηρεσίες δεν αποκτά κύριο χαρακτήρα και δεν θεωρείται ότι αντικαθιστά την κύρια δραστηριότητα του ΔΟΕΕ²⁰⁷.

Οι επενδυτικές υπηρεσίες, τις οποίες μπορεί να παρέχει ένας εξωτερικός ΔΟΕΕ, διακρίνονται στη διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων, η οποία αποτελεί την «βασική» παρεπόμενη υπηρεσία²⁰⁸ και τις ακόλουθες τρεις «δευτέρου βαθμού» παρεπόμενες υπηρεσίες: (α) την παροχή επενδυτικών συμβουλών, (β) τη φύλαξη και τη διοικητική διαχείριση μετοχών ή μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και (γ) τη λήψη και διαβίβαση εντολών επί χρηματοπιστωτικών μέσων²⁰⁹. Η διαβάθμιση αυτή («βασική» παρεπόμενη υπηρεσία – «δευτέρου βαθμού» παρεπόμενες υπηρεσίες) προκύπτει από το ότι οι ΔΟΕΕ πρέπει προηγουμένως να έχουν αδειοδοτηθεί για την παροχή της υπηρεσίας της διαχείρισης ατομικών χαρτοφυλακίων, για να παρέχουν τις παρεπόμενες υπηρεσίες της περ. β' της παραγράφου 4 του άρθρου 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013²¹⁰. Ειδικότερα:

²⁰³ Βλ. Μούζουλας Σ., Κατηγοριοποίηση των εταιρειών διαχείρισης οργανισμών συλλογικών επενδύσεων με βάση τις Οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ, ο.π., 905 επ.

²⁰⁴ Βλ. α. 6 παρ. 5 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²⁰⁵ Βλ. α. 6 επ. της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²⁰⁶ Βλ. και α. 6 παρ. 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, όπου παραπέμπει ρητά στην αναλογική εφαρμογή των σχετικών διατάξεων της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ.

²⁰⁷ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 109.

²⁰⁸ Βλ. α. 6 παρ. 4 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²⁰⁹ Βλ. α. 6 παρ. 4 (β) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²¹⁰ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 194. Αντίθετος ο Μούζουλας Σ., ο.π., 134-135, ο οποίος θεωρεί μία τέτοια διαβάθμιση αδικαιολόγητη, καθώς πρακτικά ο παρεπόμενος χαρακτήρας αυτών των υπηρεσιών αίρεται

2.3.1. Διαχείριση χαρτοφυλακίου επενδύσεων (Individual Portfolio Management)

Η διαχείριση των χαρτοφυλακίων επενδύσεων πραγματοποιείται σύμφωνα με εντολές που δίδονται από πελάτες, με διακριτική ευχέρεια και για κάθε πελάτη χωριστά. Ο προσδιορισμός αυτός, ομοιάζει με τον ορισμό της διαχείρισης χαρτοφυλακίου στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ, όπου η διαχείριση χαρτοφυλακίου ορίζεται ως *«η διαχείριση, με εντολή του πελάτη και υπό καθεστώς διακριτικής ευχέρειας για κάθε πελάτη, χαρτοφυλακίων που περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα»*²¹¹.

Η διαχείριση των χαρτοφυλακίων επενδύσεων αφορά τη διαχείριση της περιουσίας μεμονωμένων επενδυτών (πελατών), χωρίς να έχει σημασία ο αριθμός των ατομικών χαρτοφυλακίων που διαχειρίζεται ο ΔΟΕΕ, ο οποίος μπορεί να διαχειρίζεται ακόμη και ένα μόνο ατομικό χαρτοφυλάκιο, με τη δυνατότητα όμως να διαχειριστεί τα χαρτοφυλάκια περισσότερων επενδυτών- πελατών του²¹².

Περαιτέρω, σε αντίθεση με την διαχείριση χαρτοφυλακίων από Α.Ε.Π.Ε.Υ., όπου τα υπό διαχείριση χαρτοφυλάκια πρέπει να περιλαμβάνουν μόνο χρηματοπιστωτικά μέσα, τα χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται οι ΔΟΕΕ μπορούν να συντίθενται και από άλλα περιουσιακά στοιχεία πέρα των χρηματοπιστωτικών μέσων²¹³. Στην περίπτωση, όμως, που τα υπό διαχείριση ατομικά χαρτοφυλάκια περιλαμβάνουν ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα, τότε ο ΔΟΕΕ οφείλει να συμμορφώνεται με τις διατάξεις της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ, η οποία θέτει πρόσθετες υποχρεώσεις, πέρα αυτών που περιλαμβάνονται στην Οδηγία 2011/61/ΕΕ.

2.3.2. Παρεπόμενες υπηρεσίες δευτέρου βαθμού

(α) Παροχή επενδυτικών συμβουλών

Δεδομένου ότι η παροχή επενδυτικών συμβουλών δεν ορίζεται ειδικώς στην Οδηγία 2011/61/ΕΕ, μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον εννοιολογικό προσδιορισμό αυτής της υπηρεσίας ο ορισμός που δίδεται στην Οδηγία 2014/65/ΕΕ. Έτσι, ως παροχή επενδυτικών συμβουλών νοείται *«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»*²¹⁴ ²¹⁵.

από τη στιγμή που θα αδειοδοτηθούν για την παροχή τους, ανεξάρτητα από την διαχείριση των χαρτοφυλακίων, για την οποία επίσης απαιτείται να αδειοδοτηθούν.

²¹¹ Βλ. α. 4 παρ.1 περ.8 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ και αντιστοίχως του Ν. 4514/2018.

²¹² Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 133.

²¹³ Η δυνατότητα αυτή δικαιολογείται απολύτως από το γεγονός ότι οι ΔΟΕΕ ήδη διαχειρίζονται τα χαρτοφυλάκια των ΟΕΕ, τα οποία δεν αποτελούνται αποκλειστικά από χρηματοπιστωτικά μέσα, Βλ. και Μούζουλας Σ., ο.π., 131.

²¹⁴ Δεν εξειδικεύεται στην Οδηγία και αντιστοίχως στον Ν. 4209/2013, εάν η παροχή επενδυτικών συμβουλών μπορεί να αφορά και συναλλαγές σε άλλα περιουσιακά στοιχεία πέρα των χρηματοπιστωτικών μέσων, όπως θα μπορούσε εύκολως να προκύπτει από το ότι τα ατομικά χαρτοφυλάκια που διαχειρίζονται οι ΔΟΕΕ συντίθενται από διάφορα περιουσιακά στοιχεία και όχι περιοριστικά από χρηματοπιστωτικά μέσα.

²¹⁵ Βλ. α. 4 παρ. 1 στοιχείο 4 της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ και αντιστοίχως του Ν. 4514/2018.

Η σύσταση αυτή απευθύνεται σε επενδυτή (υφιστάμενο ή δυνητικό) ή αντιπρόσωπό του, απαιτείται να είναι κατάλληλη για το συγκεκριμένο αυτό πρόσωπο και αφορά εν γένει τη διενέργεια ή μη μιας επένδυσης, δηλαδή μπορεί να αφορά, μεταξύ άλλων, τις ενέργειες της αγοράς, πώλησης, ανταλλαγής, άσκησης ή μη άσκησης δικαιώματος που παρέχει ένα συγκεκριμένο χρηματοπιστωτικό μέσο²¹⁶.

Περαιτέρω, είναι δυνατόν ένας ΔΟΕΕ, στο πλαίσιο αυτής της επενδυτικής υπηρεσίας, να παρέχει σε έναν άλλον ΔΟΕΕ (ο οποίος θα αποτελεί πελάτη του) συμβουλές σε σχέση με το υπό διαχείριση (από τον συγκεκριμένο ΔΟΕΕ-πελάτη) χαρτοφυλάκιο του ΟΕΕ. Γενικότερα, οι επενδυτικές υπηρεσίες της παρ. 4 του άρθρου 6 της Οδηγίας²¹⁷, δεν επιτρέπεται να παρέχονται από τον ΔΟΕΕ στον υπό διαχείριση ΟΕΕ του, καθώς δεν εντάσσονται στη συλλογική διαχείριση του ΟΕΕ, ούτε περιλαμβάνονται στις δευτερεύουσες δραστηριότητές του (ήτοι στη διοίκηση, την εμπορική προώθηση και τις asset-related δραστηριότητες). Έτσι, οι συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες διατηρούν την αυτονομία τους από τη συλλογική διαχείριση του ΟΕΕ²¹⁸.

(β) Φύλαξη και διοικητική διαχείριση μετοχών ή μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων

Λαμβανομένου υπόψιν ότι στην Οδηγία και αντιστοίχως στον Ν. 4209/2013, δεν περιέχεται κάποιος ορισμός για τις ως άνω υπηρεσίες, επιβοηθητικό ρόλο στον ακριβή προσδιορισμό του περιεχομένου αυτών των υπηρεσιών, δύνανται να διαδραματίσουν τα ισχύοντα αναφορικά με την παρεπόμενη επενδυτική υπηρεσία της φύλαξης και της διαχείρισης²¹⁹. Γενικότερα, η φύλαξη περιλαμβάνει υπηρεσίες διατήρησης, επιτήρησης και προστασίας χρηματοπιστωτικών μέσων, ενώ η διοικητική διαχείριση αφορά την άσκηση των δικαιωμάτων που απορρέουν από αυτά, τα οποία μπορεί να είναι είτε περιουσιακής είτε διοικητικής φύσεως²²⁰. Βέβαια, η Οδηγία κάνει λόγο για μερίδια ή μετοχές οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, τα οποία μπορεί να αποτελούν χρηματοπιστωτικά μέσα, όπως στην περίπτωση των μεριδίων των ΟΣΕΚΑ, ή και όχι, όπως στην περίπτωση των μεριδίων κάποιων συγκεκριμένων τύπων ΟΕΕ.

Στην περίπτωση δε που η φύλαξη και η διαχείριση περιλαμβάνει μερίδια ΟΣΕΚΑ και με δεδομένο ότι -τις περισσότερες φορές- η φύλαξη και η διαχείριση των χρηματοπιστωτικών μέσων συνδέεται με την επενδυτική υπηρεσία της λήψης και διαβίβασης εντολών, ο ΔΟΕΕ παρέχοντας αυτή την επενδυτική υπηρεσία θα συμμετέχει σε ένα ευρύτερο δίκτυο διάθεσης μεριδίων. Αυτή η

²¹⁶ Βλ. και Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ο.π., 482 επ.

²¹⁷ και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²¹⁸ Βλ. και Μούζουλας Σ., ο.π., 135.

²¹⁹ Βλ. και τμήμα Β του Παραρτήματος Ι της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ, καθώς και α. 4 στοιχείο 3 Ν. 4514/2018, όπου η φύλαξη και η διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων συγκαταλέγονται στις παρεπόμενες υπηρεσίες.

²²⁰ Βλ. και Τουντόπουλος Β., ο.π., 492 επ.

«διάθεση» μεριδίων ΟΣΕΚΑ θα ισχύει, εφόσον ο ΔΟΕΕ έχει λάβει άδεια για να ασκεί τις επενδυτικές υπηρεσίες της παρ. 4 του α. 6 της Οδηγίας^{221, 222}.

Πάντως, και η φύλαξη και η διαχείριση παρέχονται για λογαριασμό των πελατών του ΔΟΕΕ και όχι για λογαριασμό του ίδιου του ΔΟΕΕ. Έτσι, η τυχόν φύλαξη των μεριδίων ΟΕΕ αφορά τα μερίδια που θα κατέχει ο ΔΟΕΕ για λογαριασμό των πελατών του και όχι τα μερίδια του υπό διαχείριση ΟΕΕ²²³.

(γ) Λήψη και διαβίβαση εντολών

Αντικείμενο της λήψης και διαβίβασης εντολών είναι αποκλειστικά και μόνο τα χρηματοπιστωτικά μέσα και όχι οποιοδήποτε άλλο περιουσιακό στοιχείο, σε πλήρη αντίθεση με τα ισχύοντα για τη διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων. Δικαιολογητικός λόγος αυτού συνιστά, ενδεχομένως, το γεγονός ότι σε ευρωπαϊκό επίπεδο προβλέπεται ότι αντικείμενο της συγκεκριμένης υπηρεσίας είναι μόνο τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Κατ' αποτέλεσμα, οποιαδήποτε άλλη ρύθμιση θα ερχόταν σε πλήρη αντίθεση με τον αποκλειστικό σκοπό του ΔΟΕΕ, ήτοι τη διαχείριση ΟΕΕ και τη δυνατότητα παροχής των περιοριστικά αναφερόμενων στην παρ. 4 επενδυτικών υπηρεσιών, εισάγοντας μία αυτοτελή παροχή υπηρεσιών, η οποία πιθανότατα θα έπρεπε να τύχει αυτοτελούς ρύθμισης²²⁴.

Ο ΔΟΕΕ, λοιπόν, σε ένα πρώτο στάδιο λαμβάνει από τον επενδυτή την εντολή και σε ένα δεύτερο στάδιο, το οποίο διαφέρει χρονικά από το πρώτο, την διαβιβάζει προς εκτέλεση είτε απευθείας στο πρόσωπο που θα την εκτελέσει είτε και σε ένα τρίτο πρόσωπο που μεσολαβεί, με τελικό σκοπό, όμως, τη διαβίβαση προς εκτέλεση²²⁵.

²²¹ Επισημαίνεται ότι η διάθεση (με την έννοια που δίδεται στον Ν. 4099/2012) μεριδίων ΟΣΕΚΑ εντάσσεται στην διαχείριση του, την οποία μπορεί να ασκεί και ΔΟΕΕ, εφόσον έχει αδειοδοτηθεί σύμφωνα με την διαδικασία της Οδηγίας 2009/65/ΕΚ και αντιστοίχως του Ν. 4099/2012.

²²² Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 136-137.

²²³ Εξάλλου τα μερίδια του υπό διαχείριση ΟΕΕ φυλάσσονται από τον θεματοφύλακα, σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στην παρ. 8 του α. 21 της Οδηγίας, βλ. και Zetzsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in. Zetzsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 196.

²²⁴ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 136.

²²⁵ Βλ. και Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς, ο.π. 468 επ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ

Οι Υποχρεώσεις του ΔΟΕΕ

3.1. Τήρηση των γενικών αρχών καλής επιχειρηματικής συμπεριφοράς

Οι ΔΟΕΕ, κατά την ενάσκηση των δραστηριοτήτων τους (κύριας και δευτερευουσών) και την παροχή των αντίστοιχων υπηρεσιών στους υπό διαχείριση ΟΕΕ, οφείλουν να συμμορφώνονται με τους γενικούς κανόνες καλής επιχειρηματικής συμπεριφοράς, ήτοι την υποχρέωση πίστης (duty of loyalty) και την υποχρέωση επιμέλειας (duty of care). Οι κανόνες αυτοί διαγράφουν το γενικότερο πλαίσιο των υποχρεώσεων των ΔΟΕΕ, τυγχάνουν διαρκούς εφαρμογής και ισχύουν παράλληλα με τις ειδικές υποχρεώσεις που πηγάζουν από συγκεκριμένες δραστηριότητες των ΔΟΕΕ. Πιο συγκεκριμένα:

3.1.1. Υποχρέωση πίστης

Η υποχρέωση πίστης των ΔΟΕΕ απέναντι στους υπό διαχείριση ΟΕΕ εξειδικεύεται κατ' αρχήν ως υποχρέωση να ενεργούν προς το συμφέρον των υπό διαχείριση ΟΕΕ και προς το συμφέρον όσων επενδύουν στους συγκεκριμένους ΟΕΕ (μεριδιούχοι). Παράλληλα, οι ενέργειες τους πρέπει να προάγουν και να διασφαλίζουν την ακεραιότητα της αγοράς²²⁶. Προκειμένου δε να επιτύχουν την προώθηση των συμφερόντων των ως άνω με τον πλέον επωφελή και συνάμα αποδοτικό τρόπο (κανόνας του βέλτιστου συμφέροντος)²²⁷, οφείλουν –μεταξύ άλλων– να υιοθετούν και να εφαρμόζουν πολιτικές και διαδικασίες πρόληψης αθέμιτων πρακτικών (λ.χ. εκπρόθεσμων διαπραγματεύσεων). Και τούτο διότι οι αθέμιτες πρακτικές βλάπτουν τα συμφέροντα των επενδυτών, απομειώνοντας τις αποδόσεις των επενδύσεων τους, ενώ παράλληλα είναι εξαιρετικά πιθανό να προκαλέσουν όχι μόνο αναστάτωση στη γενικότερη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ, αλλά και στην σταθερότητα και ακεραιότητα της αγοράς²²⁸.

Περαιτέρω, στο γενικότερο πλαίσιο της δράσης τους υπέρ των συμφερόντων των υπό διαχείριση ΟΕΕ και των επενδυτών τους, οι ΔΟΕΕ οφείλουν να επιλέγουν τις πλέον εύλογες ενέργειες για να πετύχουν το βέλτιστο αποτέλεσμα (κανόνας της βέλτιστης εκτέλεσης)²²⁹ για τους υπό διαχείριση ΟΕΕ και τους επενδυτές τους, λαμβάνοντας υπόψιν όλους τους επιμέρους παράγοντες που σχετίζονται με την εκτέλεση των εντολών που έχουν λάβει (λ.χ. τα χαρακτηριστικά της εντολής, την επενδυτική πολιτική του υπό διαχείριση ΟΕΕ κ.α.). Προς το σκοπό αυτό, έχουν την υποχρέωση να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν πολιτική εκτέλεσης των

²²⁶ Βλ. α. 12 παρ. 1(β) της Οδηγίας

²²⁷ Βλ. α. 12 παρ. 1 (ε) της Οδηγίας και Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π. 216.

²²⁸ Βλ. α. 17 του Καν. 231/2013, καθώς και το Προοίμιο αυτού αρ. 39.

²²⁹ Βλ. και Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in D. Zetsche (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π. 216.

εντολών που λαμβάνουν, την οποία μάλιστα παρακολουθούν και επαναξιολογούν σε τακτική βάση²³⁰.

Παράλληλα και ενόψει της απαίτησης για βέλτιστη εκτέλεση, οι ΔΟΕΕ πρέπει να διαθέτουν και να χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τους πόρους τους²³¹. Για το σκοπό αυτό, πρέπει να απασχολούν προσωπικό με τις απαραίτητες γνώσεις, ικανότητες και την αναγκαία για την εκπλήρωση των ανατιθέμενων καθηκόντων εμπειρία, λαμβάνοντας υπόψιν, κατά την στελέχωση των μονάδων/τμημάτων τους, τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και τις συγκεκριμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες αυτού²³². Έχει υποστηριχθεί, μάλιστα, ότι για να εξασφαλιστεί η δέουσα διεξαγωγή των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, ο ΔΟΕΕ πρέπει να διαθέτει τουλάχιστον δύο πρόσωπα που θα ασχολούνται μ' αυτή²³³. Επίσης, προς διασφάλιση της αποτελεσματικής χρήσης των πόρων, οι ΔΟΕΕ οφείλουν να παρέχουν ένα ταχύ και έγκαιρο σύστημα χειρισμού εντολών για λογαριασμό των υπό διαχείριση ΟΕΕ²³⁴.

Στην υποχρέωση πίστης, όπως αυτή γίνεται αντιληπτή υπό την ευρύτερη έννοιά της, εντάσσεται²³⁵ και η υποχρέωση των ΔΟΕΕ να λαμβάνουν κάθε αναγκαίο μέτρο για τον εντοπισμό καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων²³⁶ που ενδεχομένως προκύψουν κατά τη διαχείριση του ΟΕΕ, μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, λ.χ. μεταξύ του ΔΟΕΕ και του υπό διαχείριση ΟΕΕ ή μεταξύ ενός ΟΕΕ και ενός άλλου ΟΕΕ²³⁷.

Καθίσταται, λοιπόν, αναγκαίο ο ΔΟΕΕ να καταρτίζει και να εφαρμόζει πολιτική σύγκρουσης συμφερόντων, η οποία θα είναι απολύτως κατάλληλη γι' αυτόν και τις επιχειρηματικές του δραστηριότητες, ενώ θα περιλαμβάνει τον προσδιορισμό των περιστάσεων που μπορεί να οδηγήσουν σε καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων, καθώς και διαδικασίες και μέτρα για την αποφυγή ή άλλως τη διαχείριση και παρακολούθηση αυτών²³⁸.

Έτσι σε επίπεδο «πρόληψης», η πολιτική σύγκρουσης συμφερόντων που υιοθετεί ο ΔΟΕΕ πρέπει να περιλαμβάνει –μεταξύ άλλων– διαδικασίες και μέτρα που διασφαλίζουν τον αναγκαίο βαθμό ανεξαρτησίας των αρμοδίων προσώπων²³⁹ που ασχολούνται με τις επιχειρηματικές του δραστηριότητες²⁴⁰. Σε επίπεδο δε παρακολούθησης, ο ΔΟΕΕ τηρεί αρχείο στο οποίο

²³⁰ Βλ. α. 27 του Καν. 231/2013.

²³¹ Βλ. α. 12 παρ.1 (γ) της Οδηγίας.

²³² Βλ. α. 22 του Καν. 231/2013.

²³³ Βλ. και Zetzsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetzsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π. 216.

²³⁴ Σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στο α. 25 του Καν. 231/2013.

²³⁵ Βλ. και Zetzsche D. & Eckner D., ο.π., 216

²³⁶ Βλ. και α. 12 παρ. 1(δ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²³⁷ Βλ. α. 14 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²³⁸ Βλ. α. 31 του Καν. 231/2013.

²³⁹ Για τον ορισμό της έννοιας των «αρμοδίων προσώπων» βλ. α. 1 στοιχείο 2 του Καν. 231/2013.

²⁴⁰ Για την εξειδίκευση αυτών των διαδικασιών και μέτρων βλ. α. 33 παρ. 2 του Καν. 231/2013.

καταγράφονται οι δραστηριότητες που έχουν προκαλέσει καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων με συνέπεια τη σημαντική βλάβη των συμφερόντων του ΟΕΕ και των επενδυτών του²⁴¹.

Εάν, παρόλο την υιοθέτηση και εφαρμογή από τον ΔΟΕΕ διαφόρων οργανωτικών μέτρων²⁴², δεν είναι βέβαιο ότι διασφαλίζονται τα συμφέροντα των επενδυτών του ΟΕΕ, τότε ο ΔΟΕΕ οφείλει να γνωστοποιήσει στους επενδυτές (πριν την ανάληψη οποιασδήποτε δραστηριότητας για λογαριασμό τους και σύμφωνα με τη προβλεπόμενη στην πολιτική σύγκρουσης συμφερόντων διαδικασία) πληροφορίες²⁴³ σχετικά με την φύση και την πηγή αυτών των καταστάσεων σύγκρουσης. Ταυτόχρονα, ο ΔΟΕΕ οφείλει να έχει συμπεριλάβει στην πολιτική σύγκρουσης συμφερόντων, που έχει υιοθετήσει, μέσα και διαδικασίες χειρισμού αυτών των συγκρούσεων²⁴⁴.

Περαιτέρω, στο πλαίσιο της υποχρέωσης πίστης, οι ΔΟΕΕ οφείλουν κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων τους να δρουν με έντιμο και δίκαιο τρόπο (fair dealing)²⁴⁵. Επιπλέον, τα μέλη του διευθυντικού οργάνου του ΔΟΕΕ πρέπει, ενδεικτικώς, να διαθέτουν επαρκή χρόνο για την εκτέλεση των εντολών του υπό διαχείριση ΟΕΕ και να δρουν εντίμως και αμερόληπτα²⁴⁶. Αποκλείεται δε να δρουν με έντιμο και δίκαιο τρόπο, εάν κατά την άσκηση των αρμοδιοτήτων τους λαμβάνουν παράνομες αντιπαροχές²⁴⁷.

3.1.2. Υποχρέωση επιμέλειας

Η υποχρέωση επιμέλειας αποτελεί την κυριότερη υποχρέωση των ΔΟΕΕ, καθώς οφείλουν να δρουν με τη δέουσα προσοχή, φροντίδα και επιμέλεια κατά την ενάσκηση των καθηκόντων τους και την παροχή υπηρεσιών στον υπό διαχείριση ΟΕΕ²⁴⁸. Ειδικότερα, οι ΔΟΕΕ, στο πλαίσιο αυτό, οφείλουν να διαθέτουν τις κατάλληλες γνώσεις, για να είναι σε θέση να κατανοούν τα περιουσιακά στοιχεία στα οποία έχουν επενδύσει οι υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και τους κινδύνους που κάθε επένδυση συνεπάγεται (λ.χ. τον κίνδυνο που συνεπάγεται η επένδυση σε περιουσιακά στοιχεία περιορισμένης ρευστότητας)²⁴⁹. Παράλληλα, υποχρεούνται να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν πολιτική δέουσας επιμέλειας, αλλά και κατάλληλες οργανωτικές ρυθμίσεις, ώστε να διασφαλίζεται ότι οι επενδυτικές αποφάσεις λαμβάνονται με γνώμονα την επενδυτική πολιτική του συγκεκριμένου ΟΕΕ²⁵⁰.

²⁴¹ Βλ. α. 35 του Καν. 231/2013.

²⁴² Βλ. αναλυτικά α. 30- 35 του Καν. 231/2013.

²⁴³ Για τα χαρακτηριστικά των πληροφοριών ισχύουν τα οριζόμενα στην παρ. 2 του α. 36 του Καν. 231/2013.

²⁴⁴ Βλ. α. 14 παρ. 2 της Οδηγίας, σε συνδυασμό με Προοίμιο Καν. 231/2013 αρ. 50.

²⁴⁵ Βλ. και Zetzsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetzsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π. 217.

²⁴⁶ Βλ. α. 21 του Καν.231/2013.

²⁴⁷ εκτός αυτών που ρητά επιτρέπονται κατά τα αναλυτικώς οριζόμενα στο α. 24 του Καν. 231/2013.

²⁴⁸ Βλ. α. 12 παρ. 1 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²⁴⁹ Βλ. αναλυτικότερα για τις απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν οι ΔΟΕΕ α. 19 του Καν. 231/2013.

²⁵⁰ Βλ. αναλυτικά για τη δέουσα επιμέλεια α. 18 του Καν. 231/2013.

Η δε οργανωτική τους δομή πρέπει να είναι προσανατολισμένη στην ορθή διαχείριση των υπό διαχείριση ΟΕΕ και γι' αυτό πρέπει να θεσπίζουν και να διατηρούν αποτελεσματικά συστήματα εσωτερικού ελέγχου, αξιόλογες διαδικασίες λήψης αποφάσεων και επικοινωνίας μεταξύ των τμημάτων/μονάδων, συστήματα διαφύλαξης της ασφάλειας των πληροφοριών και αποτελεσματική πολιτική συνέχειας της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας²⁵¹.

Το ίδιο υψηλό επίπεδο προσοχής και επιμέλειας οφείλουν να επιδεικνύουν και κατά την επιλογή αντισυμβαλλομένων και βασικών μεσιτών, αλλά και όταν παρακολουθούν την εφαρμογή των εκάστοτε συναφθεισών συμφωνιών και αντιστοίχως των εκάστοτε παρεχόμενων υπηρεσιών²⁵².

Χαρακτηριστικό της υποχρέωσης επιμέλειας, αλλά και της απαίτησης να προωθούνται τα συμφέροντα των υπό διαχείριση ΟΕΕ (και κατ' επέκταση των επενδυτών τους) με τον πλέον επωφελή γι' αυτούς τρόπο, αποτελεί η υποχρέωση των ΔΟΕΕ να συμμορφώνονται με τις εκάστοτε νομοθετικές ρυθμίσεις που αφορούν τις επιχειρηματικές δραστηριότητες των υπό διαχείριση ΟΕΕ (duty of compliance)²⁵³.

Στο πλαίσιο της υποχρέωσης επιμέλειας, πρέπει να μεριμνούν ότι όλοι ανεξαιρέτως οι επενδυτές του υπό διαχείριση ΟΕΕ τυγχάνουν ίσης και δίκαιης μεταχείρισης²⁵⁴, υποχρέωση η οποία εξασφαλίζεται κυρίως μέσω μιας ορθής διαδικασίας λήψης αποφάσεων²⁵⁵. Βέβαια, δεν αποκλείεται τελείως η προνομιακή μεταχείριση κάποιων επενδυτών, αρκεί αυτή να έχει ανακοινωθεί στον κανονισμό ή στα καταστατικά έγγραφα του ΔΟΕΕ. Το χρονικό σημείο της ανακοίνωσης τοποθετείται πριν λάβει χώρα το γεγονός που συνιστά προνομιακή μεταχείριση, ή ακόμη και πριν αποφασίσει ο εκάστοτε επενδυτής να επενδύσει στον ΟΕΕ. Σε κάθε περίπτωση, η προνομιακή μεταχείριση ενός ή περισσότερων επενδυτών δεν μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία μιας γενικευμένης ανισότητας για τους υπόλοιπους-μη ευνοημένους επενδυτές. Δεν αποτελεί όμως άνιση μεταχείριση η πρόβλεψη χορήγησης αποζημίωσης υπέρ όσων δεν έχουν τύχει προνομιακής μεταχείρισης και υφίστανται εξαιτίας αυτού ζημία²⁵⁶. Η πρόβλεψη αυτή ενδεχομένως, μάλιστα, λειτουργεί ως αντιστάθμισμα για την προνομιακή μεταχείριση κάποιων εις βάρος των υπολοίπων.

²⁵¹ Βλ. αναλυτικά για τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν οι ΔΟΕΕ α. 18 της Οδηγίας σε συνδυασμό με α. 57 του Καν. 231/2013.

²⁵² Βλ. αναλυτικά α. 20 του Καν. 231/2013.

²⁵³ Βλ. α. 12 παρ. 1 (ε) της Οδηγίας και Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π. 219.

²⁵⁴ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., ο.π., 220

²⁵⁵ Βλ. α. 12 παρ. 1 (στ) της Οδηγίας σε συνδυασμό με α. 23 του Καν. 231/2013.

²⁵⁶ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., ο.π., 220.

3.2. Υποχρεώσεις ως προς τις αποδοχές των στελεχών του ΔΟΕΕ

Στις γενικές υποχρεώσεις που οφείλουν να εκπληρώνουν οι ΔΟΕΕ κατά την ενάσκηση των δραστηριοτήτων τους και την παροχή των υπηρεσιών στους υπό διαχείριση ΟΕΕ, συγκαταλέγονται και οι υποχρεώσεις τους αναφορικά με τις αποδοχές που λαμβάνουν τα στελέχη τους, λαμβανομένου υπόψιν ότι οι ΔΟΕΕ οφείλουν να τηρούν κανόνες ορθής εταιρικής διακυβέρνησης, υποκείμενοι μάλιστα σε αυστηρό έλεγχο.

3.2.1. Μισθολογικές πολιτικές και Πολιτική Αμοιβών

Ειδικότερα, με σκοπό να αποφευχθούν οι αρνητικές συνέπειες των υπερβολικών αμοιβών στη χρηστή διαχείριση κινδύνων, οι ΔΟΕΕ υποχρεούνται να σχεδιάζουν, να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν μισθολογικές πολιτικές και πρακτικές, οι οποίες είναι συμβατές με τη χρηστή και αποτελεσματική διαχείριση των κινδύνων και συνάμα δεν ωθούν τα στελέχη των ΔΟΕΕ σε ανάληψη υπερβολικών κινδύνων σε σχέση με το προφίλ κινδύνου, τον κανονισμό και τα καταστατικά έγγραφα του υπό διαχείριση ΟΕΕ²⁵⁷.

Οι γενικές αρχές της Οδηγίας που αφορούν τις μισθολογικές πολιτικές των ΔΟΕΕ και η θεσπιζόμενη από αυτούς πολιτική αμοιβών/αποδοχών εφαρμόζονται αναφορικά με τις αμοιβές συγκεκριμένων μελών του προσωπικού του ΔΟΕΕ, των οποίων η επαγγελματική δραστηριότητα συνεπάγεται ουσιώδη επίδραση στο προφίλ κινδύνου του ΔΟΕΕ ή του υπό διαχείριση ΟΕΕ. Ο υπόχρεος ΔΟΕΕ, χρησιμοποιώντας το κριτήριο της ουσιώδους επίδρασης στο προφίλ κινδύνου, προσδιορίζει στην πολιτική αμοιβών που έχει θεσπίσει, τις συγκεκριμένες κατηγορίες υπαλλήλων, για τους οποίους εφαρμόζονται οι κανόνες που περιλαμβάνονται σ' αυτή.

Συγκεκριμένα, μεταξύ των προσώπων αυτών, συνήθως περιλαμβάνονται τα εκτελεστικά και τα μη εκτελεστικά μέλη του διευθυντικού οργάνου του ΔΟΕΕ (λ.χ. τα μέλη του ΔΣ, ο πρόεδρος, ο διευθύνων σύμβουλος), τα ανώτερα διοικητικά στελέχη του ΔΟΕΕ, τα στελέχη που αναλαμβάνουν κινδύνους (λ.χ. προϊστάμενοι των τμημάτων διαχείρισης χαρτοφυλακίου, marketing), τα στελέχη που ασκούν λειτουργίες ελέγχου (λ.χ. το προσωπικό που απασχολείται στη διαχείριση κινδύνων, στην κανονιστική συμμόρφωση), καθώς και κάθε άλλος υπάλληλος ο οποίος λαμβάνει συνολικές αμοιβές που τον εντάσσουν στο ίδιο μισθολογικό κλιμάκιο με τα ανώτερα διοικητικά στελέχη και τα στελέχη που ασκούν διαχείριση κινδύνων²⁵⁸.

²⁵⁷ Βλ. α. 13 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013

²⁵⁸ Βλ. α. 13 παρ. 1 της Οδηγίας, καθώς και παρ. 2 του Παραρτήματος της Οδηγίας σε συνδυασμό με ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις ορθές μισθολογικές πολιτικές βάσει της οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ), 03.07.2013 | ESMA/2013/232, 10-11.

Στην έννοια της αμοιβής²⁵⁹ περιλαμβάνεται κάθε είδους πληρωμή ή παροχή²⁶⁰ που καταβάλλει ο ίδιος ο ΔΟΕΕ στις συγκεκριμένες κατηγορίες προσωπικού, καθώς και κάθε ποσό που μπορεί να καταβάλλεται απευθείας από τον ΟΕΕ στα συγκεκριμένα πρόσωπα (συμπεριλαμβανομένης της συμμετοχής στη δημιουργία υπεραξίας²⁶¹) και κάθε μεταβίβαση μεριδίων ή μετοχών του υπό διαχείριση ΟΕΕ στα συγκεκριμένα πρόσωπα.

Η πολιτική αμοιβών σχεδιάζεται, εγκρίνεται και εφαρμόζεται από την διοίκηση του ΔΟΕΕ²⁶², η οποία συνάμα είναι υπεύθυνη για την επίβλεψη της εφαρμογής της, την επανεξέταση της σε ετήσια βάση και την αναθεώρηση της, όποτε αυτό απαιτηθεί, ώστε να ανταποκρίνεται διαρκώς στις γενικές αρχές που πρέπει να την διέπουν²⁶³.

Ειδικά ως προς την αμοιβή των μελών της διοίκησης του ΔΟΕΕ, πρέπει αυτή να είναι ανάλογη με τις εξουσίες και τις αρμοδιότητες που τους έχουν ανατεθεί. Παράλληλα, τα μέλη του προσωπικού που δραστηριοποιούνται στη διενέργεια ελέγχων αμείβονται σε συνάρτηση με την επίτευξη ή μη των στόχων που συνδέονται με τα καθήκοντα ελέγχου που τους έχουν ανατεθεί²⁶⁴.

Περαιτέρω, η πολιτική αμοιβών του ΔΟΕΕ πρέπει να ευθυγραμμίζεται με την επενδυτική πολιτική, τους στόχους και τα συμφέροντα του, καθώς και τα συμφέροντα του υπό διαχείριση ΟΕΕ και των επενδυτών αυτού²⁶⁵. Παράλληλα, η πολιτική αμοιβών πρέπει να αναπτύσσεται με γνώμονα όχι μόνο την αποφυγή ανάληψης υπερβολικών κινδύνων, αλλά και την επίτευξη μεγαλύτερης απόδοσης τόσο για τον ΔΟΕΕ όσο και για τον υπό διαχείριση ΟΕΕ του²⁶⁶.

Για να είναι δυνατή η αποφυγή ανάληψης υπερβολικών κινδύνων από τα στελέχη των ΔΟΕΕ που ασχολούνται με την ανάληψη κινδύνων και συνήθως λαμβάνουν και μεταβλητές αμοιβές, πρέπει οι τελευταίες να βασίζονται στις επιδόσεις και να λαμβάνονται και να αναπροσαρμόζονται με γνώμονα τον κίνδυνο. Γενικότερα, το ύψος μιας μεταβλητής αμοιβής πρέπει να καθορίζεται σε συνάρτηση με την ατομική επίδοση του συγκεκριμένου προσώπου που πρόκειται να λάβει την

²⁵⁹ Στην έννοια αυτή περιλαμβάνονται τόσο οι πάγιες αμοιβές που καταβάλλονται ανεξαρτήτως κριτηρίων όσο και οι μεταβλητές αμοιβές/παροχές, η καταβολή των οποίων εξαρτάται από την πλήρωση συγκεκριμένων κριτηρίων είτε επίδοσης είτε άλλων συμβατικά ορισθέντων.

²⁶⁰ Οι οποίες μπορεί να είναι είτε άμεσες π.χ. μετρητά, μετοχές, συνταξιοδοτικές εισφορές, αλλά και έμμεσες π.χ. εκπώσεις, επιδόματα, παροχή εταιρικού αυτοκινήτου, κινητού.

²⁶¹ Ως «συμμετοχή επί της δημιουργίας υπεραξίας νοείται μερίδιο των κερδών του ΟΕΕ που περιέρχεται στον ΔΟΕΕ ως αντιστάθμιση για τη διαχείριση του ΟΕΕ, αποκλεισμένου κάθε μεριδίου στα κέρδη του ΟΕΕ που περιέρχεται στον ΔΟΕΕ ως απόδοση επένδυσης του ΔΟΕΕ στον ΟΕΕ», βλ. α. 4 παρ. 1 (δ) της Οδηγίας.

²⁶² Στο πλαίσιο της ενάσκησης των εποπτικών της καθηκόντων. Στην περίπτωση δε της ΑΕΔΟΕΕ, υπεύθυνο για την θέσπιση, την αξιολόγηση και την εφαρμογή είναι το διοικητικό συμβούλιο, α. 13 παρ. 2 (γ) και (δ) του Ν. 4209/2013.

²⁶³ Βλ. Παράρτημα II της Οδηγίας, καθώς και ESMA, ο.π., 16-17.

²⁶⁴ Βέβαια, εάν η οργανωτική δομή του ΔΟΕΕ, επιτρέπει την ύπαρξη ξεχωριστής εποπτικής λειτουργίας, τότε συνιστάται τα μέλη αυτά να λαμβάνουν πάγια αμοιβή, βλ. σχετικά ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις ορθές μισθολογικές πολιτικές βάσει της οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ), ο.π., 17.

²⁶⁵ Βλ. παρ. 1 (β) του Παραρτήματος II της Οδηγίας.

²⁶⁶ Βλ. ESMA, ο.π., 23.

αμοιβή, την επίδοση της συγκεκριμένης επιχειρησιακής μονάδας στην οποία αυτός ανήκει και τα συνολικά αποτελέσματα του ΔΟΕΕ. Για την αξιολόγηση της ατομικής επίδοσης λαμβάνονται υπόψιν ποσοτικά (χρηματοοικονομικά) και ποιοτικά (μη χρηματοοικονομικά) κριτήρια και πραγματοποιείται σε ένα πολυετές πλαίσιο, ώστε να συνυπολογίζονται και οι μακροπρόθεσμες επιδόσεις, με σκοπό να μην ανταμείβεται η αποτυχία²⁶⁷. Ένα εγγυημένο ύψος μεταβλητής αμοιβής αποτελεί εξαίρεση και μπορεί να προβλεφθεί μόνο για τους νεοπροσληφθέντες υπαλλήλους²⁶⁸.

Περαιτέρω, με σκοπό να μην καταστρατηγούνται οι γενικές αρχές της Οδηγίας κατά τον καθορισμό των πολιτικών και πρακτικών αμοιβών, πρέπει οι ΔΟΕΕ –στο πλαίσιο της πολιτικής αμοιβών– να θεσπίζουν και να εφαρμόζουν μία τεκμηριωμένη πολιτική σχετικά με την διαδικασία χορήγησης και καταβολής των μεταβλητών αμοιβών²⁶⁹.

Σε κάθε περίπτωση, η αναλογία πάγιας και μεταβλητής αμοιβής πρέπει να εξισορροπείται στο πλαίσιο της συνολικής αμοιβής που λαμβάνουν τα ως άνω πρόσωπα, ενώ παράλληλα η πάγια αμοιβή πρέπει να αντιπροσωπεύει το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής αμοιβής αυτών των προσώπων. Αυτό απαιτείται για να ανταποκρίνεται η πάγια αμοιβή στις παρεχόμενες υπηρεσίες, αλλά και για να επιτρέπεται η εφαρμογή μιας ευέλικτης πολιτικής μεταβλητών αμοιβών, βάσει της οποίας θα υπάρχει η δυνατότητα η μεταβλητή αμοιβή να είναι μειωμένη ή και να μην καταβληθεί, αν αυτό απαιτηθεί, για την ευθυγράμμιση της με τον κίνδυνο²⁷⁰. Η μεταβλητή αμοιβή θα αποτελείται, εφόσον αυτό είναι δυνατόν, κατά ποσοστό 50% τουλάχιστον από χρηματοπιστωτικά μέσα του υπό διαχείριση ΟΕΕ, το είδος των οποίων διαφοροποιείται ανάλογα με την νομική του μορφή^{271, 272}.

Παράλληλα, στο πλαίσιο της πολιτικής αμοιβών, οι ΔΟΕΕ είναι υποχρεωμένοι να καθορίζουν και πολιτική διακράτησης για τα χρηματοπιστωτικά μέσα, στην οποία και θα εξηγείται η διαφοροποίηση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών μέσων που καταβάλλονται αμέσως και εκείνων που η καταβολή τους αναβάλλεται²⁷³.

²⁶⁷ Για το λόγο αυτό οι αποζημιώσεις λόγω απόλυσης δεν είναι δυνατόν να μην αναπροσαρμόζονται με βάση τις επιδόσεις και τον κίνδυνο, βλ. παρ. 1 (ια) του Παραρτήματος της Οδηγίας και ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις ορθές μισθολογικές πολιτικές βάσει της οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ), ο.π., 24.

²⁶⁸ Βλ. παρ. 1 (ζ) επ. του Παραρτήματος II της Οδηγίας, καθώς και ESMA, ο.π. 27-30, σχετικά με την μεθοδολογία μέτρησης των επιδόσεων.

²⁶⁹ Βλ. ESMA, ο.π., 30-32.

²⁷⁰ Βλ. παρ. 1 (ι) του Παραρτήματος II της Οδηγίας και ESMA, ο.π., 25.

²⁷¹ Έτσι εάν ο ΟΕΕ έχει τη μορφή εταιρίας, τότε σημαντικό μέρος της μεταβλητής αμοιβής θα αποτελούν μετοχές ή χρηματοπιστωτικά μέσα που συνδέονται με μετοχές, ενώ εάν έχει τη μορφή κοινού κεφαλαίου, τότε σημαντικό μέρος της μεταβλητής αμοιβής θα αποτελούν τα μερίδια του ΟΕΕ ή ισοδύναμα συμφέροντα, Βλ. ESMA, ο.π., 33-34. Για τον ορισμό των χρηματοπιστωτικών μέσων για τους σκοπούς των Κατευθυντήριων Γραμμών της ESMA, βλ. ESMA, ο.π., 5.

²⁷² Βλ. παρ. 1 (ιγ) του Παραρτήματος II της Οδηγίας και ESMA, ο.π., 33.

²⁷³ Βλ. ESMA, ο.π., 34-35.

Οι ΔΟΕΕ οφείλουν να δημοσιοποιούν πληροφορίες αναφορικά με τις μισθολογικές πολιτικές, τη θεσπισθείσα πολιτική αμοιβών και τις εν γένει αποδοχές των στελεχών τους είτε στην ετήσια έκθεση που συντάσσουν²⁷⁴ είτε με οποιοδήποτε άλλο τρόπο αυτοί επιλέξουν, εξασφαλίζοντας παράλληλα και μία διαδικασία εσωτερικής δημοσιοποίησης, ώστε όλοι οι υπάλληλοι του ΔΟΕΕ να γνωρίζουν για την πολιτική αμοιβών²⁷⁵.

3.2.2. Επιτροπή Αμοιβών/Αποδοχών

Οι ΔΟΕΕ που είναι σημαντικοί λόγω του μεγέθους τους ή του μεγέθους των υπό διαχείριση ΟΕΕ, της εσωτερικής τους δομής και των χαρακτηριστικών των δραστηριοτήτων τους (ήτοι φύση, εύρος και πολυπλοκότητα αυτών) υποχρεούνται να συστήσουν Επιτροπή Αποδοχών/Αμοιβών. Συνεπώς, η σχετική υποχρέωση υφίστανται, εφόσον οι ΔΟΕΕ εξετάσουν ότι συντρέχουν και οι τρεις παράγοντες που τους καθιστούν σημαντικούς. Βέβαια, κάθε ΔΟΕΕ δύναται να επιλέξει να συστήσει τέτοια επιτροπή, ακόμη και αν δεν υποχρεούται προς τούτο²⁷⁶.

Περαιτέρω, προκειμένου η Επιτροπή να παραμείνει ανεξάρτητη σε σχέση με τα ανώτερα διοικητικά στελέχη, τόσο ο πρόεδρος όσο και τα μέλη της προέρχονται μεν από το διαχειριστικό όργανο (ή άλλως το όργανο της διοίκησης) του συγκεκριμένου ΔΟΕΕ, αλλά δεν ασκούν εκτελεστικές αρμοδιότητες σ' αυτό²⁷⁷. Παράλληλα, τουλάχιστον τα μισά μέλη της Επιτροπής απαιτείται να είναι ανεξάρτητα²⁷⁸, προεδρεύει δε σ' αυτήν ένα ανεξάρτητο μη εκτελεστικό μέλος. Γενικότερα, πρέπει να είναι δομημένη και να λειτουργεί με τρόπο που να της επιτρέπει την ανεξάρτητη και εμπειριστατωμένη κρίση σχετικά με τις πολιτικές και πρακτικές αμοιβών που έχουν θεσπισθεί και εφαρμόζονται από τον συγκεκριμένο ΔΟΕΕ.

Η Επιτροπή είναι υπεύθυνη για την «προπαρασκευή των αποφάσεων που αφορούν τις αμοιβές», δηλαδή ο ρόλος της είναι προσανατολισμένος στην παροχή συστάσεων προς την εποπτική λειτουργία της διοίκησης του ΔΟΕΕ για τις αμοιβές των μελών της διοίκησης και των υψηλόμισθων στελεχών του ΔΟΕΕ, καθώς και συμβουλών για τη θέσπιση της συνολικής πολιτικής αμοιβών του ΔΟΕΕ. Επιπλέον, η Επιτροπή εποπτεύει τις αμοιβές των ανωτέρων στελεχών στα τμήματα διαχείρισης κινδύνων και συμμόρφωσης²⁷⁹.

²⁷⁴ Βλ. κατωτέρω υπό 3.7.2.

²⁷⁵ Βλ. ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις ορθές μισθολογικές πολιτικές βάσει της οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ), ο.π., 38-40.

²⁷⁶ Βλ. παρ. 3 του Παραρτήματος II της Οδηγίας, σε συνδυασμό με ESMA, ο.π., 18, όπου επισημαίνεται ότι η θεσμοθέτηση τέτοιας επιτροπής αποτελεί καλή εταιρική πρακτική, ακόμη και για τους ΔΟΕΕ που δεν υποχρεούνται να συστήσουν μία τέτοια επιτροπή βάσει της παρ. 3 του Παραρτήματος II της Οδηγίας.

²⁷⁷ Στο πλαίσιο της ΑΕΔΟΕΕ, ο πρόεδρος και τα μέλη της Επιτροπής είναι μη εκτελεστικά μέλη του ΔΣ της ΑΕΔΟΕΕ, βλ. παρ. 4 α. 13 Ν. 4209/2013.

²⁷⁸ Τα μέλη του ΔΣ των ΑΕΔΟΕΕ είναι ανεξάρτητα, όταν πληρούν τις προϋποθέσεις ανεξαρτησίας της παρ. 1 του α. 9 του Ν. 4706/2020.

²⁷⁹ Βλ. παρ. 3 του Παραρτήματος II της Οδηγίας, σε συνδυασμό με ESMA, ο.π., 19-21.

3.2.3. Εφαρμογή της αρχής της αναλογικότητας στο πλαίσιο της πολιτικής αμοιβών του ΔΟΕΕ

Οι ως άνω γενικές αρχές και οι συνεπαγόμενες εξ' αυτών υποχρεώσεις αναφορικά με τις πολιτικές αμοιβών βαραίνουν τους ΔΟΕΕ ανάλογα με το μέγεθος τους, την εσωτερική τους οργάνωση και τη φύση, το εύρος και την πολυπλοκότητα των δραστηριοτήτων τους. Κατά συνέπεια, με βάση την αρχή της αναλογικότητας οι ΔΟΕΕ δύναται να αποφασίσουν κατ' αρχήν εάν θα συμμορφωθούν με αυτές, ήτοι εάν δύνανται με βάση τα ως άνω κριτήρια να μην τηρήσουν τις σχετικές υποχρεώσεις (δυνατότητα η οποία όμως θα ισχύει σε εξαιρετικές περιπτώσεις και για συγκεκριμένες υποχρεώσεις²⁸⁰). Συνήθως, όμως, η αρχή της αναλογικότητας λειτουργεί επιβάλλοντας σε κάποιους ΔΟΕΕ εξειδικευμένες και επαχθείς πολιτικές και πρακτικές, για να συμμορφωθούν με τις ως άνω υποχρεώσεις, ενώ σε άλλους επιτρέπει να συμμορφώνονται με αυτές με πιο απλό τρόπο. Βέβαια, σε κάθε περίπτωση, ο ΔΟΕΕ πρέπει να συμμορφώνεται με τις γενικές υποχρεώσεις για τις ορθές πολιτικές και πρακτικές αμοιβών, ανεξαρτήτως του μεγέθους του²⁸¹.

3.3. Υποχρεώσεις σε περίπτωση ανάθεσης λειτουργιών του ΔΟΕΕ

Ο ΔΟΕΕ έχει τη δυνατότητα να αναθέτει σε τρίτους οποιαδήποτε από τις λειτουργίες που ασκεί στον υπό διαχείριση ΟΕΕ, δηλαδή μπορεί να αναθέτει τόσο λειτουργίες που ανάγονται στην κύρια δραστηριότητα του (ήτοι τη διαχείριση του ΟΕΕ) όσο και δευτερεύουσες λειτουργίες που αυτός παρέχει στο πλαίσιο της συλλογικής διαχείρισης του ΟΕΕ²⁸². Κατά συνέπεια, μόνο λειτουργίες που περιλαμβάνονται στο Παράρτημα Ι της Οδηγίας μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο ανάθεσης και όχι άλλες υπηρεσίες (λ.χ. παροχή επενδυτικών συμβουλών, ασφάλεια των εγκαταστάσεων του ΟΕΕ), οι οποίες δεν περιλαμβάνονται σε καμία εκ των δύο κατηγοριών²⁸³.

Υποκείμενο της ανάθεσης είναι μόνο ο ΔΟΕΕ, καθώς αυτός ασκεί τις σχετικές λειτουργίες πρωτογενώς και τις αναθέτει σε τρίτους για λογαριασμό του. Έτσι στην περίπτωση του ΔΟΕΕ ως εξωτερικού διαχειριστή σε ΟΕΕ χωρίς νομική προσωπικότητα, αυτός μπορεί να αναθέσει κάποιες από τις λειτουργίες σε τρίτους. Στην περίπτωση δε που ένας ΟΕΕ με νομική προσωπικότητα έχει διορίσει εξωτερικό διαχειριστή, ο τελευταίος μπορεί να αναθέτει κάποιες λειτουργίες σε τρίτους. Επίσης, ο ΟΕΕ με νομική προσωπικότητα δύναται να έχει διορίσει ΔΟΕΕ μόνο για τη διαχείριση

²⁸⁰ Βλ. αναλυτικά ESMA, ο.π., 12, καθώς και ESMA, ο.π., 41-54, όπου η ΕΑΚΑΑ έχει δημοσιεύσει πίνακα όπου εξειδικεύονται οι υποχρεώσεις που μπορούν να μην εφαρμοστούν βάσει της αρχής της αναλογικότητας.

²⁸¹ Βλ. παρ. 1 του Παραρτήματος ΙΙ της Οδηγίας σε συνδυασμό με ESMA, ο.π., 11-14.

²⁸² Βλ. ανωτέρω αναλυτικά υπό 2.1. και 2.2.

²⁸³ Βλ. Partsch T., Delegation, in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 237

του²⁸⁴ και να αναθέτει τις υπόλοιπες λειτουργίες (δηλ. τις δευτερεύουσες) σε άλλες οντότητες ή σε άλλους ΔΟΕΕ. Στην περίπτωση του αυτοδιαχειριζόμενου ΟΕΕ που έχει λάβει άδεια ως ΔΟΕΕ, τότε αυτός δύναται να αναθέσει κάποιες από τις λειτουργίες του σε άλλους ΔΟΕΕ, όχι όμως και την διαχείριση του ΟΕΕ, καθώς τότε θα πάψει να είναι αυτοδιαχειριζόμενος²⁸⁵.

3.3.1. Προϋποθέσεις για την ανάθεση λειτουργιών

Η συμφωνία ανάθεσης, που συνάπτεται μεταξύ του ΔΟΕΕ και του αναδόχου, απαιτείται να έχει έγγραφη μορφή. Περαιτέρω, πριν πραγματοποιηθεί η ανάθεση, απαιτείται να έχει ενημερωθεί η αρμόδια αρχή του κράτους όπου εδρεύει ο ΔΟΕΕ, πριν αυτός προβεί στην ανάθεση²⁸⁶. Επιπλέον, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να συμμορφώνεται με τις ακόλουθες προϋποθέσεις²⁸⁷ προκειμένου να είναι δυνατόν να υλοποιηθεί η ανάθεση.

Ειδικότερα, ο ΔΟΕΕ απαιτείται να δύναται να αιτιολογήσει επαρκώς και λεπτομερώς ολόκληρη τη δομή της ανάθεσης, περιγράφοντας, εξηγώντας και αποδεικνύοντας τους αντικειμενικούς λόγους, επί των οποίων βασίστηκε και αποφάσισε την ανάθεση. Ως αντικειμενικοί λόγοι μπορούν να αξιολογηθούν μεταξύ άλλων η εξοικονόμηση δαπανών και η πρόσβαση του αναδόχου σε διεθνείς χώρους διαπραγμάτευσης²⁸⁸. Περαιτέρω, ο ΔΟΕΕ απαιτείται να μπορεί να αποδείξει ότι η επιλογή του αναδόχου έγινε με την δέουσα επιμέλεια και προσοχή, ότι δηλαδή έχει προβεί σε έλεγχο αυτού (due diligence)²⁸⁹ και έτσι κατέληξε ότι εκείνος είναι κατάλληλος για την ανάθεση των συγκεκριμένων λειτουργιών²⁹⁰.

Ακολούθως, απαιτείται ο ανάδοχος να διαθέτει επαρκείς πόρους και κατάλληλη εσωτερική οργάνωση και δομή για τις συγκεκριμένες ανατεθείσες λειτουργίες. Παράλληλα, πρέπει να διαθέτει και ανθρώπινο δυναμικό με ικανότητα, επαρκείς θεωρητικές γνώσεις και επαγγελματική εμπειρία στις συγκεκριμένες ανατεθείσες λειτουργίες, ενώ ταυτόχρονα απαιτείται τα πρόσωπα που επανδρώνουν το ανθρώπινο δυναμικό του να διαθέτουν εχέγγυα ήθους και καλής φήμης, ώστε να θεωρούνται αξιόπιστα και κατάλληλα για να επιτελέσουν την ανατεθείσα υπηρεσία με αποτελεσματικότητα²⁹¹.

²⁸⁴ Ο διορισμός αυτός του α. 5 παρ. 1(α) της Οδηγίας δεν συνιστά ανάθεση και δεν βαρύνεται ο ΟΕΕ με τις σχετικές υποχρεώσεις του α. 20 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²⁸⁵ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π.,259.

²⁸⁶ Στην περίπτωση της ΑΕΔΟΕΕ πρέπει να έχει ενημερωθεί η ΕΚ α. 20 παρ.1 Ν. 4209/2013.

²⁸⁷ Βλ. α. 20 παρ. 1 (α) έως (στ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, οι οποίες πρέπει να συντρέχουν σφωρευτικά.

²⁸⁸ Βλ. α. 20 παρ. 1 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, σε συνδυασμό με το α. 76 του Καν. 231/2013.

²⁸⁹ Βλ. Partsch T., Delegation in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,240.

²⁹⁰ Βλ. α. 20 παρ. 1 (στ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013. Η δε καταλληλότητα κρίνεται βάσει και του συγκεκριμένου ΟΕΕ, βλ. Partsch T., Delegation, in Zetsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,241.

²⁹¹ Βλ. α. 20 παρ. 1 (β) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, σε συνδυασμό με το α. 77 του Καν. 231/2013.

Ταυτόχρονα, η ανάθεση, επουδενί, δεν επιτρέπεται να εμποδίζει τον ΔΟΕΕ να ασκεί αποτελεσματική εποπτεία²⁹² στον ανάδοχο, ώστε να είναι σε θέση ο ΔΟΕΕ να διασφαλίσει ότι ο ανάδοχος ασκεί αποτελεσματικά και σύμφωνα με την ισχύουσα νομοθεσία τις ανατεθείσες λειτουργίες. Παράλληλα, δεν πρέπει η ανάθεση να αποτελεί εμπόδιο για την ενάσκηση των δραστηριοτήτων του ΔΟΕΕ, οι οποίες ασκούνται με γνώμονα την καλύτερη εξυπηρέτηση του συμφέροντος του ΟΕΕ και των επενδυτών του. Προς το σκοπό αυτό, πρέπει ο ΔΟΕΕ να διαθέτει πόρους και ανθρώπινο δυναμικό με εμπειρία στην εποπτεία, να έχει θεσπίσει κατάλληλους μηχανισμούς εποπτείας και να επανεξετάζει σε μόνιμη βάση τις παρεχόμενες από τον ανάδοχο υπηρεσίες, ώστε να είναι σε θέση να λάβει μέτρα σε περίπτωση που οι παρεχόμενες υπηρεσίες δεν είναι σύμφωνες με τα συμφέροντα του ΟΕΕ ή ακόμη και να ανακαλέσει την ανάθεση προς εξυπηρέτηση των συμφερόντων του υπό διαχείριση ΟΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, απαιτείται να έχει προβλεφθεί στη συμφωνία ανάθεσης δικαίωμα του ΔΟΕΕ για πληροφόρηση, παρακολούθηση, πρόσβαση στις εγκαταστάσεις και παροχή οδηγιών προς τον ανάδοχο²⁹³.

Σε περίπτωση, που η ανάθεση αφορά τη διαχείριση χαρτοφυλακίου ή τη διαχείριση κινδύνων υφίστανται συγκεκριμένοι περιορισμοί ως προς το πρόσωπο του αναδόχου. Συγκεκριμένα, οι λειτουργίες αυτές ανατίθενται σε επιχειρήσεις που έχουν αδειοδοτηθεί για τη διαχείριση χαρτοφυλακίων και εποπτεύονται, δηλαδή, μεταξύ άλλων, σε εταιρείες διαχείρισης ΟΣΕΚΑ και σε επιχειρήσεις επενδύσεων της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ²⁹⁴ ή εφόσον αυτό δεν είναι δυνατόν σε επιχειρήσεις που δεν θα διαθέτουν άδεια για τη διαχείριση χαρτοφυλακίων, αλλά θα τους έχει παρασχεθεί από τις αρμόδιες αρχές έγκριση για την ανάληψη της διαχείρισης του συγκεκριμένου ΟΕΕ²⁹⁵. Εάν η ανάθεση γίνει σε επιχείρηση τρίτης χώρας, τότε πρέπει επιπλέον να υπάρχει συμφωνία συνεργασίας και ανταλλαγής πληροφοριών μεταξύ των αρμοδίων αρχών του κράτους όπου εδρεύει ο ΔΟΕΕ και του κράτους όπου εδρεύει ο ανάδοχος²⁹⁶.

Παράλληλα, δεν επιτρέπεται να γίνει ανάθεση των συγκεκριμένων λειτουργιών σε θεματοφύλακα ή σε ανάδοχο του θεματοφύλακα (υποθεματοφύλακα), καθώς και σε οποιαδήποτε επιχείρηση, τα συμφέροντα της οποίας μπορεί να συγκρούονται με αυτά του ΔΟΕΕ ή των επενδυτών του ΟΕΕ, εκτός εάν οι συγκεκριμένες λειτουργίες (διαχείριση χαρτοφυλακίου ή διαχείριση κινδύνων) είναι λειτουργικά και ιεραρχικά διαχωρισμένες από άλλες λειτουργίες που

²⁹² Για τις περιπτώσεις όπου θεωρείται ότι παρεμποδίζεται η αποτελεσματική εποπτεία βλ. α. 79 του Καν. 231/2013.

²⁹³ Βλ. α. 20 παρ. 1 (ε) και (στ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, σε συνδυασμό με περ. (ε), (στ) του α. 75 του Καν. 231/2013, καθώς και περ. (η) του ίδιου άρθρου του Κανονισμού για τα συμβατικά δικαιώματα του ΔΟΕΕ στο πλαίσιο της συμφωνίας ανάθεσης.

²⁹⁴ Βλ. αναλυτικά παρ. α. 78 παρ. 2 του Καν. 231/2013.

²⁹⁵ Βλ. α. 20 παρ. 1 (γ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

²⁹⁶ Βλ. α. 20 παρ. 1 (δ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, σε συνδυασμό με α. 78 παρ. 3 του Καν. 231/2013, όπου εξειδικεύονται οι όροι που πρέπει να πληρούνται σε μία τέτοια περίπτωση.

ενδέχεται να δημιουργήσουν καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων και ταυτόχρονα οι ενδεχόμενες συγκρούσεις συμφερόντων έχουν τύχει προσδιορισμού, διαχείρισης, παρακολούθησης και γνωστοποίησης στους επενδυτές του ΟΕΕ²⁹⁷.

Επισημαίνεται ότι ο ανάδοχος δύναται να αναθέσει περαιτέρω τις λειτουργίες που του έχουν ανατεθεί, εφόσον όμως πριν την υπο-ανάθεση έχει ρητά, εγγράφως και ειδικώς συναινέσει προς ταύτη ο ΔΟΕΕ, χωρίς να αρκεί μία γενική και εκ των προτέρων χορηγούμενη συναίνεση. Παράλληλα, για να είναι δυνατή η υπο-ανάθεση απαιτείται ο ίδιος ο ΔΟΕΕ να έχει γνωστοποιήσει στην αρμόδια εποπτική του αρχή πληροφορίες σχετικά με την υπό-ανάθεση. Και στην περίπτωση της υπο-ανάθεσης απαιτείται να πληρούνται οι προαναφερόμενες προϋποθέσεις, για την διασφάλιση της τήρησης των οποίων εξακολουθεί να ευθύνεται ο ΔΟΕΕ βάσει της σύμβασης ανάθεσης και της συναίνεσης του για υπο-ανάθεση²⁹⁸. Είναι δυνατή και περαιτέρω ανάθεση κάποιων λειτουργιών από τον υπο-ανάδοχο σε τρίτο πρόσωπο²⁹⁹.

3.3.2. Όρια στην ανάθεση των λειτουργιών

Η ανάθεση των λειτουργιών (που ασκούνται πρωτογενώς από έναν ΔΟΕΕ) σε έναν ανάδοχο υπόκειται σε περιορισμούς. Καταρχήν, η ανάθεση δεν είναι δυνατόν να έχει σχεδιαστεί ή να επιλέγεται με σκοπό να παρακάμψει ο ΔΟΕΕ τόσο τα καθήκοντα και τις υποχρεώσεις που έχει απέναντι στον ΟΕΕ και τους επενδυτές του, όσο και την αντίστοιχη ευθύνη που τα καθήκοντα αυτά συνεπάγονται για τον ΔΟΕΕ³⁰⁰. Παράλληλα, δεν επιτρέπεται να λειτουργεί η ανάθεση ως ένας τρόπος για να μην πληροί ο ΔΟΕΕ τους όρους που απαιτούνται, ώστε να αδειοδοτηθεί ως ΔΟΕΕ και να μην συμμορφώνεται σε διαρκή βάση με τις υποχρεώσεις που η Οδηγία συνεπάγεται³⁰¹.

Περαιτέρω, ρητά απαγορεύεται ο ΔΟΕΕ να αναθέτει σε τρίτους τις λειτουργίες του σε τέτοια έκταση, ώστε να μην θεωρείται πλέον διαχειριστής του ΟΕΕ και να καθίσταται χωρίς ουσιαστική αρμοδιότητα, δηλαδή να μετατρέπεται κατά το λεκτικό της Οδηγίας και του Καν. 231/2013 σε οντότητα- γραμματοθυρίδα³⁰². Δεδομένου ότι η διαχείριση του ΟΕΕ (η οποία περιλαμβάνει και

²⁹⁷ Βλ. α. 20 παρ. 2 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, καθώς και α. 80 παρ. 1 του Καν. 231/2013 όπου τίθενται ενδεικτικές περιπτώσεις, οι οποίες ενδέχεται να συνιστούν καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων, α. 80 παρ. 2 του ίδιου Κανονισμού, όπου αναφέρονται οι όροι που πρέπει να πληρούνται ώστε η διαχείριση χαρτοφυλακίου ή η διαχείριση κινδύνων να θεωρούνται λειτουργικά ανεξάρτητες από άλλες λειτουργίες δυνητικά συγκρουόμενες και α. 80 παρ. 3 του ίδιου Κανονισμού, όπου τίθενται οι όροι ώστε να θεωρηθεί ότι οι καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων έχουν εντοπισθεί, διαχειρισθεί, παρακολουθηθεί και γνωστοποιηθεί στους επενδυτές με τον δέοντα τρόπο.

²⁹⁸ Βλ. α. 20 παρ. 4 και 5 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, σε συνδυασμό με το α. 81 του Καν. 231/2013.

²⁹⁹ Βλ. α. 20 παρ. 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³⁰⁰ Βλ. αναλυτικά κατωτέρω υπό 4.8.3.

³⁰¹ Βλ. α. 75 περ. (α)-(γ) του Καν. 231/2013.

³⁰² Βλ. α. 20 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου του ΟΕΕ και την διαχείριση κινδύνων) αποτελεί προσδιοριστικό στοιχείο της έννοιας του ΔΟΕΕ και συνάμα απαραίτητη προϋπόθεση, ώστε ένα νομικό πρόσωπο να αδειοδοτηθεί ως ΔΟΕΕ³⁰³, ο ΔΟΕΕ παύει να θεωρείται διαχειριστής του ΟΕΕ, όταν αναθέτει και τη διαχείριση χαρτοφυλακίου και τη διαχείριση κινδύνων σε τρίτο πρόσωπο. Έτσι, ο ΔΟΕΕ μπορεί να αναθέσει μόνο μία εξ' αυτών ή να προβεί σε μερική ανάθεση κάποιων επιμέρους τμημάτων των δύο ως άνω λειτουργιών.

Αυτός ο περιορισμός, όμως, δεν ισχύει για τις δευτερεύουσες λειτουργίες που ασκεί ο ΔΟΕΕ στο πλαίσιο της συλλογικής διαχείρισης του ΟΕΕ (ήτοι τη διοίκηση, την εμπορική προώθηση, asset-related services). Περαιτέρω, απαγορεύεται ο ΔΟΕΕ να αναθέτει μία εκ των δύο ως άνω λειτουργιών σε μόνιμη βάση σε ανάδοχο ή να προβλέπεται τέτοια ανάθεση στον κανονισμό ή στα καταστατικά έγγραφα του ΔΟΕΕ, καθώς έτσι συνάγεται η πρόθεση του ΔΟΕΕ περί μη ασκήσεως πρωτογενώς της διαχείρισης του ΟΕΕ και κατ' αποτέλεσμα η σχετική άδεια που έχει λάβει καθίσταται άνευ αντικειμένου³⁰⁴.

Δικαιολογητικό λόγο του εν λόγω περιορισμού αποτελεί η ανάγκη προστασίας των επενδυτών, οι οποίοι ευλόγως θεωρούν ότι συναλλάσσονται με τον ΔΟΕΕ, ο οποίος υπόκειται στο αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο της Οδηγίας και όχι με μία οντότητα που δεν θα έχει αδειοδοτηθεί με βάση την Οδηγία και κατά συνέπεια δεν θα συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις αυτής. Ο περιορισμός αυτός μπορεί να δικαιολογηθεί εάν λάβουμε υπόψιν και τη σχετική απαίτηση μόνο ένας ΔΟΕΕ να είναι υπεύθυνος για την διαχείριση του ΟΕΕ³⁰⁵.

Ένας ΔΟΕΕ θεωρείται ότι δεν είναι πλέον διαχειριστής του ΟΕΕ όταν, μεταξύ άλλων, δεν είναι σε θέση να εποπτεύει αποτελεσματικά τον ανάδοχο, δηλαδή δεν διαθέτει την εμπειρία, την υποδομή και την εξουσία, προκειμένου να δίδει κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες στον ανάδοχο, επιτελώντας την λειτουργία του senior management³⁰⁶ και συνάμα δεν έχει πλέον την εξουσία να λαμβάνει και να εκτελεί αποφάσεις που αφορούν τις λειτουργίες των ανωτέρων διοικητικών στελεχών³⁰⁷.

³⁰³ Βλ. ανωτέρω υπό 2.1.

³⁰⁴ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π.,276.

³⁰⁵ Βλ. Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π.,272-273 με τις εκεί παραπομπές.

³⁰⁶ Έτσι όταν ένας ΔΟΕΕ διατηρεί την εξουσία λήψης αποφάσεων που ανάγονται στην λειτουργία του senior management, ήτοι τη χάραξη της γενικής επενδυτικής πολιτικής και των επενδυτικών στρατηγικών και την συνακόλουθη ευθύνη, διαθέτοντας παράλληλα τη δυνατότητα να εποπτεύει αποτελεσματικά τον ανάδοχο δεν θεωρείται ότι έχει αναθέσει τις λειτουργίες της διαχείρισης σε υπερβολικό βαθμό, ώστε η ύπαρξη του να καθίσταται άνευ αντικειμένου, βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π.,275 με τις εκεί παραπομπές.

³⁰⁷ Βλ. αναλυτικά α. 82 του Καν. 231/2013 όπου υπάρχει ένας ενδεικτικός κατάλογος περιπτώσεων, οι οποίες όταν συντρέχουν καθιστούν τον ΔΟΕΕ οντότητα-γραμματοθυρίδα.

3.4. Υποχρεώσεις ως προς τη διαχείριση χαρτοφυλακίου

Στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ο ΔΟΕΕ είναι υποχρεωμένος να συμμορφώνεται με τις γενικές αρχές της καλής επιχειρηματικής συμπεριφοράς, τηρώντας την υποχρέωση πίστης και την υποχρέωση επιμέλειας κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με την επένδυση και την αποεπένδυση, ενεργώντας δηλαδή με γνώμονα την ικανοποίηση των συμφερόντων του ΟΕΕ και των επενδυτών του κατά τον πιο επωφελή και αποτελεσματικό τρόπο και επιδεικνύοντας τη δέουσα επιμέλεια, φροντίδα και προσοχή. Παράλληλα, η Οδηγία θεσπίζει ειδικές υποχρεώσεις για τους ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται συγκεκριμένους τύπους ΟΕΕ, υποχρεώσεις οι οποίες δικαιολογούνται λόγω της ενασχόλησης με συγκεκριμένες και εξειδικευμένες δραστηριότητες που συνεπάγεται η διαχείριση αυτών των ΟΕΕ. Αναλυτικότερα:

3.4.1. Ειδικές υποχρεώσεις για τους ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται μοχλευμένους ΟΕΕ³⁰⁸

Ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να υπολογίσει το επίπεδο μόχλευσης³⁰⁹ για κάθε υπό διαχείριση ΟΕΕ βάσει των δύο μεθόδων υπολογισμού της μόχλευσης που ορίζονται στο άρθρο 6 του Καν. 231/2013, ήτοι τη μέθοδο βάσει των ακαθάριστων αξιών, όπως αυτή ορίζεται στο άρθρο 7 αυτού και τη μέθοδο βάσει των δεσμεύσεων, όπως αυτή ορίζεται στο άρθρο 8 αυτού. Με την πρώτη μέθοδο υπολογίζεται η συνολική έκθεση του ΟΕΕ στον κίνδυνο, ενώ με την δεύτερη μέθοδο δίδονται πληροφορίες για τις συμφωνίες αντιστάθμισης και συμψηφισμού που χρησιμοποιεί ο ΔΟΕΕ. Έτσι, οι δύο μέθοδοι αποτελούν αντικείμενο συνδυαστικής εξέτασης, προκειμένου να υπολογιστεί η μόχλευση³¹⁰ και να αποτελέσει το ύψος αυτής ένα σύστημα αναφοράς για την ερμηνεία και την ανάλυση κάθε αποτελέσματος ως προς τους κινδύνους που συνεπάγεται η εφαρμοζόμενη στον συγκεκριμένο ΟΕΕ στρατηγική³¹¹.

Επίσης, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να ορίσει ένα ανώτατο και συνάμα εύλογο επίπεδο μόχλευσης για τους ΟΕΕ που διαχειρίζεται, και ταυτόχρονα να συμμορφώνεται μ' αυτό σε διαρκή βάση, δυνάμενος να το αποδείξει, όποτε απαιτηθεί στην αρμόδια εποπτική του αρχή. Ο ΔΟΕΕ προκειμένου να ορίσει το ανώτατο επίπεδο μόχλευσης, που μπορεί να χρησιμοποιεί για λογαριασμό του υπό διαχείριση ΟΕΕ, λαμβάνει υπόψιν, μεταξύ άλλων, το είδος και την επενδυτική στρατηγική του ΟΕΕ, καθώς και τις πηγές μόχλευσης του³¹².

³⁰⁸ Ο ΟΕΕ που κατέχει μετοχές εισηγμένων εταιρειών δεν θεωρείται μοχλευμένος, βλ. Προοίμιο του Καν. αρ. 10.

³⁰⁹ Ως μόχλευση νοείται «κάθε μέθοδος διά της οποίας ο ΔΟΕΕ αυξάνει την έκθεση σε κινδύνους ενός ΟΕΕ που διαχειρίζεται είτε μέσω δανειοληψίας μετρητών ή κινητών αξιών, είτε μέσω ενσωματωμένης μόχλευσης σε θέσεις παραγώγων ή μέσω οιονδήποτε άλλων μέσων» βλ. α. 4 παρ. 1 (κβ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³¹⁰ η οποία «εκφράζει τον λόγο της έκθεσης την οποία αναλαμβάνει ο ΔΟΕΕ και την καθαρή αξία του ενεργητικού του» Βλ. α. 6 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

³¹¹ Βλ. Προοίμιο του Κανονισμού αρ. 11 και 12.

³¹² Βλ. αναλυτικά α. 15 παρ. 4 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

Η δε εποπτική αρχή διατηρεί πάντοτε τη δυνατότητα να θεσπίσει περιορισμούς στον ΔΟΕΕ αναφορικά με την διαχείριση των ΟΕΕ και να επιβάλλει ανώτατο όριο στο επίπεδο της μόχλευσης που δικαιούται να χρησιμοποιήσει ο συγκεκριμένος ΟΕΕ. Ο περιορισμός τίθεται προκειμένου να περιοριστεί η συμβολή της μόχλευσης στη δημιουργία συστημικού κινδύνου και ακολούθως να εξασφαλιστεί η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και της αγοράς³¹³.

Περαιτέρω, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να γνωστοποιεί στους επενδυτές του ΟΕΕ που διαχειρίζεται τις περιστάσεις υπό τις οποίες μπορεί να κάνει χρήση της μόχλευσης για λογαριασμό του υπό διαχείριση ΟΕΕ, τους τύπους, τις πηγές και τους περιορισμούς σχετικά με τη χρήση αυτής, καθώς και το ανώτατο επίπεδο μόχλευσης που έχει δικαίωμα να χρησιμοποιήσει για το συγκεκριμένο υπό διαχείριση ΟΕΕ³¹⁴.

Εάν οι υπό διαχείριση ΟΕΕ χρησιμοποιούν μόχλευση σε σημαντικό βαθμό³¹⁵, τότε οι ΔΟΕΕ υποχρεούνται να γνωστοποιήσουν και στις αρμόδιες εποπτικές αρχές πληροφορίες σχετικά με το συνολικό επίπεδο της μόχλευσης που χρησιμοποιούν, καθώς και το είδος και την πηγή της μόχλευσης³¹⁶.

3.4.2. Ειδικές υποχρεώσεις για τους ΔΟΕΕ που πραγματοποιούν επενδύσεις σε θέσεις τιτλοποίησης

Η τιτλοποίηση στην οποία εκτίθενται οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ)³¹⁷ πρέπει να πληροί τις απαιτήσεις που προβλέπονται στον Καν. (ΕΕ) 2402/2017, αλλιώς οι ίδιοι οφείλουν να λάβουν διορθωτικά μέτρα προς το συμφέρον του υπό διαχείριση ΟΕΕ και των επενδυτών του, εφόσον αυτό απαιτηθεί³¹⁸.

Παράλληλα, δεδομένων των κινδύνων που συνεπάγονται οι επενδύσεις σε τιτλοποιήσεις, ο ΔΟΕΕ που πραγματοποιεί τέτοιες επενδύσεις, υποχρεούται να τηρεί τις απαιτήσεις δέουσας επιμέλειας, όπως αυτές αναλυτικώς εκτίθενται στο α. 5 του Καν. 2402/2017. Οφείλει –μεταξύ άλλων– να επιβεβαιώνει ότι οι χορηγούμενες πιστώσεις βασίζονται σε συγκεκριμένα κριτήρια και να διενεργεί κατάλληλη εκτίμηση των κινδύνων που συνεπάγεται η συγκεκριμένη τιτλοποίηση. Προκειμένου δε να επιτύχει τη συμμόρφωση με τις προαναφερόμενες απαιτήσεις, υποχρεούται να θεσπίζει γραπτές διαδικασίες κατάλληλες και ανάλογες με το προφίλ κινδύνου της συγκεκριμένης τιτλοποίησης και του χαρτοφυλακίου του υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς η καλύτερη αξιολόγηση των κινδύνων όλων των τύπων τιτλοποίησης, όχι μόνο εξυπηρετεί τα συμφέροντα των επενδυτών

³¹³ Βλ. α. 25 παρ. 3 επ. του Καν. 231/2013, καθώς και α. 112 του Καν. 231/2013 σχετικά με τους περιορισμούς στη διαχείριση των ΟΕΕ.

³¹⁴ Βλ. α. 23 παρ. 1 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³¹⁵ Για την έννοια «της μόχλευσης σε σημαντικό βαθμό» βλ. α. 111 του Καν. 231/2013.

³¹⁶ Βλ. α. 24 παρ. 4 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³¹⁷ Ο ΔΟΕΕ για τους σκοπούς του Καν. 2402/2017 θεωρείται «θεσμικός επενδυτής», βλ. α. 2 περ. 12 (δ) αυτού.

³¹⁸ Βλ. α. 17 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

του υπό διαχείριση ΟΕΕ, αλλά αυξάνει και την εμπιστοσύνη μεταξύ των συμμετεχόντων σε κάθε διαδικασία τιτλοποίησης³¹⁹.

3.4.3. Ειδικές υποχρεώσεις για τους ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ που αποκτούν τον έλεγχο³²⁰ σε μη εισηγμένες εταιρείες³²¹

Οι υποχρεώσεις αυτές βαρύνουν όχι μόνο τους ΔΟΕΕ (ή τις ΑΕΔΟΕΕ) που διαχειρίζονται ΟΕΕ που αποκτούν έλεγχο σε μη εισηγμένες εταιρείες, αλλά και τους ΔΟΕΕ που συνεργάζονται με άλλους ΔΟΕΕ³²², των οποίων οι υπό διαχείριση ΟΕΕ αποκτούν τέτοιο έλεγχο³²³. Στη τελευταία, δε, περίπτωση καθένας εκ των συνεργαζόμενων ΔΟΕΕ ευθύνεται αυτοτελώς για την εκπλήρωση των σχετικών υποχρεώσεων, εκτός εάν έχει συμφωνηθεί ειδικώς μεταξύ των ότι μόνο ένας εξ' αυτών θα εκπληρώνει τις σχετικές υποχρεώσεις³²⁴.

Καταρχήν, εάν ο υπό διαχείριση ΟΕΕ αποκτά, διαθέτει ή κατέχει ένα ποσοστό σημαντικής συμμετοχής σε μία μη εισηγμένη εταιρεία και έτσι το ποσοστό των δικαιωμάτων ψήφου φθάνει, υπερβαίνει ή μειώνεται κάτω από συγκεκριμένα όρια, όπως αυτά ορίζονται στην παράγραφο 1 του άρθρου 27, τότε ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) οφείλει, το συντομότερο δυνατόν, να κοινοποιήσει τούτο στις αρμόδιες εποπτικές του αρχές (δηλ. στο πλαίσιο του Ν. 4209/2013 στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)³²⁵.

Στην περίπτωση δε που ο υπό διαχείριση ΟΕΕ αποκτά έλεγχο στη μη εισηγμένη εταιρεία, ο ΔΟΕΕ οφείλει να το κοινοποιήσει, το συντομότερο δυνατόν, στη μη εισηγμένη εταιρεία, τους μετόχους αυτής και στην εποπτική του αρχή (δηλ. στο πλαίσιο του Ν. 4209/2013 στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)³²⁶. Παράλληλα, ο ΔΟΕΕ οφείλει να καλέσει το ΔΣ της μη εισηγμένης εταιρείας, προκειμένου το τελευταίο να ενημερώσει τους εκπροσώπους των εργαζομένων ή τους ίδιους τους εργαζόμενους σχετικά μ' αυτή την απόκτηση ελέγχου από τον υπό διαχείριση ΟΕΕ. Δεδομένου ότι η πληροφορία αυτή μπορεί να θεωρηθεί εμπιστευτική, πρέπει να διατηρηθεί αυτός ο

³¹⁹ Βλ. Προοίμιο του Καν. 2402/2017 αριθ. 19

³²⁰ Ένας ΟΕΕ αποκτά τον έλεγχο όταν κατέχει άμεσα ή έμμεσα τέτοιο ποσοστό συμμετοχής στη μη εισηγμένη εταιρεία, που του εξασφαλίζει περισσότερο από το 50% των δικαιωμάτων ψήφου σ' αυτήν, βλ. αναλυτικά α. 26 παρ. 5 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³²¹ Για τον ορισμό της μη εισηγμένης εταιρείας για τους σκοπούς της Οδηγίας βλ. α. 4 παρ. 1 (κθ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³²² Ως συνεργασία δεν νοείται η ανάθεση κάποιων λειτουργιών της διαχείρισης του ΟΕΕ από τον ΔΟΕΕ σε έναν άλλο ΔΟΕΕ.

³²³ Βλ. α. 26 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013

³²⁴ Βλ. Μούζουλας Σ., ο.π., 293-294 με τις εκεί παραπομπές.

³²⁵ Βλ. α. 27 παρ. 1 και 5 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³²⁶ Στην περίπτωση αυτή, η κοινοποίηση περιέχει και πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση των δικαιωμάτων ψήφου, την ημερομηνία και τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες αποκτήθηκε αυτός ο έλεγχος κατά το α. 27 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

χαρακτήρας της ή ακόμη και να μη δημοσιοποιηθεί, εάν αυτό θα ήταν βλαπτικό για την εταιρεία³²⁷.

Πέρα από την κοινοποίηση της απόκτησης σημαντικής συμμετοχής και ελέγχου, στην περίπτωση της απόκτησης ελέγχου, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται επιπλέον να γνωστοποιήσει και συγκεκριμένες πληροφορίες. Ειδικότερα, ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) υποχρεούται να γνωστοποιήσει στην μη εισηγμένη εταιρεία, στους μετόχους αυτής και στην αρμόδια εποπτική του αρχή (δηλ. στο πλαίσιο του Ν. 4209/2013 στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) πληροφορίες σχετικά με την ταυτότητα του, την πολιτική του για τη πρόληψη και διαχείριση κινδύνων και την πολιτική εξωτερικής και εσωτερικής επικοινωνίας σε σχέση με την εταιρεία, ενώ πρέπει να μεριμνήσει ώστε να παρασχεθούν οι ως άνω πληροφορίες και στους εκπροσώπους των εργαζομένων ή τους ίδιους τους εργαζόμενους, υπό τον όρο της διατήρησης του εμπιστευτικού χαρακτήρα αυτών³²⁸.

Παράλληλα, ο ΔΟΕΕ οφείλει να γνωστοποιήσει στην εταιρεία και στους μετόχους της τις προθέσεις του υπό διαχείριση ΟΕΕ σχετικά με την επιχειρηματική δραστηριότητα της ελεγχόμενης πλέον μη εισηγμένης εταιρείας, καθώς και τις ενδεχόμενες συνέπειες των επενδυτικών του σχεδίων για τους εργαζόμενους της. Αυτές οι προθέσεις απαιτείται να γνωστοποιηθούν μέσω του ΔΣ της εταιρείας στους εκπρόσωπους των εργαζομένων ή στους ίδιους τους εργαζόμενους, με την επιφύλαξη πάντοτε του εμπιστευτικού χαρακτήρα αυτών των πληροφοριών³²⁹.

Περαιτέρω, ο ΔΟΕΕ οφείλει να γνωστοποιήσει τόσο στις αρμόδιες εποπτικές του αρχές όσο και στους επενδυτές του υπό διαχείριση ΟΕΕ πληροφορίες σχετικά με τις πηγές χρηματοδότησης της απόκτησης του ελέγχου³³⁰.

Επιπλέον, ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) υποχρεούται για χρονικό διάστημα δύο ετών από την απόκτηση ελέγχου του υπό διαχείριση ΟΕΕ στην εταιρεία, προς συμμόρφωση και με ορισμένες υποχρεώσεις αναφορικά με συγκεκριμένες εταιρικές πράξεις της ελεγχόμενης πλέον εταιρείας. Αναλυτικότερα, δεν επιτρέπεται να διευκολύνει ή να υποστηρίζει με οποιοδήποτε τρόπο τη διανομή μερισμάτων και τόκων, τη μείωση του κεφαλαίου, καθώς και την εξαγορά ή την απόκτηση ιδίων μετοχών από την εταιρεία. Επιπλέον, δεν επιτρέπεται ο ΔΟΕΕ, που εκπροσωπεί τον ΟΕΕ στη ΓΣ ή σε άλλο αρμόδιο όργανο της εταιρείας, της οποίας ο υπό διαχείριση ΟΕΕ έχει αποκτήσει τον έλεγχο, να ψηφίζει υπέρ αυτών των εταιρικών πράξεων. Σε κάθε δε περίπτωση ο

³²⁷ Βλ. α. 27 παρ. 2,4 και 5 σε συνδυασμό με το α. 26 παρ. 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³²⁸ Βλ. α. 28 παρ. 1,2 και 3 σε συνδυασμό με α. 26 παρ. 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³²⁹ Βλ. αναλυτικά α. 28 παρ. 4 σε συνδυασμό με α. 26 παρ. 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³³⁰ Βλ. α. 28 παρ. 5 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

ΔΟΕΕ οφείλει με κάθε δυνατό τρόπο να παρεμποδίζει τη διενέργεια των απαγορευμένων αυτών πράξεων³³¹.

Επισημαίνεται ότι κατά τη διάρκεια αυτής της διετίας δεν απαγορεύεται κάθε διανομή προς τους μετόχους. Έτσι, μπορούν να διανεμηθούν στους μετόχους της συγκεκριμένης εταιρείας ποσά που προέρχονται από τα καθαρά κέρδη, εφόσον η καθαρή θέση της εταιρείας, μετά τη διανομή, δεν θα είναι μικρότερη από το καταβεβλημένο κεφάλαιο πλέον των μη διαμενόμενων αποθεματικών³³². Μετά το πέρας αυτής της διετίας, η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013 δεν περιλαμβάνει υποχρεώσεις των ΔΟΕΕ αναφορικά με τη μη διενέργεια διανομών, οπότε και εφαρμόζονται οι επιμέρους διατάξεις που διέπουν τη συγκεκριμένη νομική μορφή της εταιρείας, της οποίας έχει αποκτήσει τον έλεγχο ο υπό διαχείριση ΟΕΕ (λ.χ. α. 159-160 Ν. 4548/2018, τα οποία και εφαρμόζονται όταν η εταιρεία στην οποία αποκτά έλεγχο ο ΟΕΕ είναι ΑΕ).

3.5. Υποχρεώσεις ως προς τη διαχείριση κινδύνων

Κάθε ΔΟΕΕ είναι υποχρεωμένος να διατηρεί συστήματα διαχείρισης κινδύνων, τα οποία απαρτίζονται από οργανωτικές δομές, οι οποίες απασχολούνται με τη λειτουργία διαρκούς διαχείρισης κινδύνων, με τη θέσπιση διαδικασιών και πολιτικών ως προς την διαχείριση κινδύνων σε πλήρη αντιστοιχία με την επενδυτική πολιτική του κάθε υπό διαχείριση ΟΕΕ και με τη θέσπιση και εφαρμογή διαδικασιών και τεχνικών για τη μέτρηση και τη διαχείριση κινδύνων του υπό διαχείριση ΟΕΕ³³³. Ειδικότερα:

3.5.1. Υποχρέωση καθορισμού ορίων κινδύνου

Στο πλαίσιο ενός επαρκούς και αποτελεσματικού συστήματος διαχείρισης κινδύνων³³⁴, ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) οφείλει να ακολουθεί μία διαδικασία δέουσας επιμέλειας, όταν προβαίνει σε επενδύσεις για λογαριασμό του υπό διαχείριση ΟΕΕ, με γνώμονα την επενδυτική πολιτική, τους στόχους και το προφίλ κινδύνου του υπό διαχείριση ΟΕΕ³³⁵. Παράλληλα, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να καθορίζει και να υλοποιεί όρια κινδύνου για κάθε υπό διαχείριση ΟΕΕ του, τα οποία πρέπει να καλύπτουν τους κυριότερους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται ο υπό διαχείριση ΟΕΕ (λ.χ. πιστωτικούς κινδύνους, κινδύνους αγοράς, λειτουργικούς κ.λπ.), ενώ κατά τον

³³¹ Βλ. α. 30 παρ. 1, καθώς και παρ. 2 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, όπου εξειδικεύονται περαιτέρω οι μη επιτρεπόμενες διανομές.

³³² Επαναλαμβάνονται, συνεπώς, οι αρχές της Δεύτερης Εταιρικής Οδηγίας (77/91/ΕΟΚ), οι οποίες έχουν ενσωματωθεί στο εταιρικό δίκαιο των κρατών-μελών και εφαρμόζονται σε συγκεκριμένες νομικές μορφές Η δε απόκτηση ιδίων μετόχων επιτρέπεται υπό τους όρους και τις προϋποθέσεις του Ν. 4548/2018 (βλ. α. 30 παρ. 3 γ του Ν. 4209/2013) ή αντιστοίχως του δικαίου του κράτους όπου έχει συσταθεί η εταιρεία, βλ. και Μούζουλας Σ., ο.π., 302-304.

³³³ Βλ. α. 38 του Καν. 231/2013.

³³⁴ Βλ. α. 15 παρ. 2 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, καθώς και ανωτέρω υπό 2.1.2.

³³⁵ Βλ. α. 15 παρ. 3 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013

καθορισμό τους υποχρεούται να λαμβάνει υπόψιν και το προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ που έχει ήδη γνωστοποιηθεί στους επενδυτές του³³⁶.

3.5.2. Λειτουργία διαρκούς διαχείρισης κινδύνων

Ένας εκ των δύο βασικών πυλώνων του συστήματος διαχείρισης κινδύνων, όπως έχει ήδη αναφερθεί ανωτέρω, είναι η λειτουργία διαρκούς διαχείρισης κινδύνων. Έτσι, τα στελέχη που απαρτίζουν αυτή τη λειτουργία οφείλουν να υιοθετούν κατάλληλες διαδικασίες, προκειμένου να είναι δυνατή η διαρκής αναγνώριση, μέτρηση, διαχείριση και παρακολούθηση όλων των κινδύνων στους οποίους είναι εκτεθειμένος ή μπορεί να εκτεθεί ο υπό διαχείριση ΟΕΕ βάσει της επενδυτικής του στρατηγικής. Παράλληλα, η λειτουργία αυτή υποχρεούται να διασφαλίζει ότι το προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ, το οποίο έχει γνωστοποιηθεί στους επενδυτές του, είναι σύμφωνο με τα θεσπισθέντα από τον ΔΟΕΕ όρια κινδύνου, παρακολουθώντας διαρκώς τη συμμόρφωση αυτή και ενημερώνοντας το διευθυντικό όργανο του ΔΟΕΕ σε περίπτωση ασυμφωνίας. Επιπλέον, η λειτουργία αυτή οφείλει να παρέχει τακτική ενημέρωση στα ανώτερα διοικητικά στελέχη του ΔΟΕΕ σχετικά με το τρέχον επίπεδο κινδύνου του υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και ενδεχόμενες παραβάσεις των ορίων κινδύνου που έχουν θεσπισθεί και οι οποίες επιβάλλουν τη λήψη μέτρων³³⁷.

3.5.3. Πολιτική Διαχείρισης κινδύνων

Ο δεύτερος πυλώνας του συστήματος διαχείρισης είναι η πολιτική διαχείριση κινδύνων στην οποία περιλαμβάνονται οι ειδικότερες διαδικασίες που ακολουθούνται και οι επιμέρους τεχνικές που εφαρμόζονται, προκειμένου ο ΔΟΕΕ να είναι σε θέση να αναγνωρίζει τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται ο υπό διαχείριση ΟΕΕ, να αξιολογεί αυτή την έκθεση, να προβαίνει στη μέτρηση και τη διαχείριση των κινδύνων, να αξιολογεί και να παρακολουθεί τον κίνδυνο ρευστότητας, να καταμερίζει τις επιμέρους αρμοδιότητες, αναφορικά με τη διαχείριση κινδύνων στο εσωτερικό του και να καθορίζει τα όρια κινδύνου. Η πολιτική διαχείρισης κινδύνων, την οποία υποχρεούται να θεσπίζει και να υλοποιεί ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) απαιτείται να είναι επαρκής, τεκμηριωμένη και ανάλογη με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των δραστηριοτήτων του ίδιου και του υπό διαχείριση ΟΕΕ του³³⁸.

3.5.4. Μέτρηση και Διαχείριση κινδύνων

Περαιτέρω, οι ΔΟΕΕ προκειμένου να συμμορφώνονται με την υποχρέωση της μέτρησης, διαχείρισης και παρακολούθησης των κινδύνων στους οποίους εκτίθεται ο υπό διαχείριση ΟΕΕ και με την υποχρέωση διασφάλισης αντιστοιχίας των ορίων κινδύνου με το προφίλ κινδύνου του υπό διαχείριση ΟΕΕ, υποχρεούνται να καθιερώνουν τεχνικές που εξασφαλίζουν τη μέτρηση των

³³⁶ Βλ. α. 44 του Καν. 231/2013.

³³⁷ Βλ. α. 39 του Καν. 231/2013.

³³⁸ Βλ. α. 40 του Καν. 231/2013.

κινδύνων με ακρίβεια και βάσει αξιόπιστων δεδομένων, να επανεξετάζουν την ισχύ των τεχνικών μέτρησης, ενώ περιοδικά απαιτείται να προβαίνουν σε περιοδικές μετρήσεις των κινδύνων υπό ακραίες καταστάσεις (stress testing). Παράλληλα, οι ΔΟΕΕ οφείλουν να θεσπίζουν και να θέτουν σε εφαρμογή τις κατάλληλες διαδικασίες όταν παρατηρούνται παραβάσεις των ορίων κινδύνου, ώστε να λαμβάνονται τα κατάλληλα διορθωτικά μέτρα προς το συμφέρον των επενδυτών του υπό διαχείριση ΟΕΕ^{339, 340}.

3.5.5. Λειτουργικός και ιεραρχικός διαχωρισμός της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων

Ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ), υποχρεούται να διαχωρίζει λειτουργικά και ιεραρχικά³⁴¹ τις λειτουργίες διαχείρισης κινδύνων από τις επιχειρησιακές μονάδες και από τη διαχείριση χαρτοφυλακίου, υποκείμενος μάλιστα στην εποπτεία των αρμόδιων αρχών σχετικά με την πραγματοποίηση αυτού του διαχωρισμού (δηλ. στο πλαίσιο του Ν. 4209/2013 στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)³⁴². Προκειμένου να είναι δυνατός αυτός ο διαχωρισμός, τα πρόσωπα που απασχολούνται σ' αυτή τη λειτουργία δεν πρέπει να ευρίσκονται υπό την εποπτεία των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τις επιδόσεις των επιχειρησιακών μονάδων και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, ούτε να εμπλέκονται στις δραστηριότητες των τελευταίων³⁴³. Η δε αμοιβή των προσώπων της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων πρέπει να είναι ανεξάρτητη από τις επιδόσεις των επιχειρησιακών μονάδων, ενώ οι αμοιβές των ανωτέρω στελεχών της λειτουργίας αυτής απαιτείται να εποπτεύονται από την επιτροπή αποδοχών, εφόσον αυτή έχει συσταθεί³⁴⁴. Περαιτέρω, προκειμένου η λειτουργία αυτή να είναι ανεξάρτητη και όσο το δυνατόν αποτελεσματικότερη, οι ΔΟΕΕ πρέπει να λαμβάνουν τα αναγκαία μέτρα διασφάλισης έναντι πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων και συγκρούσεων καθηκόντων³⁴⁵.

3.5.6. Αξιολόγηση- παρακολούθηση και επανεξέταση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων

Προκειμένου να διασφαλίζεται η αποτελεσματικότητα της διαχείρισης κινδύνων, οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) υποχρεούνται να παρακολουθούν και να επανεξετάζουν περιοδικά³⁴⁶ την πολιτική

³³⁹ Βλ. α. 45 του Καν. 231/2013.

³⁴⁰ Επισημαίνεται ότι η συχνότητα της μέτρησης των κινδύνων καθορίζεται βάσει και των επενδυτών του ΟΕΕ, καθώς οι επαγγελματίες επενδυτές χρειάζονται συνεχώς επικαιροποιημένα στοιχεία, οπότε η μέτρηση των κινδύνων πραγματοποιείται σε συχνή βάση, ενώ στην περίπτωση των ιδιωτών επενδυτών, η μέτρηση πραγματοποιείται σε πιο αραιή βάση, βλ. αναλυτικά Zetzsche D. & Hanke M., Risk Management in Zetzsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,355.

³⁴¹ Ο δε ιεραρχικός διαχωρισμός καλύπτει όλο το εύρος της εσωτερικής δομής του ΔΟΕΕ, α. 42 παρ. 2 του Καν. 231/2013.

³⁴² Βλ. α. 15 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³⁴³ Βλ. α. 42 παρ. 1 (α) και (β) του Καν. 231/2013.

³⁴⁴ Βλ. α. 42 παρ. 1 (γ) και (δ) του Καν. 231/2013, καθώς και ανωτέρω υπό 3.2.2. για την υποχρέωση σύστασης Επιτροπής Αποδοχών ή σε κάθε περίπτωση την προαιρετική σύσταση της.

³⁴⁵ Βλ. για τις διασφαλίσεις συγκρούσεων συμφερόντων α. 43 του Καν. 231/2013.

³⁴⁶ Τουλάχιστον μία φορά το χρόνο ή και συχνότερα εφόσον η επανεξέταση αποφασιστεί από τα ανώτερα διοικητικά στελέχη του ΔΟΕΕ βάσει της αρχής της αναλογικότητας, βλ. α. 41 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

διαχείρισης κινδύνων που έχει θεσπιστεί, τις τεχνικές που έχουν θεσπιστεί σχετικά με τη μέτρηση των κινδύνων, την αποτελεσματικότητα της λήψης μέτρων για την αντιμετώπιση των παραβάσεων κατά τη διαχείριση και την αποτελεσματικότητα των μέτρων που εξασφαλίζουν τον λειτουργικό και ιεραρχικό διαχωρισμό, καθώς και την εν γένει αποτελεσματικότητα της λειτουργίας της διαχείρισης κινδύνων.

Εκτός της περιοδικής επανεξέτασης, οι ΔΟΕΕ οφείλουν να επανεξετάζουν τα συστήματα διαχείρισης κινδύνων και κάθε φορά που λαμβάνουν χώρα ουσιώδεις αλλαγές στις διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων του ΔΟΕΕ³⁴⁷ ή στην επενδυτική πολιτική του υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και οποτεδήποτε αυτό επιβάλλεται από τις περιστάσεις. Μετά την επανεξέταση, οι ΔΟΕΕ απαιτείται να προβαίνουν και σε επικαιροποίηση των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων, προκειμένου τα τελευταία να είναι σε διαρκή βάση επαρκή.

3.6. Υποχρεώσεις ως προς τη διαχείριση ρευστότητας

Η διαχείριση της ρευστότητας δεν είναι δυνατόν να διαχωρίζεται από τη διαχείριση κινδύνων³⁴⁸, καθώς αυτή αποτελεί αναπόσπαστο μέρος της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων εν ευρεία έννοια³⁴⁹, λαμβανομένου υπόψιν και του ότι ο κίνδυνος ρευστότητας αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους κινδύνους στον οποίο εκτίθεται ο ΟΕΕ. Η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013 επιβάλλει στους ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται μοχλευμένους ΟΕΕ ανοιχτού τύπου^{350, 351} πρόσθετες υποχρεώσεις πέρα των όσων οφείλουν να τηρούν ως προς την διαχείριση κινδύνων. Αναλυτικότερα:

Οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) που διαχειρίζονται τέτοιους ΟΕΕ, οφείλουν να έχουν θεσπίσει και να εφαρμόζουν επαρκή συστήματα διαχείρισης της ρευστότητας, καθώς και αποτελεσματικές διαδικασίες παρακολούθησης του κινδύνου της ρευστότητας, με γνώμονα την επενδυτική πολιτική, το προφίλ ρευστότητας και τη πολιτική εξαγωγών του υπό διαχείριση ΟΕΕ. Ο ΔΟΕΕ πρέπει να διασφαλίζει ότι οι τρεις αυτές παράμετροι είναι σε διαρκή συμφωνία μεταξύ τους³⁵². Η

³⁴⁷ Σ' αυτή τη περίπτωση, οι ΔΟΕΕ υποχρεούνται να ενημερώνουν τις αρμόδιες εποπτικές τους αρχές σχετικά με τις αλλαγές αυτές. Ενημέρωση των εποπτικών αρχών απαιτείται και όταν λαμβάνουν χώρα ουσιώδεις αλλαγές στις τεχνικές μέτρησης και διαχείρισης των κινδύνων, βλ. α. 41 παρ. 4 του Καν. 231/2013.

³⁴⁸ Έχει διατυπωθεί πάντως και η άποψη ότι η λειτουργία διαχείρισης ρευστότητας διαχωρίζεται από τη λειτουργία διαχείρισης κινδύνων βλ. EFAMA Response to ESMA's Consultation Paper on Guidelines on key concepts of the AIFMD, 23 March 2012 [12-4017], 4.

³⁴⁹ Μάλιστα, επισημαίνεται πως δεν μπορεί να ανατεθεί μόνο μία εξ' αυτών, ενώ έχει υποστηριχθεί και η αντίθετη άποψη περί διαχωρισμού τους, βλ. Zetzsche D. & Hanke M., Risk Management in Zetzsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 369.

³⁵⁰ Για την έννοια του μοχλευμένου ΟΕΕ βλ. ανωτέρω υπό 3.4.1. και για την έννοια του ΟΕΕ ανοιχτού τύπου βλ. ανωτέρω υπό 1.5.3.

³⁵¹ Θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι ένας ΟΕΕ κλειστού τύπου δεν απαιτείται να διαθέτει ρευστότητα και λειτουργία διαχείρισης αυτής καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής του, αλλά αρκεί να υπάρχει πριν τη ρευστοποίηση ή την εκκαθάριση του ή ακόμη και να μην απαιτηθεί ποτέ, αν έχει προβλεφθεί ότι οι μεριδιούχοι του θα λάβουν το προϊόν της εκκαθάρισης σε είδος και όχι ρευστοποιημένο, βλ. σχετικά Μούζουλας Σ., ο.π., 325.

³⁵² Βλ. α. 16 παρ. 1 και 2 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, καθώς και α. 46 του Καν. 231/2013.

επενδυτική πολιτική, το προφίλ ρευστότητας και η πολιτική εξαγωγών του υπό διαχείριση ΟΕΕ παρουσιάζουν συνοχή μεταξύ τους (ή άλλως κατά τη διατύπωση του Καν. 231/2013 είναι ευθυγραμμισμένες), όταν οι επενδυτές του ΟΕΕ δύνανται να εξοφλούν τις επενδύσεις τους με τρόπο που δεν αντίκειται στην αρχή της ίσης μεταχείρισης των επενδυτών και παράλληλα είναι σύμφωνος με την πολιτική εξόφλησης του υπό διαχείριση ΟΕΕ³⁵³.

Έτσι, στο πλαίσιο του συστήματος διαχείρισης ρευστότητας, που έχει θεσπιστεί, οι ΔΟΕΕ υποχρεούνται να διατηρούν ένα επίπεδο ρευστότητας³⁵⁴ στον υπό διαχείριση ΟΕΕ, προκειμένου αυτός να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις υποκείμενες υποχρεώσεις του. Παράλληλα, οι ΔΟΕΕ υποχρεούνται να παρακολουθούν το προφίλ ρευστότητας του χαρτοφυλακίου του υπό διαχείριση ΟΕΕ. Για το σκοπό αυτό, απαιτείται ο ΔΟΕΕ να θεσπίζει και να εφαρμόζει κατάλληλες διαδικασίες και πολιτικές, προκειμένου να παρακολουθεί τους κινδύνους που συνεπάγονται οι επενδύσεις (τρέχουσες και σκοπούμενες) για τη ρευστότητα του χαρτοφυλακίου του υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και τις εν γένει επιπτώσεις των κινδύνων στο προφίλ ρευστότητας του υπό διαχείριση ΟΕΕ.

Επιπλέον, οι ΔΟΕΕ οφείλουν να αναπτύσσουν τα κατάλληλα εργαλεία³⁵⁵ (λ.χ. ειδικοί διακανονισμοί στους οποίους υπόκεινται τα διάφορα μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία του υπό διαχείριση ΟΕΕ) για τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας του υπό διαχείριση ΟΕΕ, τα οποία να μπορούν να εφαρμοστούν και υπό έκτακτες συνθήκες³⁵⁶. Επιπλέον, οι ΔΟΕΕ υποχρεούνται να διενεργούν μετρήσεις κινδύνου υπό κανονικές και έκτακτες συνθήκες ρευστότητας, καθώς και υπό ακραίες καταστάσεις. Οι μετρήσεις αυτές, διενεργούνται ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του προφίλ ρευστότητας του υπό διαχείριση ΟΕΕ, τουλάχιστον όμως μία φορά το χρόνο³⁵⁷.

Όλες οι θεσπισθείσες αυτές πολιτικές και ακολουθούμενες διαδικασίες, επανεξετάζονται από τους ΔΟΕΕ σε τακτική βάση, τουλάχιστον μία φορά κάθε χρόνο, ή και εκτάκτως όποτε αυτό απαιτηθεί, βάσει των περιρρέουσων συνθηκών. Στη συνέχεια, οι ΔΟΕΕ προβαίνουν στις απαραίτητες επικαιροποιήσεις αυτών, αν απαιτηθεί αναπροσαρμογή τους³⁵⁸.

³⁵³ Βλ. α. 49 του Καν. 231/2013.

³⁵⁴ Μπορεί μ' αυτό το σκοπό ο ΔΟΕΕ να συνάπτει για λογαριασμό του υπό διαχείριση ΟΕΕ δανειακές συμφωνίες βραχυπρόθεσμου ή και μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα, βλ. σχετικά Μούζουλας Σ., ο.π., 317.

³⁵⁵ Η επιλογή συγκεκριμένων εργαλείων εξαρτάται από τις περιρρέουσες συνθήκες, καθώς και από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του υπό διαχείριση ΟΕΕ, βλ. Προϊόνιο Καν. 231/2013 αρ. 59.

³⁵⁶ Βλ. α. 47 παρ. 1 του Καν. 231/2013

³⁵⁷ Βλ. α. 48 παρ. 2 του Καν. 231/2013, όπου αναλύεται και ο τρόπος διενέργειας των μετρήσεων υπό ακραίες καταστάσεις. Παράλληλα, η διατύπωση του άρθρου 48 οδηγεί ευκόλως στη σκέψη ότι τεστ αντοχής πρέπει να διενεργούν οι ΔΟΕΕ όλων των ειδών ΟΕΕ, όπως επισημαίνει ο Μούζουλας Σ., ο.π., 306 με τις εκεί παραπομπές.

³⁵⁸ Βλ. α. 47 παρ. 2 του Καν. 231/2013.

Εάν απαιτείται, κατ' εφαρμογή της αρχής της αναλογικότητας, οι ΔΟΕΕ θεσπίζουν και εφαρμόζουν όρια σχετικά με τη ρευστότητα του υπό διαχείριση ΟΕΕ ή την έλλειψη αυτής, σε πλήρη συμμόρφωση με τα όρια κινδύνου που θεσπίζουν στο πλαίσιο των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων. Μάλιστα, εάν υλοποιήσουν τέτοια όρια, υποχρεούνται να παρακολουθούν τη συμμόρφωση του υπό διαχείριση ΟΕΕ με αυτά, καθώς και να προβούν στη θέσπιση μέτρων σε περίπτωση υπέρβασης αυτών³⁵⁹.

3.7. Υποχρεώσεις διαφάνειας

Δεδομένου ότι η Οδηγία έχει ως σκοπό τη θέσπιση κανόνων διαφάνειας για τους ΔΟΕΕ και τις παρεχόμενες από αυτούς λειτουργίες, τόσο οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) που διαχειρίζονται έναν ΟΕΕ, όσο και αυτοί που προωθούν εμπορικά τα μερίδια/ μετοχές αυτού στην Ένωση υποχρεούνται να συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις διαφάνειας που καθιερώνει η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013. Έτσι, προβλέπεται πληροφόρηση των επενδυτών του ΟΕΕ πριν την πραγματοποίηση της επένδυσης, περιοδική πληροφόρηση αυτών και υποβολή αναφορών στις αρμόδιες εποπτικές τους αρχές (δηλαδή στο πλαίσιο της ΑΕΔΟΕΕ στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς). Παράλληλα, συγκεκριμένες πληροφορίες γνωστοποιούνται και με το ενημερωτικό δελτίο που υποχρεούνται να δημοσιεύουν κάποιοι ΔΟΕΕ.

3.7.1. Παροχή πληροφοριών στους υποψήφιους επενδυτές του ΟΕΕ

Οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) είναι υποχρεωμένοι να παρέχουν, πριν τη πραγματοποίηση των επενδύσεων, στους υποψήφιους επενδυτές πληροφορίες σχετικά με τον ΟΕΕ, καθώς και οποιαδήποτε ουσιώδη αλλαγή σ' αυτές τις πληροφορίες³⁶⁰. Ουσιώδης θεωρείται κάθε αλλαγή, η οποία επιδρά είτε αρνητικά είτε θετικά στη λήψη της επενδυτικής απόφασης³⁶¹.

Οι πληροφορίες αυτές κατηγοριοποιούνται ως αφορώσες τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του ΟΕΕ (πρώτη κατηγορία πληροφοριών) και ως αφορώσες τη λειτουργία αυτού (δεύτερη κατηγορία πληροφοριών). Στην πρώτη κατηγορία εντάσσονται πληροφορίες σχετικά με την επενδυτική πολιτική και την επενδυτική στρατηγική του ΟΕΕ, καθώς και την ακολουθούμενη διαδικασία για την τροποποίηση αυτών. Δίδονται, επίσης, πληροφορίες σχετικά με το είδος των περιουσιακών στοιχείων που επενδύει ο ΟΕΕ, τις τεχνικές που αυτός χρησιμοποιεί και τους κινδύνους που αυτές συνεπάγονται, καθώς και τη χρήση μόχλευσης (τύποι, πηγές, μέγιστο επίπεδο κ.λπ.)³⁶². Παράλληλα, παρέχονται πληροφορίες σχετικά με τη συμβατική σχέση που προκύπτει από την επένδυση στον ΟΕΕ (δικαιοδοσία, εφαρμοστέο δίκαιο κ.λπ.). Επίσης, δίδεται στους υποψήφιους

³⁵⁹ Βλ. α. 48 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

³⁶⁰ Βλ. αναλυτικά α. 23 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³⁶¹ Βλ. α. 106 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

³⁶² Βλ. και ανωτέρω υπό 3.4.1.

επενδυτές η τελευταία ετήσια έκθεση που έχει συντάξει ο ΔΟΕΕ, ενώ λαμβάνουν γνώση και της καθαρής αξίας του ενεργητικού του ΟΕΕ και των ιστορικών αποδόσεων αυτού (εφόσον διατίθενται). Στη δεύτερη κατηγορία πληροφοριών περιλαμβάνονται πληροφορίες σχετικά με την λειτουργία του. Ειδικότερα, παρέχονται πληροφορίες σχετικά με τη ταυτότητα του ΔΟΕΕ (ή της ΑΕΔΟΕΕ), του θεματοφύλακα και του βασικού διαμεσολαβητή (prime broker) και περιγράφεται η λειτουργία διαχείρισης της ρευστότητας, η διαδικασία αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, καθώς και όλες οι αμοιβές που δίδονται. Επίσης, πρέπει να αναφέρεται η διαδικασία με την οποία διασφαλίζεται η δίκαιη μεταχείριση όλων των επενδυτών και να γνωστοποιείται η περίπτωση που κάποιος επενδυτής απολαμβάνει ή πρόκειται να απολαύσει προνομιακής μεταχείρισης³⁶³.

Η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013 δεν καθορίζει τον τρόπο με τον οποίο οι προαναφερόμενες πληροφορίες γνωστοποιούνται στους επενδυτές. Η γνωστοποίηση αυτή θα μπορούσε να λάβει τη μορφή ενός ενημερωτικού δελτίου. Βέβαια, δεν καθιερώνεται από την Οδηγία και κατ' επέκταση από τον Ν. 4209/2013 υποχρέωση σύνταξης ενημερωτικού δελτίου. Έτσι, οι προαναφερόμενες πληροφορίες θα μπορούσαν να αποτελέσουν προαιρετικό περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου, μόνο όμως για τους ΟΕΕ που υποχρεούνται να δημοσιεύσουν ενημερωτικό δελτίο κατά την δημόσια προσφορά των μεριδίων τους ή κατά την εισαγωγή τους σε ρυθμιζόμενη αγορά³⁶⁴. Μπορεί δε να επιλεγεί και η παροχή κάποιων εξ' αυτών των πληροφοριών μέσω της ιστοσελίδας του ΔΟΕΕ, ώστε το περιεχόμενο τους να είναι πάντοτε ενημερωμένο. Παράλληλα, οι περισσότερες από τις προαναφερόμενες πληροφορίες θα μπορούσαν να αποτελέσουν μέρος του κανονισμού ή των καταστατικών εγγράφων του ΟΕΕ. Κατά συνέπεια, δεδομένου ότι δεν εξειδικεύεται η μορφή εκπλήρωσης αυτής της υποχρέωσης, ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) μπορεί να επιλέξει κατά την κρίση του τον καλύτερο τρόπο γνωστοποίησης αυτών των πληροφοριών με γνώμονα και τον απόρρητο ή μη χαρακτήρα τους. Σε κάθε περίπτωση, όλες οι προαναφερόμενες πληροφορίες πρέπει να γνωστοποιηθούν πριν την επένδυση³⁶⁵.

3.7.2. Περιοδική παροχή πληροφοριών στους επενδυτές του ΟΕΕ

Πρώτη μορφή περιοδικής ενημέρωσης των επενδυτών του ΟΕΕ είναι η ετήσια έκθεση για κάθε οικονομικό έτος³⁶⁶ που υποχρεούται να συντάξει ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) για κάθε υπό

³⁶³ Βλ. και α. 12 παρ.1 (στ) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³⁶⁴ Βέβαια ο Καν. 1129/2017 εφαρμόζεται μόνο στα μερίδια οργανισμών συλλογικών επενδύσεων κλειστού τύπου, α. 2(α) του αυτού Καν., βλ. και α. 23 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013 όπου αναφέρεται ότι σ' αυτές τις περιπτώσεις (όταν είναι υποχρεωτική η δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου) οι προαναφερόμενες πληροφορίες δημοσιεύονται χωριστά ή αποτελούν πρόσθετο περιεχόμενο σ' αυτό, εφόσον δεν περιλαμβάνονται ήδη στο περιεχόμενό του.

³⁶⁵ Zetzsche D., Eckner D & Yeboah-Smith M., Investor Information and Reporting, in Zetzsche D. (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π.,401.

³⁶⁶ Η ετήσια έκθεση συντάσσεται το αργότερο έξι μήνες μετά τη λήξη του οικονομικού έτους το οποίο αφορά (α.22 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013). Υπάρχει η δυνατότητα να οριστεί βραχύτερη προθεσμία για τη σύνταξη της έκθεσης, την οποία δεν χρησιμοποίησε ο Έλληνας νομοθέτης, βλ. και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 48.

διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και για κάθε ΟΕΕ του οποίου προωθεί τα μερίδια εντός της ΕΕ. Βέβαια, η ετήσια έκθεση διατίθεται στις αρμόδιες εποπτικές αρχές (ήτοι για την ΑΕΔΟΕΕ στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), ενώ οι επενδυτές του ΟΕΕ λαμβάνουν γνώση του περιεχομένου της μόνο κατόπιν αίτησή τους. Βασικός σκοπός της σύνταξης της έκθεσης είναι η συγκρίσιμη και αξιόπιστη πληροφόρηση σχετικά με βασικές λειτουργίες του ΟΕΕ³⁶⁷.

Οι πληροφορίες που περιλαμβάνει η ετήσια έκθεση μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως εκείνες που αφορούν λογιστικά στοιχεία του ΟΕΕ και ως εκείνες που αφορούν τις αμοιβές όλων των προσώπων που αναμειγνύονται στις δραστηριότητες του ΟΕΕ. Ως προς τις λογιστικής φύσεως πληροφορίες, η ετήσια έκθεση περιλαμβάνει –τουλάχιστον– τον ισολογισμό (ή κατάσταση περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων)³⁶⁸, τον λογαριασμό εσόδων και δαπανών του οικονομικού έτους που αφορά η σύνταξη της³⁶⁹, την έκθεση δραστηριοτήτων του οικονομικού έτους³⁷⁰ και τυχόν ουσιαστικές αλλαγές των πληροφοριών του α. 23, οι οποίες έλαβαν χώρα κατά τη διάρκεια αυτού του οικονομικού έτους. Ως προς τη δεύτερη κατηγορία πληροφοριών αναφορικά με τη γνωστοποίηση των αμοιβών, η ετήσια έκθεση περιλαμβάνει τόσο τις συνολικές αμοιβές ολόκληρου του προσωπικού του ΔΟΕΕ (ή της ΑΕΔΟΕΕ) όσο και τις συνολικές αμοιβές του προσωπικού του ΔΟΕΕ (ή της ΑΕΔΟΕΕ) που εμπλέκεται πλήρως ή μερικώς με τις δραστηριότητες του ΟΕΕ³⁷¹, με σαφή διάκριση μεταξύ των πάγιων και των μεταβλητών αμοιβών που καταβάλλει ο ΔΟΕΕ. Επίσης, περιλαμβάνει τις αμοιβές των διευθυντικών στελεχών του ΔΟΕΕ και κάθε υπάλληλου, του οποίου η δραστηριότητα επιδρά στο προφίλ κινδύνου του υπό διαχείριση ΟΕΕ³⁷².

Περαιτέρω, ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) που διαχειρίζεται ΟΕΕ, ο οποίος ασκεί έλεγχο σε μη εισηγμένη εταιρεία³⁷³, υποχρεούται να περιλαμβάνει στην ετήσια έκθεση του και πληροφορίες αναφορικά με τη μη εισηγμένη εταιρεία, όπως αυτές αναλυτικά περιλαμβάνονται στο α. 29 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

Δεύτερη μορφή περιοδικής παροχής πληροφοριών από τον ΔΟΕΕ (ή την ΑΕΔΟΕΕ) προς τους επενδυτές του ΟΕΕ αποτελούν συγκεκριμένες πληροφορίες ως προς τα περιουσιακά στοιχεία που υπόκεινται σε ειδικούς διακανονισμούς, οποιουσδήποτε νέους διακανονισμούς σχετικούς με τη ρευστότητα του ΟΕΕ, καθώς και ως προς τα τρέχοντα χαρακτηριστικά του προφίλ κινδύνου του

³⁶⁷ Βλ. α. 22 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, καθώς και α. 103 του Καν. 231/2013

³⁶⁸ Ο οποίος περιλαμβάνει το «ενεργητικό», το «παθητικό» και τα «καθαρά στοιχεία του ενεργητικού» του ΟΕΕ, όπως το περιεχόμενο των κονδυλίων αυτών περαιτέρω εξειδικεύεται στο α. 104 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

³⁶⁹ Ο οποίος περιλαμβάνει «τα έσοδα», τις «δαπάνες» και τα «καθαρά έσοδα ή δαπάνες», όπως το περιεχόμενο των κονδυλίων αυτών περαιτέρω εξειδικεύεται στο α. 104 παρ. 2 του Καν. 231/2013.

³⁷⁰ Για το περιεχόμενο της οποίας βλ. α. 105 του Καν. 231/2013.

³⁷¹ Βλ. α. 107 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

³⁷² Βλ. για το ελάχιστο περιεχόμενο της ετήσιας έκθεσης α. 22 παρ. 2 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³⁷³ Για τις υπόλοιπες υποχρεώσεις των ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται τέτοιους ΟΕΕ βλ. αναλυτικά ανωτέρω υπό 3.4.3.

υπό διαχείριση ΟΕΕ και τα συστήματα διαχείρισης κινδύνου που έχει υιοθετήσει ο ΔΟΕΕ για τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται ή υπάρχει η πιθανότητα να εκτεθεί ο υπό διαχείριση ΟΕΕ³⁷⁴.

Παρόλο που δεν εξειδικεύεται η συχνότητα παροχής αυτών των πληροφοριών, πρέπει τουλάχιστον να παρέχονται ταυτόχρονα με την παροχή ή τη δημοσιοποίηση της ετήσιας έκθεσης του ΔΟΕΕ³⁷⁵. Με γνώμονα το είδος των επενδυτών του ΟΕΕ (ιδιώτες ή επαγγελματίες³⁷⁶) υπάρχει η δυνατότητα να υιοθετηθεί³⁷⁷ και η πρακτική της συχνότερης ενημέρωσης αυτών, η οποία θα παρέχεται μέσω περιοδικών εκθέσεων που θα απευθύνονται σ' αυτούς, σύμφωνα με τους ειδικότερους όρους που θα προβλέπονται στον κανονισμό ή στα καταστατικά έγγραφα του υπό διαχείριση ΟΕΕ.

3.7.3. Υποβολή εκθέσεων και παροχή πληροφοριών στις αρμόδιες εποπτικές αρχές (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς)

Οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) είναι υποχρεωμένοι να υποβάλλουν εκθέσεις στις αρμόδιες εποπτικές τους αρχές (και στην περίπτωση της ΑΕΔΟΕΕ στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) στις οποίες περιλαμβάνουν πληροφορίες σχετικά με τις κύριες αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται και τα κύρια μέσα στα οποία πραγματοποιούν εμπορικές συναλλαγές για λογαριασμό του υπό διαχείριση ΟΕΕ³⁷⁸.

Εκτός των πληροφοριών που παρέχονται μέσω των εκθέσεων, οι ΔΟΕΕ είναι υποχρεωμένοι να γνωστοποιούν στις αρμόδιες εποπτικές τους αρχές (για τις ΑΕΔΟΕΕ οι πληροφορίες αυτές παρέχονται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) πληροφορίες – μεταξύ άλλων– σχετικά με τα είδη των περιουσιακών στοιχείων στα οποία επενδύει ο υπό διαχείριση ΟΕΕ, το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων του που υπόκεινται σε ειδικούς διακανονισμούς, το τρέχον προφίλ κινδύνου του υπό διαχείριση ΟΕΕ, καθώς και τα εφαρμοζόμενα από τον ΔΟΕΕ συστήματα κινδύνου για τους κινδύνους στους οποίους εκτίθεται ο υπό διαχείριση ΟΕΕ.

Οι προαναφερόμενες πληροφορίες τόσο εκείνες που περιλαμβάνονται στις εκθέσεις των ΔΟΕΕ όσο και εκείνες που απλώς γνωστοποιούνται από αυτούς παρέχονται στις αρμόδιες εποπτικές τους αρχές σε τριμηνιαία ή εξαμηνιαία ή ετήσια βάση. Η συχνότητα υποβολής και γνωστοποίησης αντιστοίχως εξαρτάται από το μέγεθος του χαρτοφυλακίου του υπό διαχείριση ΟΕΕ³⁷⁹.

³⁷⁴ Βλ. α. 23 παρ. 4 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³⁷⁵ Βλ. α. 108 του Καν. 231/2013.

³⁷⁶ Συχνότερη ενημέρωση μπορεί να προβλεφθεί μόνο για τους ιδιώτες επενδυτές και όχι για τους επαγγελματίες, βλ. Zetzsche D., Eckner D. & Yeboah-Smith M., *Investor Information and Reporting*, 409.

³⁷⁷ Η δυνατότητα αυτή δίδεται στα κράτη-μέλη σύμφωνα με το α. 43 παρ. 1 της Οδηγίας, αλλά ο Ν. 4209/2013 δεν την έχει υιοθετήσει.

³⁷⁸ Βλ. α. 24 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013 σε συνδυασμό με α. 110 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

³⁷⁹ Βλ. α. 107 παρ. 3 του Καν. 231/2013.

Παράλληλα, οι αρμόδιες εποπτικές αρχές (δηλαδή στην περίπτωση των ΑΕΔΟΕΕ η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) διατηρούν ακέραιο το δικαίωμα τους να ζητήσουν από τον ΔΟΕΕ την ετήσια έκθεση που υποχρεούται να συντάξει σύμφωνα με το α. 22 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, καθώς και αναλυτικό κατάλογο των υπό διαχείριση ΟΕΕ στο τέλος κάθε τριμήνου³⁸⁰.

3.7.4. Υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου (Καν. 1129/2017)

Η υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου αφορά κατά κύριο λόγο τους αυτοδιαχειριζόμενους ΟΕΕ και στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου τις ΑΕΔΟΕΕ. Οι αυτοδιαχειριζόμενοι ΟΕΕ (δηλαδή οι ΟΕΕ με νομική προσωπικότητα που έχουν επιλέξει την εσωτερική διαχείριση και έχουν λάβει άδεια λειτουργίας ως ΔΟΕΕ³⁸¹), εφόσον είναι κλειστού τύπου, έχουν υποχρέωση δημοσίευσης ενημερωτικού δελτίου όταν οι μετοχές/ τα μερίδια τους αποτελούν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς ή όταν τις/τα εισάγουν για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Η ίδια υποχρέωση βαρύνει και τις ΑΕΔΟΕΕ, όταν εισάγουν τις δικές τους μετοχές για διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά ή όταν οι μετοχές τους αποτελούν αντικείμενο δημόσιας προσφοράς³⁸².

Το ενημερωτικό δελτίο περιλαμβάνει πληροφορίες σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις, τα κέρδη και τις απώλειες, τη χρηματοοικονομική θέση και τις προοπτικές του αυτοδιαχειριζόμενου ΟΕΕ ή της ΑΕΔΟΕΕ (αντιστοίχως). Παράλληλα περιλαμβάνονται πληροφορίες σχετικά με τα δικαιώματα των μεριδίων του ΟΕΕ ή των μετοχών της ΑΕΔΟΕΕ, καθώς και τους λόγους έκδοσης και τον αντίκτυπο αυτής στον ΟΕΕ ή στην ΑΕΔΟΕΕ αντιστοίχως. Οι προαναφερόμενες πληροφορίες δεν είναι ίδιες για τους αυτοδιαχειριζόμενους ΟΕΕ και για τις ΑΕΔΟΕΕ, καθώς η φύση τους εξαρτάται από το είδος του εκδότη, το είδος των κινητών αξιών και την κατάσταση του εκδότη³⁸³.

Το ενημερωτικό δελτίο μπορεί να είναι ένα ενιαίο έγγραφο ή να αποτελείται από περισσότερα διακριτά μεταξύ τους έγγραφα (ενημερωτικό δελτίο τριμερούς μορφής)³⁸⁴. Το ενημερωτικό δελτίο, αφού συνταχθεί από τον αυτοδιαχειριζόμενο ΟΕΕ ή από την ΑΕΔΟΕΕ, υπόκειται στην έγκριση από την αρμόδια διοικητική αρχή (δηλαδή από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς), η οποία μπορεί να το εγκρίνει εν συνόλω ή εν μέρει³⁸⁵. Την έγκριση ακολουθεί η δημοσίευση, η οποία γίνεται με πρωτοβουλία του αυτοδιαχειριζόμενου ΟΕΕ ή της ΑΕΔΟΕΕ (αντιστοίχως) σε εύλογο χρόνο πριν από την έναρξη ή το αργότερο κατά την έναρξη της προσφοράς των μεριδίων/μετοχών

³⁸⁰ Βλ. α. 24 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

³⁸¹ Βλ. ανωτέρω υπό 1.5.2. για την έννοια του αυτοδιαχειριζόμενου ΟΕΕ.

³⁸² Βλ. α. 3 παρ. 1 και 3 Καν. 1129/2017.

³⁸³ Βλ. α. 6 παρ. 1 του Καν. 1129/2017.

³⁸⁴ Βλ. α. 6 παρ. 3 του Καν. 1129/2017.

³⁸⁵ Βλ. α. 20 παρ. 1 του Καν. 1129/2017 σε συνδυασμό με α. 64 του Ν. 4706/2020.

ή της εισαγωγής των προς διαπραγμάτευση³⁸⁶. Το εγκριθέν ενημερωτικό δελτίο διατηρεί την ισχύ του για δώδεκα μήνες μετά την έγκριση³⁸⁷.

3.8. Υποχρεώσεις κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών

Οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) δύνανται να αδειοδοτηθούν, ώστε να παρέχουν και συγκεκριμένες περιοριστικά αναφερόμενες στην Οδηγία και αντιστοίχως στον Ν. 4209/2013 επενδυτικές υπηρεσίες³⁸⁸. Στη περίπτωση αυτή, οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) είναι υποχρεωμένοι κατά την παροχή αυτών των υπηρεσιών να συμμορφώνονται με τις απαιτήσεις της Οδηγίας 2014/65/ΕΕ, η οποία έχει ενσωματωθεί στο ελληνικό δίκαιο με τον Ν. 4514/2018³⁸⁹. Οι ΔΟΕΕ (ή οι ΑΕΔΟΕΕ) έχουν την δυνατότητα, κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών της παρ. 4 του άρθρου 6, να απευθύνονται τόσο σε επαγγελματίες όσο και σε ιδιώτες επενδυτές, ανεξάρτητα από το γεγονός ότι ο ΟΕΕ, τον οποίο διαχειρίζονται απευθύνεται κατά κύριο λόγο σε επαγγελματίες επενδυτές. Γι' αυτό ακριβώς το λόγο, απαιτείται δεύτερη και αυτοτελής αδειοδότηση – σύμφωνα με τις απαιτήσεις του Ν. 4514/2018³⁹⁰ – ανεξάρτητα από αυτή που λαμβάνουν ως ΑΕΔΟΕΕ.

Το α. 6 του Ν. 4209/2013, όπως έχει τροποποιηθεί και ισχύει, ρητά παραπέμπει στην εφαρμογή των α. 24 και 25 του Ν. 4514/2018, τα οποία ρυθμίζουν τις γενικότερες αρχές που πρέπει να χαρακτηρίζουν τη παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από τις ΑΕΔΟΕΕ, την υποχρέωση πληροφόρησης των πελατών και την αξιολόγηση της καταλληλότητας και της συμβατότητας της παρεχόμενης επενδυτικής υπηρεσίας. Ειδικότερα, οι ΑΕΔΟΕΕ, κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών της παρ. 4 του α. 6 του Ν. 4209/2013, οφείλουν να δρουν με εντιμότητα και επαγγελματισμό, καθώς και να προωθούν με το καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των πελατών τους³⁹¹. Η γενική αυτή αρχή δράσεως χαρακτηρίζει και τη κύρια δραστηριότητα τους, ήτοι τη διαχείριση του ΟΕΕ, όπως ήδη έχει αναλυτικώς εκτεθεί ανωτέρω.

Περαιτέρω, οι ΑΕΔΟΕΕ υποχρεούνται να παρέχουν επαρκείς, σαφείς και κατάλληλες πληροφορίες στους επενδυτές σχετικά με τις ίδιες και τις υπηρεσίες που παρέχουν³⁹², τα

³⁸⁶ Βλ. α. 21 παρ. 1 του Καν. 1129/2017.

³⁸⁷ Βλ. α. 12 παρ. 1 του Καν. 1129/2017.

³⁸⁸ Βλ. αναλυτικά ανωτέρω υπό 2.3.

³⁸⁹ Βλ. α. 6 παρ. 6 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, όπου ρητά αναφέρεται η εφαρμογή συγκεκριμένων διατάξεων κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών από ΑΕΔΟΕΕ.

³⁹⁰ Βλ. α. 6 παρ. 6 του Ν. 4209/2013, το οποίο παραπέμπει στην εφαρμογή των παρ. 5, 6, 7 του α. 5 του Ν. 4514/2018, οι οποίες αναφέρονται σε συγκεκριμένες προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν οι ΑΕΔΟΕΕ σε συνδυασμό με τις οργανωτικές απαιτήσεις του α. 16 του Ν. 4514/2018, με τις οποίες πρέπει να συμμορφώνονται, ώστε να λάβουν άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες.

³⁹¹ Βλ. α. 24 παρ. 1 του Ν. 4514/2018 σε συνδυασμό με α. 65 του Καν. 565/2017.

³⁹² Βλ. αναλυτικότερα για την πληροφόρηση σχετικά με την επιχείρηση επενδύσεων και τις υπηρεσίες της α. 47 του Καν. 565/2017.

χρηματοπιστωτικά μέσα και ειδικότερα τους κινδύνους που αυτά συνεπάγονται³⁹³, τις επενδυτικές στρατηγικές, τους τόπους εκτέλεσης, το κόστος και τις συναφείς επιβαρύνσεις^{394, 395}.

Επιπλέον, επειδή η ένταση και η έκταση της πληροφόρησης εξαρτάται από την κατηγορία του επενδυτή (επαγγελματίας-ιδιώτης κ.λπ.), υποχρεωτικά πληροφορείται ο επενδυτής για την κατηγορία στην οποία εντάσσεται³⁹⁶. Οι πληροφορίες αναφορικά με την ΑΕΔΟΕΕ και τις υπηρεσίες της γνωστοποιούνται πριν από τη σύναψη της σύμβασης με τον επενδυτή-πελάτη, ότε και εξειδικεύονται οι ειδικότεροι όροι αυτής³⁹⁷, ενώ οι υπόλοιπες πληροφορίες γνωστοποιούνται πριν από την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών³⁹⁸.

Επίσης, όταν οι ΑΕΔΟΕΕ παρέχουν επενδυτικές συμβουλές ή προβαίνουν σε διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων υποχρεούνται να ενημερώνονται σχετικά με την εμπειρία και τη γνώση του πελάτη ή του δυνητικού πελάτη στον συγκεκριμένο τομέα επενδύσεων, τη χρηματοοικονομική του κατάσταση και τους επενδυτικούς του στόχους, με σκοπό να προτείνουν τα χρηματοπιστωτικά μέσα και τις υπηρεσίες που είναι κατάλληλες για τους συγκεκριμένους πελάτες βάσει των ανωτέρω παραγόντων (έλεγχος καταλληλότητας). Ειδικότερα, πρέπει η προσφερόμενη ή άλλως η παρεχόμενη υπηρεσία να είναι τέτοια, ώστε ο πελάτης, ο οποίος διαθέτει την απαιτούμενη εμπειρία και γνώση που απαιτείται για να κατανοήσει τους κινδύνους αυτής, να μπορεί να φέρει το βάρος των κινδύνων αυτών, οι οποίοι συνάμα απαιτείται να έρχονται σε απόλυτη συνέπεια με τον επενδυτικό του στόχο. Εάν, η ΑΕΔΟΕΕ δεν λάβει τις πληροφορίες που απαιτούνται για να καταλήξει στη κρίση της περί καταλληλότητας, τότε δεν προχωρά στη σύσταση προϊόντων ή χρηματοπιστωτικών μέσων στον πελάτη της³⁹⁹.

Όταν οι ΑΕΔΟΕΕ παρέχουν άλλες επενδυτικές υπηρεσίες, εκτός των προαναφερόμενων, τότε οφείλουν να ενημερώνονται σχετικά με τη γνώση και την εμπειρία του πελάτη στο συγκεκριμένο προσφερόμενο προϊόν ή υπηρεσία, ώστε να είναι σε θέση να εκτιμήσουν ότι αυτά (το προϊόν ή η υπηρεσία) ενδείκνυνται για τον συγκεκριμένο πελάτη (έλεγχος συμβατότητας). Στην περίπτωση που η ΑΕΔΟΕΕ δεν λάβει από τον πελάτη της τις πληροφορίες που απαιτούνται, μπορεί να προχωρήσει στην παροχή της υπηρεσίας προς αυτόν, προειδοποιώντας τον όμως για την αδυναμία της να κρίνει τη συμβατότητα των παρεχόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών⁴⁰⁰.

³⁹³ Βλ. αναλυτικότερα για την πληροφόρηση σχετικά με τα χρηματοπιστωτικά μέσα α. 48 του Καν. 565/2017.

³⁹⁴ Βλ. αναλυτικότερα για την πληροφόρηση σχετικά με το κόστος α. 50 του Καν. 565/2017.

³⁹⁵ Βλ. α. 24 παρ. 4 του Ν. 4514/2018, όπου εξειδικεύονται όλες οι πληροφορίες που πρέπει να προσφέρονται πριν την παροχή των υπηρεσιών

³⁹⁶ Καθώς οι ιδιώτες επενδυτές χρήζουν μεγαλύτερης προστασίας και πρέπει να λαμβάνουν περισσότερες και λεπτομερέστερες πληροφορίες σε σχέση με τους επαγγελματίες. Βλ. και α. 45 του Καν. 565/2017

³⁹⁷ Βλ. α. 46 παρ. 1 του Καν. 565/2017.

³⁹⁸ Βλ. α. 46 παρ. 2 του Καν. 565/2017.

³⁹⁹ Βλ. α. 25 παρ. 2 του Ν. 4514/2018 σε συνδυασμό με το α. 54 του Καν. 565/2017.

⁴⁰⁰ Βλ. α. 25 παρ. 3 του Ν. 4514/2018 σε συνδυασμό με το α. 56 του Καν. 565/2017.

3.9. Πρόσθετες Υποχρεώσεις του ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ ως Διαχειριστή Περιουσιακών Στοιχείων

Ως διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων νοούνται εκείνοι οι οποίοι αναλαμβάνουν να παράσχουν υπηρεσίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου δεσμευόμενοι συμβατικώς έναντι των θεσμικών επενδυτών, είτε στο πλαίσιο μιας σύμβασης διαχείρισης μεμονωμένων χαρτοφυλακίων, (η οποία έχει το χαρακτήρα εντολής και τους επιτρέπει να δρουν με μεγαλύτερη ανεξαρτησία, ήτοι με διακριτική ευχέρεια) είτε στο πλαίσιο συγκέντρωσης περισσότερων κεφαλαίων, λειτουργώντας δηλαδή ως διαχειριστές οργανισμών συλλογικών επενδύσεων, όπως συμβαίνει στην περίπτωση του ΔΟΕΕ⁴⁰¹.

Έτσι, ο ΔΟΕΕ και στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου η ΑΕΔΟΕΕ θεωρούνται διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, σύμφωνα με τον ορισμό που δίδεται στο α. 26 του Ν. 4706/2020 και κατά συνέπεια υποχρεούνται να συμμορφωθούν με συγκεκριμένες υποχρεώσεις, ως αυτές αναλυτικώς ορίζονται στα άρθρα 32 και 34 του Ν. 4706/2020, με τον οποίον ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο η Οδηγία 2017/828/ΕΕ.

Ειδικότερα, οι ΔΟΕΕ (ΑΕΔΟΕΕ) είναι υποχρεωμένοι να καταρτίζουν και να δημοσιοποιούν μία πολιτική ενεργού συμμετοχής, στην οποία περιγράφουν τον τρόπο με τον οποίο ενσωματώνουν την ενεργό συμμετοχή των μετόχων στην επενδυτική τους στρατηγική, καθώς και τις διάφορες δραστηριότητες ενεργού συμμετοχής που υλοποιούν. Παράλληλα, υποχρεούνται σε ετήσια βάση να γνωστοποιούν τον τρόπο με τον οποίο εφήρμοσαν την πολιτική ενεργού συμμετοχής που έχουν υιοθετήσει, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο άσκησαν το δικαίωμα ψήφου στις εταιρείες στο μετοχικό κεφάλαιο των οποίων συμμετέχουν. Με σκοπό την αποφυγή δυσανάλογης ή υπέρμετρης επιβάρυνσης, δεν υφίσταται υποχρέωση δημοσιοποίησης κάθε δοθείσης ψήφου, καθώς ήσσονος σημασίας ψήφοι (λ.χ. για αμιγώς διαχειριστικά ζητήματα) ή ψήφοι που δεν αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο ποσοστό συμμετοχής στην εταιρεία, μπορούν να εξαιρεθούν από την υποχρέωση γνωστοποίησης. Σε κάθε περίπτωση, οι ΔΟΕΕ δύνανται να μην συμμορφωθούν με τις ως άνω υποχρεώσεις, εφόσον ειδικώς αιτιολογήσουν τούτο (αρχή comply or explain)⁴⁰².

Περαιτέρω, οι ΔΟΕΕ (ή άλλως οι ΑΕΔΟΕΕ) είναι υποχρεωμένοι να παρέχουν στο θεσμικό επενδυτή⁴⁰³ με τον οποίο έχουν συνάψει συμφωνία⁴⁰⁴, επαρκείς πληροφορίες, ώστε εκείνος να

⁴⁰¹ Βλ. και Τσενέ Χ., Ειδικά ζητήματα ενεργοποίησης των θεσμικών επενδυτών στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης, ΕΕμπΔ 2019, 267 επ.

⁴⁰² Βλ. α. 32 του Ν. 4706/2020

⁴⁰³ Για την έννοια του θεσμικού επενδυτή στο πλαίσιο του Ν. 4706/2020, βλ. α. 26 περ. γ' του ίδιου νόμου.

⁴⁰⁴ Η παροχή των πληροφοριών προβλέπεται στο επίπεδο της συμβατικής σχέσης θεσμικού επενδυτή- διαχειριστή και δεν προβλέπεται η παροχή πληροφοριών σε τρίτους ή στο ευρύ κοινό. Συνεπώς, η υποχρέωση ενημέρωσης του θεσμικού επενδυτή από τον διαχειριστή αποτελεί μία εκ του νόμου υποχρέωση, η οποία μπορεί να εξειδικευθεί

είναι σε θέση να αξιολογήσει εάν ο διαχειριστής δρα με το καλύτερο δυνατό τρόπο για τη μεσομακροπρόθεσμη απόδοση των κεφαλαίων του και εάν έχει θεσπίσει και εφαρμόζει μία πολιτική που καθιστά πράγματι εφικτή την ενεργό συμμετοχή του ως μετόχου⁴⁰⁵. Γι' αυτό το λόγο, η γνωστοποίηση συντελείται μέσω της υποβολής εκθέσεων αναφορικά –μεταξύ άλλων– με τους βασικούς κινδύνους με τους οποίους συνδέονται οι επενδύσεις, τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, τη συχνότητα εναλλαγής του υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου⁴⁰⁶ και τα έξοδα αυτής, καθώς και τη διαδικασία με την οποία πραγματοποιείται δανεισμός κινητών αξιών. Επίσης, γνωστοποιούνται πληροφορίες σχετικά με το εάν λαμβάνονται επενδυτικές αποφάσεις βάσει της μεσομακροπρόθεσμης απόδοσης της εταιρείας και παρέχεται ενημέρωση σχετικά με την ύπαρξη καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων αναφορικά με την ενεργό συμμετοχή, καθώς και τον τρόπο με τον οποίο ο διαχειριστής τις αντιμετώπισε⁴⁰⁷. Σε αντίθεση με την υποχρέωση πολιτικής ενεργού συμμετοχής, ο ΔΟΕΕ (ή η ΑΕΔΟΕΕ) δεν έχει τη δυνατότητα να αποκλίνει από την υποχρέωση ενημέρωσης του θεσμικού επενδυτή, ούτε επί τη βάση της αρχής *comply or explain*.

Συμπερασματικά, παρατηρείται ότι η παροχή πολλών εκ των προαναφερόμενων πληροφοριών (λ.χ. σχετικά με την επενδυτική στρατηγική, τους κινδύνους που αυτή συνεπάγεται, τη σύνθεση του υπό διαχείριση χαρτοφυλακίου, το κόστος των συναλλαγών), καθώς και η θέσπιση πολιτικής σύγκρουσης συμφερόντων, αποτελούν υποχρεώσεις επιβαλλόμενες στους ΔΟΕΕ (ή και στις ΑΕΔΟΕΕ) και βάσει της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013. Υπό το πρίσμα αυτό, είναι φανερό ότι οι ΔΟΕΕ δεν είναι υποχρεωμένοι να καταρτίζουν και να εφαρμόζουν πολλές διαφορετικές πολιτικές ή να προβαίνουν σε πολλές διαφορετικές γνωστοποιήσεις, αλλά αρκεί μία πολιτική, με την οποία απαιτείται να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις του Ν. 4706/2020 και του Ν. 4209/2013⁴⁰⁸ και αντιστοίχως μία γνωστοποίηση, η οποία πραγματοποιείται μαζί (κατά το ίδιο χρονικό διάστημα) με την ετήσια έκθεση⁴⁰⁹, που οφείλουν να δημοσιοποιούν κατά το άρθρο 22 του Ν. 4209/2013. Την άποψη αυτή, ενισχύει και η διάταξη της παραγράφου 2 του άρθρου 34 του Ν. 4706/2020, η οποία ορίζει ότι εάν οι πληροφορίες που πρέπει να

περαιτέρω στην σύμβαση που θα συναφθεί μεταξύ των. Βλ. και Μούζουλας Σ, Διακυβέρνηση Ανωνύμων Εταιριών και Σύγχρονη Αγορά Κεφαλαίου-Κατ' άρθρο ερμηνεία του Ν. 4706/2020- Εταιρική διακυβέρνηση Άρθρα 1-36- Άρθρο 44 ν. 4449/17 (επιτροπή ελέγχου), Εκδόσεις Σάκκουλα, τομ.1, 2021, 829.

⁴⁰⁵ Βλ. και Προοίμιο της Οδηγίας 2017/828/ΕΕ αρ. 20.

⁴⁰⁶ Ο βαθμός της συχνότητας εναλλαγής του χαρτοφυλακίου αποτελεί έναν βασικό παράγοντα, ώστε ο επενδυτής να διαπιστώσει εάν οι πολιτικές που ακολουθεί ο διαχειριστής είναι σύμφωνες με τη δική του επενδυτική στρατηγική, καθώς μία αυξημένη εναλλαγή αποτελεί ένδειξη ευκαιριακής συμπεριφοράς και δύσκολα εξασφαλίζει την επιδιωκόμενη από τον επενδυτή μακροπρόθεσμη απόδοση κεφαλαίου, λαμβανομένου υπόψιν και του γεγονότος ότι ο επενδυτής επιβαρύνεται με το κόστος αυτής. Βλ. Μούζουλας Σ., ο.π., 833.

⁴⁰⁷ Βλ. αναλυτικά για τις παρεχόμενες πληροφορίες α. 34 παρ. 1 του Ν. 4706/2020.

⁴⁰⁸ Βλ. και Μούζουλας Σ., ο.π., 823.

⁴⁰⁹ Βλ. α. 34 παρ. 2 του Ν. 4706/2020.

γνωστοποιηθούν βάσει του α. 34 του Ν. 4706/2020 έχουν δημοσιοποιηθεί με την ετήσια έκθεση του α. 22 του Ν. 4209/2013, δεν απαιτείται να παρασχεθούν άμεσα στον θεσμικό επενδυτή.

3.10. Υποχρέωση πιστοποίησης καταλληλότητας (α. 93 Ν. 4514/2018)

Οι ΑΕΔΟΕΕ στην περίπτωση που διαχειρίζονται ΟΕΕ, το ενεργητικό των οποίων επενδύεται σε κινητές αξίες ή σε παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα, καθώς και στην περίπτωση που παρέχουν δευτερευόντως και επενδυτικές υπηρεσίες, σύμφωνα με τα οριζόμενα στην παράγραφο 4 του άρθρου 6 του Ν. 4209/2013, υποχρεούνται να απασχολούν κατά την παροχή συγκεκριμένων υπηρεσιών, όπως αυτές ορίζονται στην παρ. 1 του άρθρου 93 του Ν. 4514/2018, προσωπικό το οποίο διαθέτει πιστοποιητικό καταλληλότητας. Η ίδια υποχρέωση βαρύνει τις ΑΕΔΟΕΕ και για τα συνεργαζόμενα με εκείνες φυσικά πρόσωπα κατά την παροχή των προαναφερόμενων υπηρεσιών.

Το πιστοποιητικό καταλληλότητας χορηγείται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που ορίζονται στην απόφαση 18/809/21.2.2018 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, όπως αυτή έχει τροποποιηθεί και ισχύει. Ειδικότερα, απαιτείται το πρόσωπο να έχει πετύχει στις εξετάσεις πιστοποίησης⁴¹⁰ και παράλληλα να πληροί τις προϋποθέσεις καταλληλότητας, ήτοι αξιοπιστίας, ακεραιότητας και ήθους, όπως αυτές ορίζονται στα άρθρα 5 έως 7 της ως άνω απόφασης και συνάμα να συγκεντρώνει τα απαραίτητα τυπικά προσόντα, όπως αυτά ορίζονται στα άρθρα 8-10 της ως άνω απόφασης.

Οι ΑΕΔΟΕΕ υποχρεούνται να συνεργάζονται με την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, παρέχοντας σ' αυτή τα απαραίτητα δικαιολογητικά για τα απασχολούμενα ή συνεργαζόμενα μ' αυτές πρόσωπα, όπως αυτά ορίζονται στα άρθρα 7 και 10 της ως άνω απόφασης.

⁴¹⁰ Βλ. α. 11- 16 της απόφασης 18/809/21.2.2018 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΦΕΚ Β'859/12.3.2018).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ

Ευθύνη του ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ

4.1. Εισαγωγή στην ευθύνη του ΔΟΕΕ/ της ΑΕΔΟΕΕ

Η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013 δεν κάνουν λόγο για την ευθύνη του ΔΟΕΕ και στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου της ΑΕΔΟΕΕ, ούτε εξειδικεύουν περαιτέρω τη φύση και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά αυτής, παρά αρκούνται σε μία άκρως αναλυτική περιγραφή των υποχρεώσεων, με τις οποίες οφείλουν να συμμορφώνονται.

Κατά τη γενική αρχή του δικαίου, η υποχρέωση αποτελεί την απαραίτητη προϋπόθεση για τη στοιχειοθέτηση της ευθύνης. Η υποχρέωση μπορεί να λαμβάνει οποιαδήποτε μορφή, συμπεριλαμβανομένων δηλαδή και των ανωτέρω –υπό τρίτο κεφάλαιο– υποχρεώσεων, ενώ απαιτείται να είναι και εξαναγκαστή, άλλως δεν υφίσταται υποχρέωση για τον νομικό κόσμο, παρά μόνο μία ηθικού ή εθιμικού τύπου επιταγή. Η ευθύνη υφίσταται, ήδη εκ των προτέρων με τη γέννηση της υποχρέωσης (in abstracto), αλλά συγκεκριμενοποιείται κατά το χρονικό σημείο που ο υπόχρεος δεν συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις του. Έτσι, η μη συμμόρφωση με μία υποχρέωση συνεπάγεται ευθύνη, η οποία ανάλογα με τις κυρώσεις που αυτή επιφέρει, διακρίνεται περαιτέρω σε αστική, ποινική και διοικητική ευθύνη⁴¹¹.

Κατά λογική ακολουθία των ανωτέρω, οι υποχρεώσεις με τις οποίες καλούνται να συμμορφωθούν οι ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ έχουν ως αποτέλεσμα την ευθύνη τους, η οποία αναφάνεται από τη στιγμή που δεν συμμορφώνονται μ' αυτές. Προκειμένου να διακριβώσουμε το είδος της ευθύνης και τα πρόσωπα έναντι των οποίων δύναται να ευθύνεται ο ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ, εάν παραβιάσει τις προαναφερόμενες υποχρεώσεις, κρίσιμο είναι να διαπιστωθεί το είδος των κανόνων που οι υποχρεώσεις αυτές συνιστούν, ήτοι εάν πρόκειται μόνο για κανόνες δημοσίου δικαίου ή και για κανόνες ιδιωτικού δικαίου.

Έτσι, εάν οι υποχρεώσεις αυτές αποτελούν μόνο οργανωτικές απαιτήσεις με τις οποίες οφείλουν να συμμορφώνονται οι ΑΕΔΟΕΕ, προκειμένου να λάβουν άδεια από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και να λειτουργούν σύμφωνα με τον νόμο, τότε πρόκειται για διατάξεις δημοσίου δικαίου, η παράβαση των οποίων συνεπάγεται μόνο την επιβολή διοικητικών κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, με αποτέλεσμα η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ να είναι αμιγώς διοικητική. Πράγματι, κατά τη διάταξη του α. 45 του Ν. 4209/2013, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δύναται να επιβάλει σε οποιονδήποτε παραβιάζει τις διατάξεις του νόμου αυτού, ήτοι κατά κύριο λόγο τις προαναφερόμενες υποχρεώσεις, επίπληξη ή πρόστιμο.

⁴¹¹ Βλ. Σταθόπουλος Μιχ., Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2004 (Ανατύπωση 2014), 40 επ.

Όμως, η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ δεν περιορίζεται μόνο έναντι της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, αλλά υφίσταται και έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών του, όπως ευκόλως συνάγεται από την παρ. 3 του άρθρου 20 Ν. 4209/2013. Η διάταξη αυτή –παρόλο που αφορά την ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ σε περίπτωση ανάθεσης των λειτουργιών της σε τρίτο πρόσωπο– αποτελεί μία σπουδαία αναφορά στον νόμο στην έννοια της ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ και συνάμα τη βασικότερη ένδειξη ότι η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ είναι και αστική.

Παράλληλα, η πρακτική σημασία της ευθύνης προκύπτει όταν η ΑΕΔΟΕΕ παραλείπει να συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις της ή συμμορφώνεται πλημμελώς μ' αυτές, χωρίς δηλαδή να τηρεί όλες τις απαιτήσεις, όπως ορίζονται στην ΑΙΦΜΔ και αντιστοίχως στον Ν. 4209/2013 και όπως περαιτέρω εξειδικεύονται με τους κατ' εξουσιοδότηση και εκτελεστικούς Κανονισμούς της Επιτροπής⁴¹². Κατά συνέπεια, ζήτημα δημιουργείται, ελλείψει νομοθετικής ρύθμισης, στον τρόπο με τον οποίο εκδηλώνεται η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ, δηλαδή τι μορφή αυτή θα λάβει. Ακολουθώντας, γεννάται το ερώτημα εάν είναι δυνατόν να εξαναγκαστεί η ΑΕΔΟΕΕ σε συμμόρφωση με τις υποχρεώσεις της (αρχικές και ήδη ανειλημμένες) και από ποιον συγκεκριμένα (από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, από τον ΟΕΕ ή από τους επενδυτές του) και δευτερευόντως εάν η αρχική υποχρέωση προς συμμόρφωση με τις απαιτήσεις του νόμου μπορεί να μετατραπεί σε μία δευτερογενή υποχρέωση προς αποζημίωση (και έναντι ποίων προσώπων) στη περίπτωση που η ΑΕΔΟΕΕ δεν δύναται, πλέον, να συμμορφωθεί με τις αρχικές της υποχρεώσεις.

Συμπληρωματικώς των ως άνω, αξίζει να αναφερθεί πως η ανάγκη θεμελίωσης ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ έναντι του ΟΕΕ ή των επενδυτών/μεριδιούχων του είναι μείζονος σημασίας, καθώς η ΑΕΔΟΕΕ διαχειρίζεται «ξένη περιουσία», γεγονός που μπορεί να οδηγήσει σε κακή ή ριψοκίνδυνη διαχείριση με δυσμενείς συνέπειες για τον ΟΕΕ και τους επενδυτές-μεριδιούχους του. Παρόλο που ο Ν. 4209/2013 προβλέπει τη συμμόρφωση των ΑΕΔΟΕΕ με αυστηρές υποχρεώσεις αναφορικά με τομείς των δραστηριοτήτων τους, που συνεπάγονται τον μεγαλύτερο κίνδυνο για τα συμφέροντα των επενδυτών, όπως λ.χ. η διαχείριση κινδύνων, η σύγκρουση συμφερόντων και οι αποδοχές, εντούτοις ο κίνδυνος για τα συμφέροντα τους παραμένει ορατός. Κατά συνέπεια, η θεμελίωση αστικής (αποζημιωτικής) ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ έναντι των επενδυτών/μεριδιούχων του ΟΕΕ μπορεί να επιτελέσει διπλό ρόλο, αφενός αποκαταστατικό της ενδεχόμενης ζημίας των επενδυτών εξαιτίας της κακής διαχείρισης από την ΑΕΔΟΕΕ του ΟΕΕ και κατ' επέκταση των μεριδίων τους, αφετέρου προληπτικό και εξασφαλιστικό της νομότυπης δράσεως της ΑΕΔΟΕΕ υπό το φόβο της μη εγέρσεως αγωγικών αξιώσεων αποζημίωσης εναντίον της.

⁴¹² Βλ. ανωτέρω υπό 1.1. για το γενικότερο πλαίσιο της ΑΙΦΜΔ.

Στην ΑΙΦΜΔ και αντιστοίχως στον Ν. 4209/2013, η έννοια της ευθύνης, εκτός από το α. 20 παρ. 3, επαναλαμβάνεται και στο άρθρο 5 παρ. 1, στο άρθρο 9 (επαγγελματική- αστική ευθύνη), καθώς και στο άρθρο 19 παρ. 10 (ευθύνη ως προς την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων), χωρίς όμως να εξειδικεύεται η φύση της και τα χαρακτηριστικά της. Ειδικότερα:

4.2. Η ευθύνη του α. 5 παρ. 1 του Ν. 4209/2013-ΑΙΦΜΔ

Στην διάταξη αυτή, με την οποία προσδιορίζεται η έννοια των ΔΟΕΕ/ ΑΕΔΟΕΕ, αναφέρεται πως ο ΔΟΕΕ έχει την ευθύνη της νόμιμης λειτουργίας του υπό διαχείριση ΟΕΕ. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρεται πως ο ΔΟΕΕ φέρει την ευθύνη για τη συμμόρφωση του υπό διαχείριση ΟΕΕ με την Οδηγία και αντιστοίχως με τον Ν. 4209/2013⁴¹³, καθώς και για όλες τις λειτουργίες του, όπως αυτές αναλυτικώς έχουν εκτεθεί στο δεύτερο κεφάλαιο της παρούσης.

Σε περίπτωση που ο ΔΟΕΕ δεν είναι σε θέση να εξασφαλίσει ότι ο υπό διαχείριση ΟΕΕ συμμορφώνεται με τις απαιτήσεις της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013, τότε οφείλει να ενημερώσει την αρμόδια εποπτική του αρχή (δηλαδή στο πλαίσιο της ΑΕΔΟΕΕ την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς) για την αδυναμία αυτή. Η αδυναμία αυτή συνίσταται, κατ' ουσίαν στη μη συμμόρφωση του ΔΟΕΕ με τις υποχρεώσεις αναφορικά με τη διαχείριση χαρτοφυλακίου και τη διαχείριση κινδύνων και τις συνεπαγόμενες εξ' αυτών των λειτουργιών περαιτέρω υποχρεώσεις. Μετά την ενημέρωση, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καλεί τον ΔΟΕΕ να συμμορφωθεί με τις υποχρεώσεις του, λαμβάνοντας τα κατάλληλα διορθωτικά μέτρα. Εάν δεν καταστεί δυνατή η συμμόρφωση, τότε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απαιτεί την παραίτηση του ΔΟΕΕ από τη διαχείριση του συγκεκριμένου ΟΕΕ⁴¹⁴.

Εκ των ανωτέρω, καθίσταται σαφές ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς διαδραματίζει τον βασικότερο ρόλο στην εποπτεία της εφαρμογής των διατάξεων του Ν. 4209/2013, τόσο σε προληπτικό επίπεδο⁴¹⁵, καθώς είναι αρμόδια για την χορήγηση της άδειας λειτουργίας της ΑΕΔΟΕΕ ύστερα από έλεγχο της συνδρομής των προβλεπόμενων από το άρθρο 8 του Ν. 4209/2013 προϋποθέσεων, όσο και σε κατασταλτικό επίπεδο. Έτσι, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εποπτεύοντας διαρκώς τη λειτουργία των ΑΕΔΟΕΕ και παρακολουθώντας τη συμμόρφωση με τις υποχρεώσεις τους, είναι σε θέση να επιβάλλει τις διοικητικές κυρώσεις του α. 45 του Ν. 4209/2013 ή σε περίπτωση σοβαρών και συστηματικών παραβάσεων των υποχρεώσεων συμμόρφωσης να

⁴¹³ Βλ. και Duncan A, Curtin E. and Crosignani M., *Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers*, ο.π.,340, όπου επισημαίνεται ότι όπως προκύπτει από την παρ. 2 του άρθρου 5, η υποχρέωση του ΔΟΕΕ προς συμμόρφωση (compliance duty) δεν καλύπτει μόνο τον ίδιο και τον ΟΕΕ, αλλά και τον θεματοφύλακα και τον prime broker.

⁴¹⁴ Βλ. και παρ. 2 και 3 του α. 5 του Ν. 4209/2013.

⁴¹⁵ Βλ. και α. 43 παρ. 1 του Ν. 4209/2013.

ανακαλέσει την άδεια λειτουργίας της συγκεκριμένης ΑΕΔΟΕΕ κατά τα ειδικώς οριζόμενα στο άρθρο 11 του Ν. 4209/2013.

Με δεδομένο ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά την επιβολή των κυρώσεων του α. 45 του Ν. 4209/2013 λαμβάνει υπόψιν – μεταξύ άλλων– την επίπτωση της παράβασης στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς, τον κίνδυνο πρόκλησης βλάβης στα συμφέροντα των επενδυτών, καθώς και το ύψος της ζημίας που προκλήθηκε σε επενδυτές και την τυχόν ανόρθωση αυτής, προκύπτει ευλόγως το ερώτημα αναφορικά με το που στοχεύει από άποψη κανονιστικού δικαίου η εποπτική αυτή λειτουργία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, ανακύπτει το ζήτημα εάν η εποπτική αρμοδιότητα της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς αποβλέπει μόνο στην εύρυθμη λειτουργία της αγοράς ή συνάμα δύναται να λειτουργεί και προστατευτικά για την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών του ΟΕΕ. Δεδομένου ότι η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά την επιμέτρηση των κυρώσεων λαμβάνει υπόψιν τα ανωτέρω, θα μπορούσε να συναχθεί το συμπέρασμα ότι η εποπτική αρμοδιότητα της εξυπηρετεί και τους δύο αυτούς στόχους, καθώς αμφότεροι θεωρούνται εκφάνσεις του δημοσίου συμφέροντος και συνεπώς άξιοι προστασίας⁴¹⁶.

Υιοθετείται, όμως, και η άποψη ότι οι εκάστοτε επιβαλλόμενες διοικητικές κυρώσεις και εν γένει τα εποπτικά μέτρα⁴¹⁷ δεν χρειάζεται να εξυπηρετούν κάθε φορά και τους δύο προαναφερόμενους στόχους, αλλά αρκεί να εξυπηρετείται τουλάχιστον ένας εξ' αυτών, δεδομένου ότι είναι αλληλένδετοι μεταξύ τους⁴¹⁸.

4.3. Η επαγγελματική ευθύνη που προκύπτει από τις δραστηριότητες του ΔΟΕΕ/ της ΑΕΔΟΕΕ

Η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013 αναφέρονται στο άρθρο 9 στους κινδύνους επαγγελματικής ή άλλως αστικής ευθύνης, οι οποίοι πρέπει να καλύπτονται από τους ΔΟΕΕ/ τις ΑΕΔΟΕΕ. Ως κίνδυνοι επαγγελματικής ευθύνης νοούνται οι «κίνδυνοι απώλειας ή ζημίας προκαλούμενης από αρμόδιο πρόσωπο εξαιτίας αμελούς εκτέλεσης δραστηριοτήτων για τις οποίες ο ΔΟΕΕ φέρει τη νομική ευθύνη»⁴¹⁹. Οι δραστηριότητες για τις οποίες είναι υπεύθυνος ένας ΔΟΕΕ (ή στο πλαίσιο του ελληνικού δικαίου μία ΑΕΔΟΕΕ) αφορούν, κυρίως, τη διαχείριση των επενδύσεων του ΟΕΕ, ήτοι τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου και τη διαχείριση κινδύνων, καθώς και τις δευτερεύουσες παρεχόμενες υπηρεσίες, ήτοι τη διοίκηση, το marketing και άλλες υπηρεσίες σχετικές με τα περιουσιακά στοιχεία του υπό διαχείριση ΟΕΕ⁴²⁰.

⁴¹⁶ Βλ. Λιάπης Δ., Αποζημίωση των Επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2012, 138.

⁴¹⁷ Βλ. αναλυτικά για τις εξουσίες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς α. 44 Ν. 4209/2013.

⁴¹⁸ Βλ. Λιάπης Δ., ο.π., 139 με τις εκεί παραπομπές.

⁴¹⁹ Βλ. α. 12 παρ. 1 του Καν. 231/2013.

⁴²⁰ Βλ. σχόλιο σε ESMA, Consultation Paper, Guidelines on key concepts of the AIFMD, ο.π., 26, καθώς και αναλυτικά ανωτέρω υπό 2.1. και υπό 2.2. για τις συγκεκριμένες δραστηριότητες του ΔΟΕΕ/ της ΑΕΔΟΕΕ.

Κίνδυνοι επαγγελματικής ευθύνης αποτελούν ενδεικτικά⁴²¹ η απώλεια των εγγράφων που αποδεικνύουν το ιδιοκτησιακό καθεστώς του υπό διαχείριση ΟΕΕ, οι ανακριβείς ή παραπλανητικές δηλώσεις της ΑΕΔΟΕΕ έναντι του υπό διαχείριση ΟΕΕ ή των επενδυτών του, οι οποίες μπορεί να αποτελούν περιεχόμενο της ετήσιας έκθεσης του α. 22 του Ν. 4209/2013, καθώς και οποιαδήποτε άλλη πράξη ή παράλειψη με την οποία η ΑΕΔΟΕΕ παραβιάζει τις υποχρεώσεις της, είτε αυτές είναι ρυθμιστικές/νομικές είτε θεωρούνται απλώς υποχρεώσεις εμπιστευτικότητας, οι οποίες πηγάζουν από την ιδιαίτερη σχέση που την συνδέει με τον υπό διαχείριση ΟΕΕ.

Επίσης, κίνδυνο επαγγελματικής ευθύνης συνιστά και η περίπτωση που η ΑΕΔΟΕΕ παραλείπει να ενεργήσει με γνώμονα τους κανόνες της καλής επιχειρηματικής συμπεριφοράς, ήτοι βάσει της υποχρέωσης πίστης και επιμέλειας, καθώς και όταν η ΑΕΔΟΕΕ κατά την εκτέλεση των δραστηριοτήτων της λειτουργεί κατά παράβαση των πρόσθετων υποχρεώσεων και όρων, όπως αυτοί έχουν προσδιορισθεί στην πράξη διορισμού της (ή άλλως στην σύμβαση ανάθεσης) ή εν γένει όταν δρα κατά παράβαση των διατάξεων του κανονισμού ή των καταστατικών εγγράφων του υπό διαχείριση ΟΕΕ.

Παράλληλα, περιστατικά ικανά να προκαλέσουν την επαγγελματική (αστική) ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ αποτελούν η παράλειψη της να καθιερώσει και να εφαρμόσει πολιτικές και πρακτικές προς αποφυγή και αντιμετώπιση δολίων ή ανέντιμων ενεργειών (λ.χ. δεν υιοθετεί πολιτική αποφυγής σύγκρουσης συμφερόντων ή δεν αποτρέπει μέσω επαρκών συστημάτων εσωτερικού ελέγχου μία δόλια συμπεριφορά στο εσωτερικό της), η μη διενέργεια της αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων του υπό διαχείριση ΟΕΕ σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στο άρθρο 19 του Ν. 4209/2013, με συνέπεια την αστοχία αποτίμησης, καθώς και περιστατικά δυσλειτουργίας, προσωρινής διακοπής ή ελαττωματικότητας στα λειτουργικά συστήματα, στις εγκαταστάσεις και γενικότερα στον τρόπο οργάνωσης και λειτουργίας της ΑΕΔΟΕΕ (λ.χ. απεργίες του προσωπικού που απασχολείται στην ΑΕΔΟΕΕ, πυρκαγιά στα γραφεία της έδρας της, καταστροφή των τηρουμένων ηλεκτρονικών αρχείων κ.α.), τα οποία είναι ικανά να επιφέρουν οποιοδήποτε είδους απώλεια ή άλλως ζημία για τον υπό διαχείριση ΟΕΕ και τους επενδυτές του.

Η περιπτώσιολογία πράξεων ή παραλείψεων που αποτελούν κινδύνους απώλειας ή ζημίας ενεργοποιώντας την αστική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ είναι ανεξάντλητη, καθώς αφορά όλες τις δραστηριότητες είτε αυτές διενεργούνται απευθείας από πρόσωπα για τα οποία είναι υπεύθυνη η ΑΕΔΟΕΕ (δηλ. τους διευθυντές, τα στελέχη και εν γένει το απασχολούμενο σ' αυτήν προσωπικό) είτε από τρίτα πρόσωπα (εκτός της ΑΕΔΟΕΕ) κατόπιν ανάθεσης σ' αυτά κάποιων λειτουργιών

⁴²¹ Βλ. α. 12 παρ. 2 του Καν. 231/2013.

της^{422, 423}. Μάλιστα η ΑΕΔΟΕΕ ευθύνεται έναντι των επενδυτών, ακόμη και εάν αυτοί λαμβάνουν μέρος στη λήψη στρατηγικών αποφάσεων που αφορούν τη διαχείριση του ΟΕΕ, συμμετέχουν στα θέματα καθημερινής διαχείρισης αυτού ή ανατίθενται σ' εκείνους κάποιες από τις λειτουργίες που αφορούν τη διαχείριση του ΟΕΕ κατά τα ειδικώς οριζόμενα στο α. 20 του Ν. 4209/2013. Δικαιολογητικός λόγος για τον οποίο η ευθύνη του ΔΟΕΕ/της ΑΕΔΟΕΕ δεν εξαλείφεται ούτε σ' αυτή την περίπτωση είναι ότι ο ΔΟΕΕ/η ΑΕΔΟΕΕ είναι ο μόνος που επιφορτίζεται με την τελική ευθύνη για τη διαχείριση του ΟΕΕ⁴²⁴. Κατά τα λοιπά, καθίσταται σαφές ότι οι κίνδυνοι επαγγελματικής ευθύνης είναι απεριόριστοι.

Οι κίνδυνοι επαγγελματικής ευθύνης πρέπει όμως, να καλύπτονται από την ΑΕΔΟΕΕ, είτε μέσω πρόσθετων ιδίων κεφαλαίων κατά τα αναλυτικώς οριζόμενα στο α. 14 του Καν. 231/2013 είτε μέσω ασφάλισης της αστικής ευθύνης που προκύπτει από κινδύνους επαγγελματικής αμέλειας κατά τα αναλυτικώς οριζόμενα στο α. 15 του ίδιου Κανονισμού.

Επισημαίνεται, ότι οι ΔΟΕΕ/ΑΕΔΟΕΕ καλύπτουν με έναν από τους δύο προαναφερόμενους τρόπους τους κινδύνους αστικής ευθύνης που είναι αποτέλεσμα αμέλειας και όχι δόλιας συμπεριφοράς. Επίσης, δεν καλύπτονται απώλειες ή ζημιές, οι οποίες προέρχονται από περιστατικά ανωτέρας βίας ή τυχηρών, όπως λ.χ. η απώλεια της αξίας μίας επένδυσης λόγω αρνητικών συνθηκών στην αγορά⁴²⁵.

Εκτός από την κάλυψη των κινδύνων επαγγελματικής ευθύνης, οι ΔΟΕΕ/ ΑΕΔΟΕΕ είναι υποχρεωμένοι –στο πλαίσιο της λειτουργίας της διαχείρισης κινδύνων και της εφαρμοζόμενης πολιτικής διαχείρισης αυτών– να καθιερώνουν πολιτικές και διαδικασίες διαχείρισης των λειτουργικών κινδύνων στους οποίους περιλαμβάνονται και οι κίνδυνοι επαγγελματικής ευθύνης. Παράλληλα, για τον εντοπισμό και την ευκολότερη διαχείριση τέτοιων κινδύνων, είναι σημαντικό να τηρείται ένα αρχείο καταγραφής όλων των ζημιών και απωλειών που συμβαίνουν, καθώς και όλων των κινδύνων επαγγελματικής ευθύνης που έχουν λάβει χώρα⁴²⁶.

4.4. Ευθύνη του άρθρου 19 παρ. 10 του Ν.4209/2013- AIFMD

Οι ΑΕΔΟΕΕ, σύμφωνα με την παράγραφο 10 του άρθρου 19 του Ν. 4209/2013 ευθύνονται για την ορθή αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ, για τον υπολογισμό της καθαρής

⁴²² Η ΑΕΔΟΕΕ εξακολουθεί να ευθύνεται έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών του παρά την ανάθεση λειτουργιών του υπό διαχείριση ΟΕΕ σε τρίτα πρόσωπα, σύμφωνα με τα ειδικώς οριζόμενα στην παρ. 3 του α. 20 του Ν. 4209/2013, βλ. αναλυτικώς και κατωτέρω υπό 4.8.3.

⁴²³ Βλ. και Προοίμιο του Καν. 231/2013 αρ. 32.

⁴²⁴ Βλ. και Μούζουλας Σ., Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, ο.π., 36

⁴²⁵ Βλ. και Προοίμιο του Καν. 231/2013 αρ. 33.

⁴²⁶ Για τις ποιοτικές απαιτήσεις για την αντιμετώπιση των κινδύνων επαγγελματικής ευθύνης βλ. αναλυτικά α. 13 του Καν. 231/2013.

αξίας του ενεργητικού του ΟΕΕ, καθώς και για τη γνωστοποίηση της καθαρής αξίας του ενεργητικού στους επενδυτές.

Προλογικά αναφέρεται πως ο κίνδυνος μη αντικειμενικής ή εν γένει μη ενδεδειγμένης αποτίμησης είναι μεγάλος, δεδομένου ότι το χαρτοφυλάκιο των ΟΕΕ περιλαμβάνει διαφορών ειδών περιουσιακά στοιχεία, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται –πολλές φορές– περίπλοκα και μη ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία⁴²⁷.

Έτσι, η ΑΕΔΟΕΕ μπορεί να διενεργεί η ίδια την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του υπό διαχείριση ΟΕΕ ή να διορίζει εξωτερικό εκτιμητή. Προκειμένου να διενεργείται η αποτίμηση, με αντικειμενικό και αμερόληπτο τρόπο⁴²⁸, πρέπει να διασφαλίζεται η ανεξαρτησία αυτής. Έτσι, στην περίπτωση που την αποτίμηση διενεργεί η ίδια η ΑΕΔΟΕΕ, πρέπει να διαθέτει στο εσωτερικό της μία υπηρεσία λειτουργικά ανεξάρτητη από αυτή της διαχείρισης χαρτοφυλακίου και να έχει θεσπίσει ειδικούς κανόνες στην πολιτική αποδοχών, ώστε να αποφεύγονται περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων και επηρεασμού του προσωπικού που απασχολείται σ' αυτή την υπηρεσία. Στην περίπτωση δε που διορίζεται εξωτερικός εκτιμητής, τούτος απαιτείται να είναι ανεξάρτητος από τον υπό διαχείριση ΟΕΕ, την ΑΕΔΟΕΕ και οποιοδήποτε πρόσωπο τυχόν διατηρεί στενούς δεσμούς μ' αυτούς⁴²⁹.

Δεδομένου ότι η ΑΕΔΟΕΕ φέρει την ως άνω ευθύνη, είναι υποχρεωμένη να θεσπίζει και να εφαρμόζει έγγραφες πολιτικές και διαδικασίες για την ορθή, αμερόληπτη και τεκμηριωμένη αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ, τόσο στην περίπτωση που αυτή επιτελείται από την ίδια όσο και στην περίπτωση που αυτή διενεργείται από εξωτερικό εκτιμητή. Επισημαίνεται δε ότι οι πολιτικές ρυθμίζουν τις υποχρεώσεις και τις αρμοδιότητες και των εξωτερικών εκτιμητών⁴³⁰. Οι πολιτικές και οι διαδικασίες απαιτείται να είναι κατάλληλες και σταθερές⁴³¹, ενώ συνάμα πρέπει να είναι σύμφωνες με τις απαιτήσεις του Ν. 4209/2013, διαφόρων εθνικών νομοθετημάτων, του κανονισμού και των καταστατικών εγγράφων του ΟΕΕ⁴³².

Παράλληλα, οι πολιτικές και οι διαδικασίες παρέχουν πληροφορίες για τις μεθοδολογίες αποτίμησης, οι οποίες απαιτείται να είναι αρκούντως εξειδικευμένες⁴³³, ενώ ρυθμίζουν τις αρμοδιότητες και τις υποχρεώσεις και των εξωτερικών εκτιμητών. Η ίδια η ΑΕΔΟΕΕ υποχρεούται να εφαρμόζει με συνέπεια την θεσπιζόμενη πολιτική αποτίμησης, να προβαίνει στην επανεξέταση

⁴²⁷ Βλ. και Προοίμιο του Καν. 231/2013 αρ. 79

⁴²⁸ Βλ. και α. 19 παρ. 8 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

⁴²⁹ Βλ. α. 19 παρ. 4 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

⁴³⁰ Βλ. Προοίμιο Καν. 231/2013 αρ. 76.

⁴³¹ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in D. Zetsche (ed.) The Alternative Investment Fund Managers Directive, ο.π., 221.

⁴³² Βλ. α. 19 παρ. 1 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

⁴³³ Βλ. α. 67 του Καν. 231/2013.

της σε τακτική βάση ή και στην επικαιροποίηση της, όποτε τούτο απαιτείται βάσει των συνθηκών της αγοράς⁴³⁴.

Εκτός από την ευθύνη της αποτίμησης, η ΑΕΔΟΕΕ φέρει και την ευθύνη του υπολογισμού της καθαρής αξίας του ενεργητικού (net asset value) του ΟΕΕ, ο οποίος γίνεται βάσει λογιστικών κανόνων που θεσπίζει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς⁴³⁵. Συγκεκριμένα για τον ΟΕΕ με την μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου (α. 36 επ. Ν. 4706/2020), η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού του γίνεται βάσει της παραγράφου 9 του άρθρου 1 του Ν. 4308/2014 και του άρθρου 19 του 4209/2013⁴³⁶. Τον υπολογισμό μπορεί να διενεργεί είτε η ίδια η ΑΕΔΟΕΕ –στο πλαίσιο της παροχής της λειτουργίας της διοίκησης του ΟΕΕ⁴³⁷– είτε τρίτο πρόσωπο, ο οποίος όμως δεν καλείται εξωτερικός εκτιμητής, εκτός εάν αναλάβει και την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων⁴³⁸. Ο υπολογισμός λαμβάνει χώρα τουλάχιστον μία φορά ετησίως και διαφοροποιείται ανάλογα εάν ο υπό διαχείριση ΟΕΕ είναι ανοιχτού ή κλειστού τύπου⁴³⁹.

Επίσης, η ΑΕΔΟΕΕ υποχρεούται να γνωστοποιεί στους μεριδιούχους του ΟΕΕ την καθαρή αξία του ενεργητικού του, φέροντας και τη σχετική ευθύνη προς τούτο. Η διαδικασία πληροφόρησης εξειδικεύεται στον κανονισμό ή στα καταστατικά έγγραφα του υπό διαχείριση ΟΕΕ⁴⁴⁰.

Συνάγεται, συνεπώς, ότι ο όρος «ευθύνη» στο α. 5 παρ. 1, στο α. 9 παρ. 9 και στο α. 19 παρ. 10 δεν δύναται να παράσχει βοήθεια για την εξειδίκευση της έννοιας της ευθύνης και ειδικότερα της μορφής που αυτή λαμβάνει. Βέβαια, στο άρθρο 9 παρ. 9 τίθεται η έννοια της επαγγελματικής αστικής ευθύνης, όρος που μας οδηγεί στη συζήτηση σχετικά με την ύπαρξη αυτής και την περαιτέρω δυνατότητα θεμελίωσής της.

4.5. Φύση της ευθύνης

Αρχικά, αξίζει να επισημανθεί ότι η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013 προβλέπουν μόνο διοικητικές κυρώσεις. Η επιβολή διοικητικών κυρώσεων αποτελεί, βέβαια, ένδειξη του εξαναγκαστού χαρακτήρα των προαναφερόμενων υποχρεώσεων και σίγουρα συμβάλλει στην συμμόρφωση της ΑΕΔΟΕΕ μ' αυτές. Παράλληλα, όμως, γεννάται ευλόγως το ερώτημα εάν τα επιβαλλόμενα διοικητικά μέτρα αρκούν για να προστατεύσουν τα συμφέροντα των επενδυτών ή απαιτείται σε κάθε περίπτωση η θεμελίωση αποζημιωτικής (αστικής) ευθύνης των ΑΕΔΟΕΕ σε περίπτωση βλάβης των συμφερόντων του ΟΕΕ και κατ' επέκταση των επενδυτών του, η οποία

⁴³⁴ Βλ. α. 69-70 του Καν. 231/2013.

⁴³⁵ Βλ. α. 19 παρ. 2 περ. α της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

⁴³⁶ Βλ. α. 47 του Ν. 4706/2020.

⁴³⁷ Για τη λειτουργία αυτή βλ. αναλυτικά ανωτέρω υπό 2.2.1.

⁴³⁸ Βλ. Προόμιμο του Καν. 231/2013 αρ. 80.

⁴³⁹ Βλ. α. 19 παρ. 3 της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

⁴⁴⁰ Βλ. α. 19 παρ. 1 περ. γ-δ της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

προκύπτει από την δραστηριότητα των ως διαχειριστές αυτών. Η απάντηση στο ερώτημα αυτό εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ορθή και αποτελεσματική λειτουργία του εποπτικού συστήματος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Εάν η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κωφεύει και οι ΑΕΔΟΕΕ δρουν – υπό τη σιωπηρή ανοχή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς– με τρόπο που θέτει σε κίνδυνο τα συμφέροντα των επενδυτών, τότε η θεμελίωση αστικής ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ είναι επιβεβλημένη. Από την άλλη, η δυνατότητα του ΟΕΕ/επενδυτή να στραφεί κατά της ΑΕΔΟΕΕ και να αξιώσει από αυτήν αποζημίωση μπορεί να εξασφαλίσει, σε κάθε περίπτωση, την αποτελεσματικότερη προστασία του.

Εν συνεχεία, δεδομένου ότι η Οδηγία και αντιστοίχως ο Ν. 4209/2013 δεν διευκρινίζουν τη φύση των επιβαλλόμενων υποχρεώσεων, παραμένει αδιευκρίνιστο το ζήτημα του εάν οι υποχρεώσεις αποτελούν μόνο κανόνες εποπτικού δικαίου ή επιδρούν και στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις, ήτοι εάν μπορούν να δράσουν και στις σχέσεις μεταξύ της ΑΕΔΟΕΕ και του ΟΕΕ ή της ΑΕΔΟΕΕ και των επενδυτών του, καθώς όπως εκτέθηκε και ανωτέρω, στον Ν. 4209/2013 γίνεται λόγος για ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών του.

Περαιτέρω, είναι κρίσιμο να επισημανθεί ότι η παράλειψη του νομοθέτη να ρυθμίσει ειδικώς την αστική ευθύνη στον Ν. 4209/2013, δεν συνεπάγεται άνευ ετέρου ότι ο ΟΕΕ (και κατά λογική ακολουθία οι επενδυτές του) στερούνται οποιουδήποτε δικαιώματος αποζημίωσης σε περίπτωση ζημίας τους. Ελλείψει, συνεπώς, νομοθετικής ρύθμισης, μπορούμε να αναζητήσουμε απαντήσεις στα ως άνω ερωτήματά μας από το κοινό δίκαιο της αστικής ευθύνης.

Λαμβάνοντας υπόψιν τα ανωτέρω, σκόπιμο είναι να διερευνήσουμε τη δυνατότητα θεμελίωσης συμβατικής ευθύνης. Ειδικότερα, προκειμένου να είναι δυνατή η θεμελίωση συμβατικής ευθύνης είναι κρίσιμο να διαπιστώσουμε εάν υπάρχει κάποια συμβατική σχέση μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών (ΑΕΔΟΕΕ-ΟΕΕ-επενδυτές/μεριδιούχοι), δηλαδή να προσπαθήσουμε να προσδώσουμε μία νομική μορφή στην ανάθεση της διαχείρισης. Επί τη βάση αυτή, στη συνέχεια μπορούμε να αναζητήσουμε ποιες συγκεκριμένες συμβατικές υποχρεώσεις δημιουργούνται, η παραβίαση των οποίων θα μπορούσε να οδηγήσει στη θεμελίωση συμβατικής ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ.

4.5.1. Τι νομική μορφή λαμβάνει η ανάθεση της διαχείρισης των επενδύσεων του ΟΕΕ στην ΑΕΔΟΕΕ;

Ο ΟΕΕ αναθέτοντας την διαχείριση του σε ΑΕΔΟΕΕ⁴⁴¹ δημιουργεί έναν συμβατικό δεσμό μαζί της. Τούτο, λ.χ. είναι δυνατόν να συμβεί στην περίπτωση που μία Ε.Κ.Ε.Σ.⁴⁴² αναθέτει τη διαχείρισή της σε μία ΑΕΔΟΕΕ. Βέβαια, ο νόμος δεν εξειδικεύει τη νομική μορφή που λαμβάνει

⁴⁴¹ Βλ. α. 5 παρ. 2 (α) της Οδηγίας και αντιστοίχως του Ν. 4209/2013.

⁴⁴² Για την έννοια της ΕΚΕΣ βλ. αναλυτικά ανωτέρω υπό 1.3.2.

αυτή η ανάθεση. Έτσι, η νομική της φύσης συναρτάται με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και τους όρους της εκάστοτε συμβατικής σχέσης που συνδέει τον ΟΕΕ με την ΑΕΔΟΕΕ.

Με δεδομένο, ότι η σύμβαση διαχείρισης χαρτοφυλακίου θεωρείται κατά την κρατούσα άποψη σύμβαση (έμμισθης) εντολής⁴⁴³, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι η ανάθεση της διαχείρισης του ΟΕΕ στην ΑΕΔΟΕΕ λαμβάνει το χαρακτήρα εντολής, ο έμμισθος χαρακτήρας της οποίας θα προκύψει από τους ειδικότερους συμφωνηθέντες όρους. Η κύρια υποχρέωση του εντολοδόχου⁴⁴⁴ και εν προκειμένω της ΑΕΔΟΕΕ είναι η διεξαγωγή της υπόθεσης που της έχει ανατεθεί από τον εντολέα-ΟΕΕ, ήτοι η διαχείριση του. Ο τρόπος διεξαγωγής της υπόθεσης θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι εξειδικεύεται βάσει των υποχρεώσεων του τρίτου κεφαλαίου της παρούσης, οι οποίες ενδεχομένως να συμπεριληφθούν στη σύμβαση είτε ρητώς είτε κατά παραπομπή στις διατάξεις του νόμου. Βάσει των ανωτέρω, η ΑΕΔΟΕΕ έχει τη δυνατότητα να διαχειρίζεται τον ΟΕΕ κατά τη διακριτική της ευχέρεια, ενώ σε κάθε περίπτωση ο ΟΕΕ ενδέχεται να της παρέχει κατευθυντήριες αρχές και οδηγίες⁴⁴⁵.

Περαιτέρω, η ανάθεση της διαχείρισης από τον ΟΕΕ στην ΑΕΔΟΕΕ θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αποτελεί σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών⁴⁴⁶.

Γενικότερα, όμως, στο πλαίσιο της συμβατικής ελευθερίας⁴⁴⁷, ως απόρροια της αρχής της αυτονομίας της ιδιωτικής βούλησης, η ανάθεση της διαχείρισης από τον ΟΕΕ στην ΑΕΔΟΕΕ θα μπορούσε να αποτελέσει περιεχόμενο μιας οποιασδήποτε σύμβασης, εκτός αυτών που ορίζονται στον ΑΚ, την οποία τα μέρη (ΟΕΕ – ΑΕΔΟΕΕ) θα μπορούσαν να την ονομάσουν «σύμβαση διαχείρισης και διοίκησης» ή να της προσδώσουν οποιαδήποτε ονομασία θελήσουν. Σ' αυτή τη περίπτωση, οι συμβαλλόμενοι, ήτοι ο ΟΕΕ και η ΑΕΔΟΕΕ θα μπορούσαν να ορίσουν ελεύθερα το περιεχόμενο της και τις υποχρεώσεις των μερών.

Στην περίπτωση που ένας ΟΕΕ είναι ομάδα περιουσίας, η οποία υπόκειται στη διαχείριση μιας ΑΕΔΟΕΕ, όπως συμβαίνει στην περίπτωση του ΟΕΕ με τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου του α. 37 του Ν. 4706/2020, τότε γίνεται λόγος για άσκηση της διαχείρισης προς όφελος των μεριδιούχων του ΟΕΕ. Σ' αυτές τις περιπτώσεις, δημιουργείται ένας συμβατικός δεσμός μεταξύ της ΑΕΔΟΕΕ και των μεριδιούχων του ΟΕΕ, ο οποίος μπορεί να θεωρηθεί ότι έχει το χαρακτήρα εντολής ή άτυπης «σύμβασης διαχείρισης», σύμφωνα με τα προεκτεθέντα.

Έτσι, οι υποχρεώσεις του τρίτου κεφαλαίου της παρούσης θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι εξειδικεύουν τα καθήκοντα της ΑΕΔΟΕΕ κατά τη διαχείριση του ΟΕΕ, θέτουν όρια στην

⁴⁴³ Βλ. σχετικά Τουντόπουλος Β., ο.π., 480 με τις εκεί παραπομπές.

⁴⁴⁴ Βλ. 713 ΑΚ

⁴⁴⁵ Βλ. Τουντόπουλος Β., ο.π., 481, με τις εκεί παραπομπές.

⁴⁴⁶ Βλ. και Καρατζένης, Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Θ' Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 1999, 418 επ.

⁴⁴⁷ Βλ. 361 ΑΚ.

ελεύθερη κρίση της και ερμηνεύουν την έννοια της άσκησης της διαχείρισης προς όφελος των μεριδιούχων.

4.5.2. Η αρχή της καλής πίστης

Δέον να επισημανθεί πως στην περίπτωση των υποχρεώσεων των ΑΕΔΟΕΕ, ο Έλληνας νομοθέτης κατά την ενσωμάτωση της Οδηγίας διατήρησε την μορφή των υποχρεώσεων αυτών ως κανόνων εποπτικού δικαίου. Ειδικότερα, εάν τα εμπλεκόμενα μέρη δεν ενσωματώσουν τις υποχρεώσεις αυτές στην έννομη σχέση που διέπει την ανάθεση της διαχείρισης δημιουργώντας συμβατικές υποχρεώσεις και κατ' επέκταση συμβατικές ευθύνες, τότε από αυτές τις υποχρεώσεις δεν απορρέουν ευθέως ιδιωτικού δικαίου συνέπειες.

Κατά συνέπεια, οι υποχρεώσεις της ΑΕΔΟΕΕ, όπως αναπτύχθηκαν ανωτέρω, θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι επιδρούν στις σχέσεις ιδιωτικού δικαίου, ήτοι στις σχέσεις των εμπλεκόμενων μερών (ΟΕΕ-επενδυτές/μεριδιούχοι-ΑΕΔΟΕΕ) μέσα από τις γενικές αρχές του δικαίου και κυρίως την αρχή της καλής πίστης. Έτσι, η αρχή της καλής πίστης θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι διαδραματίζει μία ρυθμιστική λειτουργία, καθόσον μέσω αυτής οι προαναφερόμενες υποχρεώσεις ακτινοβολούν στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις και μετασηματίζονται σε κανόνες ιδιωτικού δικαίου. Μ' αυτό τον τρόπο, οι αναφερόμενες στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσης υποχρεώσεις επηρεάζουν τις συμβατικές σχέσεις ή εν γένει τις έννομες σχέσεις που συνδέουν τα εμπλεκόμενα μέρη και κατ' επέκταση την ευθύνη τους⁴⁴⁸. Με άλλα λόγια, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι οι προαναφερόμενες υποχρεώσεις δρουν αντανakλαστικά στις σχέσεις ιδιωτικού δικαίου μέσω της αρχής της καλής πίστης, η οποία αποτελεί το εργαλείο για τη διαμόρφωση κανόνων ιδιωτικού δικαίου⁴⁴⁹.

Γενικότερα, η αρχή της καλής πίστης, αντιπροσωπευτικότερος κανόνας της οποίας είναι η ΑΚ 288, αποτελεί σπουδαίο ρόλο στην διεύρυνση της ευθύνης των μερών, καθόσον, μπορεί να επιβάλλει πρόσθετες υποχρεώσεις, πέρα από εκείνες που προέβλεψαν ρητά τα μέρη ή επιβάλλονται από ειδικές διατάξεις του νόμου. Έτσι, βάσει της αρχής της καλής πίστης επιβάλλονται παρεπόμενες συμβατικές υποχρεώσεις στα μέρη, ενώ συνάμα συν-διαμορφώνονται ή άλλως εξειδικεύονται οι συμβατικές τους υποχρεώσεις⁴⁵⁰.

Κατά λογική ακολουθία, η ΑΚ 288 μπορεί να αποτελέσει την νομική δίοδο ώστε να θεμελιωθεί η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών/μεριδιούχων του από την παράβαση των υποχρεώσεων που αναλύονται στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσης.

⁴⁴⁸ Βλ. κατά λογική αντιστοιχία Λιάπης Δ., ο.π., 198-200.

⁴⁴⁹ Βλ. αντιστοίχως Τουντόπουλος Β., ο.π., 514.

⁴⁵⁰ Βλ. και Σταθόπουλος Μιχ., ο.π., 91-92.

4.6. Είδος της ευθύνης- Ιδίως η ευθύνη προς αποζημίωση

Εάν τα μέρη (ΑΕΔΟΕΕ-ΟΕΕ ή ΑΕΔΟΕΕ-μεριδιούχοι) προέβλεψαν ρητώς τις υποχρεώσεις, όπως αυτές εκτίθενται στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσας, στη σύμβασή τους, τότε η παράλειψη συμμόρφωση μ' αυτές ή η πλημμελής εκπλήρωση τους συνιστά αθέτηση συμβατικών υποχρεώσεων και γεννά ενδοσυμβατική ευθύνη. Το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση που παρόλο που τα μέρη δεν προέβλεψαν ρητά τις υποχρεώσεις αυτές, η ΑΕΔΟΕΕ υποχρεούται να τις τηρήσει βάσει της αρχής της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών (ΑΚ 288), όπως αναλυτικώς εκτέθηκε ανωτέρω.

Οι συνέπειες της αθέτησης των συμβατικών υποχρεώσεων εξαρτώνται από το εάν η αθέτηση είναι υπαίτια ή ανυπαίτια⁴⁵¹. Εάν η αθέτηση είναι ανυπαίτια, τότε η ΑΕΔΟΕΕ εξακολουθεί να οφείλει να συμμορφωθεί με τις υποχρεώσεις αυτές («να οφείλει την προσήκουσα παροχή»), αλλά δεν ευθύνεται για αποζημίωση. Στην περίπτωση, όμως, που η αθέτηση είναι υπαίτια, τότε η ΑΕΔΟΕΕ θα οφείλει και αποζημίωση (θετικό διαφέρον), η οποία θα συνίσταται στη ζημία που τυχόν υπέστη ο αντισυμβαλλόμενος της ΑΕΔΟΕΕ, ήτοι ο ΟΕΕ ή οι μεριδιούχοι αυτού⁴⁵².

Εάν η ανάθεση της διαχείρισης θεωρηθεί ότι έχει λάβει τη μορφή εντολής, τότε τυγχάνει εφαρμογής η ΑΚ 714, η οποία θεμελιώνει ευθύνη προς αποζημίωση. Η εντολοδόχος ΑΕΔΟΕΕ ευθύνεται για την αποκατάσταση της ζημίας που υπέστη ο εντολέας, ήτοι ο ΟΕΕ ή οι μεριδιούχοι αυτού, εάν η αιτία της ζημίας ήταν το πταίσμα της ΑΕΔΟΕΕ. Απαιτείται, βέβαια, σ' αυτή τη περίπτωση αιτιώδης συνάφεια μεταξύ του πταίσματος της ΑΕΔΟΕΕ και της ζημίας που υπέστη ο ΟΕΕ ή οι μεριδιούχοι (ο εκάστοτε εντολέας). Εάν, η ζημία που υπέστη ο ΟΕΕ ή οι μεριδιούχοι του δεν είναι συνέπεια του πταίσματος της ΑΕΔΟΕΕ, τότε αυτή δεν ευθύνεται για αποζημίωση.

Η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ υφίσταται και όταν δρα κατά τρόπο που είναι αντίθετος με το συμφέρον του εκάστοτε εντολέα, όταν δηλαδή δεν εξυπηρετεί το σύμφωνα με τις αρχές της καλής πίστης και των συναλλακτικών ηθών όφελος του εκάστοτε εντολέα της⁴⁵³ και ιδίως στις περιπτώσεις που η ΑΕΔΟΕΕ προβαίνει στη διάθεση στοιχείων του ενεργητικού των ΟΕΕ ή μεριδίων των επενδυτών-μεριδιούχων με τρόπο που είναι αντίθετος στο συμφέρον τους (λ.χ. προβαίνει στην ανάληψη υπερβολικών κινδύνων, επενδύει σε περιουσιακά στοιχεία με χαμηλή ρευστότητα κ.α.).

⁴⁵¹ Για την υπαιτιότητα βλ. κατωτέρω υπό 4.8.1.

⁴⁵² Βλ. κατά λογική αντιστοιχία Σταθόπουλος, ο.π., 439.

⁴⁵³ Βλ. κατά λογική αντιστοιχία Γεωργιάδης Α., Εγχειρίδιο Ειδικού Ενοχικού Δικαίου, Π.Ν. Σάκκουλας, 2014, 355-356.

4.7. Αδικοπρακτική ευθύνη

Η συμβατική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ δεν είναι εφικτό να θεμελιωθεί πάντοτε, καθόσον δεν υπάρχει πάντοτε συμβατικός δεσμός μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών, ιδίως στις περιπτώσεις που οι ΟΕΕ έχουν νομική προσωπικότητα και οι ΑΕΔΟΕΕ συμβάλλονται απευθείας μ' αυτούς και όχι με τους επενδυτές τους. Σ' αυτές τις περιπτώσεις, καθώς και σε όλες εκείνες που η συμβατική ευθύνη δεν μπορεί να δώσει λύση, το ερώτημα που ευλόγως δημιουργείται είναι εάν η παράβαση των προαναφερόμενων υποχρεώσεων είναι δυνατόν να θεμελιώσει αδικοπρακτική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ, ώστε οι θιγόμενοι επενδυτές να προσφύγουν σ' αυτές τις διατάξεις και να αξιώσουν αποζημίωση από την ΑΕΔΟΕΕ.

Οι νόμιμες προϋποθέσεις της ευθύνης προς αποζημίωση κατ' άρθρο 914 ΑΚ είναι η παράνομη και υπαίτια πράξη (νόμιμος λόγος ευθύνης), η ζημία και ο αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ νόμιμου λόγου ευθύνης και ζημίας. Ειδικότερα, παράνομη πράξη αποτελεί η συμπεριφορά που προσβάλλει έννομα αγαθά που προστατεύει συγκεκριμένος κανόνας δικαίου (προσβολή δικαιώματος). Κατά την διευρυμένη έννοια του παρανόμου, παράνομη πράξη έχουμε και όταν παραβιάζεται η «γενική υποχρέωση ασφάλειας και προστασίας των άλλων», ήτοι όταν δεν τηρείται η επιμέλεια που πρέπει να επιδεικνύει ένας μέσος άνθρωπος για την ασφάλεια και την προστασία των προσώπων και των αγαθών τους. Έτσι, υπό αυτό το πρίσμα, η παράβαση αυτής της υποχρέωσης συνιστά παράνομη πράξη, ανεξάρτητα εάν υπάρχει και παράβαση κάποιου απαγορευτικού ή επιτακτικού κανόνα δικαίου⁴⁵⁴.

Τίθεται, λοιπόν, το ζήτημα εάν οι υποχρεώσεις της ΑΕΔΟΕΕ μπορούν να θεμελιώσουν το παράνομο της 914 ΑΚ, εάν δηλαδή αποτελούν προστατευτικούς κανόνες δικαίου η παράβαση των οποίων μπορεί να θεμελιώσει αδικοπρακτική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ (εφόσον φυσικά συντρέχουν και οι λοιπές κατά νόμο προϋποθέσεις).

Οι υποχρεώσεις της ΑΕΔΟΕΕ, όπως έχουν δομηθεί, αποτελούν υποχρεώσεις επαγγελματικής συμπεριφοράς και δεν φαίνεται να παρέχουν και να διασφαλίζουν ένα αντίστοιχο δικαίωμα για τον ΟΕΕ ή τον επενδυτή/μεριδιούχο του. Έτσι, εάν οι ΑΕΔΟΕΕ δεν συμμορφωθούν με μία υποχρέωση τους (π.χ. δεν παρέχουν μία αναγκαία πληροφορία στους επενδυτές του ΟΕΕ πριν την πραγματοποίηση της επένδυσης κατά παράβαση των οριζόμενων στο α. 23 παρ. 1 του Ν. 4209/2013), δεν προβλέπεται στο νόμο ότι ο θιγόμενος επενδυτής μπορεί να αξιώσει τη συμμόρφωση της ΑΕΔΟΕΕ με την υποχρέωση αυτή. Κατά συνέπεια, η παράβαση των υποχρεώσεων αυτών δεν προσβάλλει ένα αναγνωρισμένο δικαίωμα του επενδυτή/μεριδιούχου του ΟΕΕ ή του ίδιου του ΟΕΕ.

⁴⁵⁴ Βλ. Σταθόπουλος Μ., ο.π., 303-305.

Θα πρέπει, συνεπώς, να εξεταστεί εάν οι υποχρεώσεις της ΑΕΔΟΕΕ και οι συνεπαγόμενοι εξ' αυτών κανόνες προστατεύουν και συγκεκριμένα συμφέροντα του ΟΕΕ και κυρίως των επενδυτών/μεριδιούχων αυτού. Κρίσιμο, λοιπόν, είναι να διερευνηθεί ποιος είναι ο προστατευτικός σκοπός των ανωτέρω κανόνων και ειδικότερα εάν προστατεύονται και τα συμφέροντα του επενδυτών/μεριδιούχων, με γνώμονα και το συλλογικό χαρακτήρα αυτών⁴⁵⁵.

Σκοπό των κανονιστικών αυτών ρυθμίσεων που εισήχθησαν με την Οδηγία στο ελληνικό δίκαιο αποτελεί και «η προστασία των επενδυτών μέσω των κανόνων διαφάνειας και των λειτουργικών και οργανωτικών απαιτήσεων που πρέπει πλέον να τηρούν οι ΔΟΕΕ»⁴⁵⁶. Έτσι, η παράβαση (τουλάχιστον) των κανόνων των α. 12-16, 18-20 και 22-25 του Ν. 4209/2013, τα οποία προβλέπουν συγκεκριμένες λειτουργικές και οργανωτικές υποχρεώσεις, καθώς και υποχρεώσεις διαφάνειας θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι συνιστούν παρανομία κατά την ΑΚ 914, καθώς έχουν θεσπιστεί με σκοπό την προστασία των επενδυτών.

Σε κάθε περίπτωση, απαιτείται να προκύψει, κατόπιν ερμηνείας της εκάστοτε παραβιαζόμενης διάταξης του Ν. 4209/2013, ότι αυτή έχει θεσπιστεί για την προστασία είτε του ατομικού περιουσιακού συμφέροντος του κάθε επενδυτή/μεριδιούχου του ΟΕΕ είτε των περιουσιακών συμφερόντων των επενδυτών/μεριδιούχων ως συνόλου. Με άλλα λόγια, εφόσον δεν προσβάλλεται ένα απόλυτο δικαίωμα του επενδυτή/μεριδιούχου, αλλά μόνο ένα συμφέρον του, πρέπει να αναζητηθεί εάν ο κανόνας που παραβιάζεται προστατεύει και το συμφέρον αυτό. Περαιτέρω, πρέπει να ληφθεί υπόψιν ότι στο πλαίσιο της διαχείρισης του ΟΕΕ, επιδιώκεται η ικανοποίηση του συλλογικού συμφέροντος, του συμφέροντος δηλαδή όλων των επενδυτών/μεριδιούχων του ΟΕΕ. Κατά συνέπεια, επειδή η προσβολή του συμφέροντος ενός μεμονωμένου επενδυτή δε συνεπάγεται κάθε φορά και την προσβολή των συμφερόντων όλων των επενδυτών, πρέπει να εξετάζουμε εάν η παραβιαζόμενη διάταξη έχει τεθεί προς προστασία του συλλογικού συμφέροντος και περαιτέρω εάν αυτό όντως παραβιάστηκε στην υπό κρίση περίπτωση. Η απαίτηση αυτή είναι προφανές ότι συνιστά ακόμη μία αποδεικτική δυσχέρεια για τη θεμελίωση αδικοπρακτικής ευθύνης.

Βέβαια, η θεμελίωση του παρανόμου κατά την ΑΚ 914 θα μπορούσε να αναζητηθεί και στην παράβαση της γενικής υποχρέωσης πρόνοιας, προστασίας και ασφάλειας των προσώπων και των αγαθών τους, όταν δηλαδή παραβιάζεται η κατά την ΑΚ 288 υποχρέωση λήψης μέτρων πρόνοιας που θα μπορούσαν να αποτρέψουν τη βλάβη αγαθών τρίτων προσώπων⁴⁵⁷.

⁴⁵⁵ Βλ. για την έννοια του συλλογικού συμφέροντος ανωτέρω υπό 2.1.

⁴⁵⁶ Βλ. αιτιολογική έκθεση του Ν. 4209/2013, σελ. 1.

⁴⁵⁷ Βλ. Δωρής, Σκέψεις για την προϋπόθεση της «παρανομίας», ΤιμΤ Σταθοπούλου (2010), 511.

Ζήτημα, επίσης, δημιουργείται αναφορικά και με τις υπόλοιπες νόμιμες προϋποθέσεις της αδικοπρακτικής ευθύνης, ώστε να μπορεί ο επενδυτής/ μεριδιούχος ή σε κάποιες περιπτώσεις και ο ΟΕΕ να αξιώσουν από την ΑΕΔΟΕΕ αποζημίωση, για τις οποίες θα γίνει λόγος κατωτέρω.

4.8. Χαρακτηριστικά της ευθύνης

Κατόπιν των ανωτέρω, κρίσιμο είναι να αναφερθούμε σε ζητήματα σχετικά με την υπαιτιότητα της ΑΕΔΟΕΕ, την ευθύνη του προσωπικού της, καθώς και την ευθύνη της στις περιπτώσεις που έχει αναθέσει κάποιες από τις λειτουργίες της σε άλλα πρόσωπα εκτός του προσωπικού της. Ειδικότερα:

4.8.1. Υπαιτιότητα

Για τη θεμελίωση της ευθύνης προς αποζημίωση, η οποία συνιστά τη βασικότερη μορφή της αστικής ευθύνης, απαιτείται υπαιτιότητα της ΑΕΔΟΕΕ, ήτοι δόλος ή αμέλεια αυτής, κατά την αρχή της υπαιτιότητας (ΑΚ 330). Κατά συνέπεια, για την στοιχειοθέτηση είτε συμβατικής είτε αδικοπρακτικής ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ απαιτείται η ύπαρξη πταίσματος (υποκειμενική ευθύνη).

Η ΑΕΔΟΕΕ ευθύνεται κυρίως για αμέλεια, ενώ σπάνιες είναι οι περιπτώσεις όπου η ευθύνη της είναι αντικειμενική (strict liability)⁴⁵⁸. Τούτο προκύπτει και από τη διάταξη της παρ. 9 του α. 9 του Ν. 4209/2013, όπου γίνεται λόγος για «επαγγελματική αμέλεια». Βέβαια, τα μέρη μπορούν να συμφωνήσουν στην σύμβαση διοίκησης ή ανάθεσης ότι η ΑΕΔΟΕΕ θα ευθύνεται ανεξαρτήτως υπαιτιότητας (αντικειμενική ευθύνη).

Στην περίπτωση που θεωρήσουμε ότι μεταξύ ΑΕΔΟΕΕ και ΟΕΕ (ή μεταξύ ΑΕΔΟΕΕ και των μεριδιούχων του ΟΕΕ) έχει συναφθεί σύμβαση εντολής, τότε η εντολοδόχος- ΑΕΔΟΕΕ ευθύνεται για κάθε πταίσμα, κατά την ΑΚ 714, συμπεριλαμβανομένων και των περιπτώσεων της ελαφράς αμέλειας. Το πταίσμα της εντολοδόχου και εν προκειμένω της ΑΕΔΟΕΕ τεκμαίρεται από τη μη τήρηση των υποχρεώσεων που αυτή είχε αναλάβει στο πλαίσιο της εκπλήρωσης της εντολής του ΟΕΕ ή των επενδυτών/ μεριδιούχων του⁴⁵⁹.

4.8.2. Προσωπική ή επιχειρηματική ευθύνη;

Η ΑΕΔΟΕΕ ευθύνεται και για τις υπαίτιες πράξεις ή παραλείψεις του προσωπικού της, ήτοι των διευθυντών των τμημάτων, των στελεχών και των εν γένει υπαλλήλων και συνεργατών της, οι οποίοι έρχονται σε επαφή κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων τους είτε με τον ΟΕΕ είτε με τους επενδυτές/μεριδιούχους⁴⁶⁰. Ειδικότερα, τα προαναφερόμενα φυσικά πρόσωπα θεωρούνται βοηθοί εκπλήρωσης ή προστηθέντες της ΑΕΔΟΕΕ, οπότε η υπαίτια συμπεριφορά τους καταλογίζεται στην ΑΕΔΟΕΕ, εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις που τίθενται από τα άρθρα

⁴⁵⁸ Βλ. Μούζουλας Σ., ο.π., 316, με τις εκεί παραπομπές.

⁴⁵⁹ Βλ. κατά λογική αντιστοιχία Γεωργιάδης Α., ο.π., 355-356.

⁴⁶⁰ Βλ. και Προϊμίο Καν. 231/2013, αρ. 32.

334 και 922 ΑΚ. Ιδιαίτερη σημασία έχει ότι και στις δύο περιπτώσεις (είτε στην περίπτωση αθέτησης συμβατικής υποχρέωσης, η οποία προκλήθηκε από πταίσμα του βοηθού εκπλήρωσης είτε στην περίπτωση της παράνομης και υπαίτιας πράξης του προστηθέντος) η ΑΕΔΟΕΕ ευθύνεται αντικειμενικά για το πταίσμα του βοηθού εκπλήρωσης/προστηθέντος Στην περίπτωση δε αδικοπρακτικής ευθύνης, ο ζημιωθείς (ΟΕΕ ή επενδυτής/μεριδιούχος) μπορεί να αξιώσει αποζημίωση τόσο κατά της ΑΕΔΟΕΕ όσο και κατά του προστηθέντος, οι οποίοι ευθύνονται εις ολόκληρον, κατά τις διατάξεις των α. 481 και 926 ΑΚ⁴⁶¹. Βέβαια, συνήθως, ο ζημιωθείς θα στραφεί κατά της ΑΕΔΟΕΕ, επειδή θα έχει περισσότερες πιθανότητες ικανοποίησης της αξίωσης του.

Παράλληλα, τα μέλη του ΔΣ της ΑΕΔΟΕΕ φέρουν την ευθύνη για τη ζημία που προκαλείται στον ΟΕΕ ή στους μεριδιούχους από τη δράση τους (πράξη ή παράλειψη), ενώ παράλληλα ευθύνεται και η ίδια η ΑΕΔΟΕΕ (ΑΚ 71). Πρόκειται, συνεπώς, για εις ολόκληρον ευθύνη μεταξύ του οργάνου (μέλους του ΔΣ) και της ΑΕΔΟΕΕ. Για να ευθύνεται, όμως, και η ΑΕΔΟΕΕ, πρέπει το μέλος του ΔΣ να προέβη στην πράξη (ή να παρέλειψε) στο πλαίσιο της εκτέλεσης των καθηκόντων του και εξαιτίας αυτής της πράξης ή της παράλειψης να προέκυψε η ζημία του ΟΕΕ ή των μεριδιούχων του⁴⁶².

Περαιτέρω, δημιουργείται το ζήτημα εάν στην περίπτωση της ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ ευθύνονται συγχρόνως και τα μέλη της διοίκησης αυτής. Στο ακανθώδες αυτό ζήτημα (το οποίο απασχολεί το εταιρικό δίκαιο στο σύνολό του) έχει δώσει μία λύση η νομολογία του ΑΠ θεωρώντας ότι «τα μέλη του ΔΣ της ανώνυμης εταιρείας δεν ευθύνονται ατομικώς για τυχόν πταίσμα των υποκατάστατων οργάνων, εκτός αν βαρύνονται με υπαιτιότητα ως προς την επιλογή αυτών ή ως προς την εποπτεία επ' αυτών κατά την εκπλήρωση των καθηκόντων που τους έχουν ανατεθεί»⁴⁶³. Παράλληλα, για τη θεμελίωση ατομικής ευθύνης των μελών του ΔΣ, σημασία έχουν και τα ανατιθέμενα σ' αυτά καθήκοντα στο πλαίσιο της γενικότερης κατηγοριοποίησής των σε εκτελεστικά και μη εκτελεστικά μέλη και της συνακόλουθης διαβάθμισης της ευθύνης τους⁴⁶⁴. Στη κρίση, βέβαια, για την ύπαρξη ή όχι ατομικής ευθύνης των μελών του ΔΣ πρέπει να ληφθεί υπόψιν και η ευθύνη του ΔΣ ως συλλογικού οργάνου⁴⁶⁵.

⁴⁶¹ Βλ. και Σταθόπουλος Μιχ., ο.π., 141 επ.

⁴⁶² Βλ. και Κιτσαράς, Η αστική ευθύνη του νομικού προσώπου, εις «Δίκαιο Νομικών Προσώπων» (επ. υλ. Κ. Ρούσσος), 2010, 306.

⁴⁶³ Βλ. ΑΠ 370/2018, ΝοΒ 2018,254, καθώς και ΠολΠρωτΑθ 1902/2017, ΤΝΠ Νόμος.

⁴⁶⁴ Για την διαβάθμιση της ευθύνης των μελών του ΔΣ βλ. Λιβαδά Χ., εις ΔΑΕ 2020, Εισαγωγή- Εταιρική Διακυβέρνηση, 39 επ. με τις εκεί παραπομπές.

⁴⁶⁵ Βλ. και Ψαρουδάκης Γ., εις ΔΑΕ 2020, αρ. 107, 4 επ.

4.8.3. Η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ σε περίπτωση ανάθεσης λειτουργιών σε τρίτους

Σύμφωνα με το α. 20 παρ. 3 του Ν. 4209/2013, η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ απέναντι στον ΟΕΕ και τους επενδυτές/μεριδιούχους του δεν επηρεάζεται ακόμη και εάν η ΑΕΔΟΕΕ έχει αναθέσει κάποιες από τις λειτουργίες σε τρίτο πρόσωπο. Η ευθύνη της παραμένει ακέραιη και στην περίπτωση που το τρίτο πρόσωπο προχωρήσει και αυτό με τη σειρά του σε ανάθεση. Με άλλα λόγια, η ΑΕΔΟΕΕ φέρει την ευθύνη για τις υπαίτιες πράξεις και παραλείψεις του αναδόχου, οι οποίες έγιναν στο πλαίσιο των ανατεθειμένων λειτουργιών.

Έτσι, η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ διατηρείται όταν προβαίνει η ίδια στην ανάθεση κάποιων λειτουργιών σε τρίτο πρόσωπο και συμβάλλεται μαζί του και όχι στις περιπτώσεις που ο ΟΕΕ αναθέτει ο ίδιος κάποιες λειτουργίες σε τρίτο πρόσωπο. Σ' αυτές τις περιπτώσεις, η σύμβαση ανάθεσης συνάπτεται μεταξύ του τρίτου και του ΟΕΕ, με αποτέλεσμα ο τρίτος να αναφέρεται και να λαμβάνει απευθείας οδηγίες από τον ΟΕΕ και κατά συνέπεια να ευθύνεται ο ΟΕΕ για τις πράξεις και παραλείψεις του τρίτου⁴⁶⁶.

Επισημαίνεται δε ότι η ΑΕΔΟΕΕ φέρει και την ευθύνη της τήρησης των προϋποθέσεων της ανάθεσης, όπως αυτές έχουν αναλυθεί ανωτέρω υπό 3.3.1., ώστε να είναι νόμιμη.

Επίσης, η ΑΕΔΟΕΕ μπορεί να προβλέψει στη σύμβαση ανάθεσης εκτός από τα δικαιώματα πληροφόρησης, παρακολούθησης, πρόσβασης στις εγκαταστάσεις και παροχής οδηγιών [όπως αυτά περιγράφονται στο α. 75 περ. (στ) του Καν. 231/2013] και δικαίωμα αναγωγής, ώστε να μπορεί να στραφεί κατά του αναδόχου και να αξιώσει αποζημίωση για τη ζημία που υπέστη εξαιτίας της υπαίτιας πράξης ή της παράλειψης του. Ενδεχομένως, μπορεί να προβλεφθεί στη σύμβαση ανάθεσης ότι η ΑΕΔΟΕΕ μπορεί να στραφεί κατά του αναδόχου και να ζητήσει ό,τι κλήθηκε να καταβάλει στον ΟΕΕ ή στους μεριδιούχους του εξαιτίας του πταίσματος του αναδόχου (ήτοι εάν θεμελιωθεί ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ προς αποζημίωση βάσει των συμβατικών ή αδικοπρακτικών διατάξεων, τότε η ΑΕΔΟΕΕ να μπορεί να αναζητήσει ό,τι κατέβαλε από τον ανάδοχο)⁴⁶⁷. Βέβαια, στις περιπτώσεις που ο ΟΕΕ ή οι επενδυτές/μεριδιούχοι του υπέστησαν ζημία λόγω της πλημμελούς εκπλήρωσης της ανατεθείσας στο τρίτο λειτουργίας, δημιουργούνται ζητήματα αναφορικά με το εάν είναι δυνατόν να θεμελιωθούν οι νόμιμες προϋποθέσεις, για να μπορούν να αξιώσουν (ο ΟΕΕ ή οι επενδυτές/μεριδιούχοι του) την αποκατάσταση της ζημίας τους. Τα δημιουργούμενα ζητήματα αφορούν ιδίως την συνδρομή της υπαιτιότητας στο «πρόσωπο» της ΑΕΔΟΕΕ, δεδομένου ότι θα πρέπει να αποδειχθεί ότι η ΑΕΔΟΕΕ δεν επέδειξε την απαιτούμενη

⁴⁶⁶ Βλ. και AIMA, A guide to institutional investors' views and preferences regarding hedge fund operational infrastructures, AIMA Investor Steering Committee, 2011,9 επ.

⁴⁶⁷ Βλ. και Invest Europe AIFMD Essentials A guide to the Alternative Investment Fund Managers Directive ο.π., 49.

επιμέλεια κατά την παρακολούθηση της εκτέλεσης των λειτουργιών από τον τρίτο ή δεν προσέφερε τις απαιτούμενες οδηγίες και κατευθύνσεις σ' αυτόν.

Με τη διάταξη αυτή θεσπίζεται ευθύνη της ΔΟΕΕ για αλλότριο πταίσμα. Σκοπός αυτής της επαυξημένης ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ είναι η προστασία του ΟΕΕ και των επενδυτών/μεριδιούχων του από αλόγιστες αναθέσεις, οι οποίες μπορεί να θέσουν σε κίνδυνο τα συμφέροντα τους.

Σε αρμονία με την διάταξη της παρ. 3 του άρθρου 20 ευρίσκεται αυτή της παρ. 10 του άρθρου 19, σύμφωνα με την οποία όπως έχει ήδη αναλυθεί, η ΑΕΔΟΕΕ φέρει την ευθύνη για τη μη ορθή αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ. Η ανάθεση της εκτίμησης σε εξωτερικό εκτιμητή αποτελεί μια ειδικότερη μορφή ανάθεσης λειτουργιών, όπως αυτή προβλέπεται στο άρθρο 20. Παρ' όλο που αμφότερες οι διατάξεις διευρύνουν το πεδίο ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ, οι κανόνες του άρθρου 20 δεν τυγχάνουν εφαρμογής στις περιπτώσεις της αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, καθώς οι κανόνες του άρθρου 19 είναι ειδικότεροι και υπερισχύουν (*lex specialis derogat legi generali*)⁴⁶⁸.

Το ζήτημα αναφορικά με τη θεμελίωση των νόμιμων προϋποθέσεων στοιχειοθέτησης της ευθύνης, υφίσταται και σ' αυτή τη περίπτωση, καθόσον η αποτίμηση έχει ανατεθεί σε εξωτερικό εκτιμητή και η ΑΕΔΟΕΕ βασίζεται στη γνώση εκείνου και όχι στην προσωπική της γνώση. Βέβαια, στην περίπτωση πρόκλησης ζημίας στην ΑΕΔΟΕΕ από αμελή εκπλήρωση των καθηκόντων του εκτιμητή, η ΑΕΔΟΕΕ είναι εξασφαλισμένη –χωρίς να απαιτείται να προβλεφθεί κάτι ειδικότερο στη σύμβαση μεταξύ ΑΕΔΟΕΕ- εκτιμητή– καθώς ο εξωτερικός εκτιμητής ενέχει ευθύνη έναντι της.

4.9. Θεμελίωση των λοιπών προϋποθέσεων ευθύνης

i. Ζημία

Τόσο στην περίπτωση της συμβατικής όσο και στη περίπτωση της αδικοπρακτικής ευθύνης, απαιτείται επιπλέον να προσδιοριστεί η ζημία του προσώπου που αξιώνει την αποζημίωση (του ΟΕΕ ή του επενδυτή/μεριδιούχου του). Για να προσδιοριστεί η ζημία απαιτείται η σύγκριση της τωρινής περιουσιακής κατάστασης (αυτής δηλαδή μετά το ζημιογόνο γεγονός) και εκείνης που θα υπήρχε εάν δεν είχε λάβει χώρα το ζημιογόνο γεγονός (κατά τη θεωρία της διαφοράς)⁴⁶⁹.

Δεδομένου ότι μέχρι στιγμής δεν έχει απασχολήσει τα δικαστήρια το ζήτημα της ευθύνης των ΑΕΔΟΕΕ ως διαχειριστών, δεν γνωρίζουμε πως θα αντιμετωπιστεί νομολογιακά ο προσδιορισμός της ζημίας για τον ζημιωθέντα μεριδιούχο/επενδυτή σε περιπτώσεις που εξαιτίας της πλημμελούς διαχείρισης της ΑΕΔΟΕΕ είτε απομειώνεται η αξία της επένδυσής του (θετική ζημία) είτε

⁴⁶⁸ Βλ. Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in D. Zetsche (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, ο.π., 194.

⁴⁶⁹ Βλ. και Σταθόπουλος Μιχ., ο.π., 164 επ.

ματαιώνεται η αύξηση αυτής και κατ' επέκταση του προσδοκώμενου απ' αυτή την επένδυση κέρδους (αποθετική ζημία).

Ερωτήματα εγείρονται και για τον ακριβή προσδιορισμό της κατά την ΑΚ 298. Ειδικότερα, όπως η άνοδος ή η πτώση των τιμών των μετοχών σε συγκεκριμένες ημερομηνίες αγοράς και πώλησης δεν αποτελεί «κέρδος που προσδοκά κανείς με πιθανότητα», όπως απαιτείται κατά την ΑΚ 298, μιας και εξαρτάται από αστάθμητους παράγοντες⁴⁷⁰, έτσι και η τιμή προώθησης των μεριδίων του ΟΕΕ, ήτοι η αύξηση ή η μείωση αυτών εξαρτάται από πολλούς παράγοντες τόσο εσωτερικούς (αναφορικά με τον ίδιο τον ΟΕΕ) όσο και εξωτερικούς (συνθήκες της αγοράς, οικονομική κρίση κ.α.). Έτσι, ο ακριβής προσδιορισμός της αποθετικής ζημίας, ώστε αυτός να είναι ορισμένος και το σχετικό κονδύλι να μην απορριφθεί ως αόριστο από το Δικαστήριο, εμφανίζει αρκετές δυσχέρειες.

Κατά συνέπεια, πρέπει να αναμείνουμε τη θέση που θα λάβει η νομολογία και σ' αυτό το ζήτημα, ενώ δυσχέρειες θα προκύψουν και για το χρονικό σημείο υπολογισμού της ζημίας ή την περίπτωση όπου θα τύχει εφαρμογής η ΑΚ 300.

ii. Αιτιώδης συνάφεια

Εκτός από την ύπαρξη ζημίας, απαιτείται περαιτέρω και αιτιώδης σύνδεσμος μεταξύ του νόμιμου λόγου ευθύνης (είτε δηλαδή της παράβασης της συμβατικής υποχρέωσης είτε της παράνομης και υπαίτιας πράξης) και της ζημίας. Κατά τη θεωρία της πρόσφορης αιτίας, αιτιώδης σύνδεσμος υπάρχει όταν η πράξη ή η παράλειψη του ζημιώσαντος (εν προκειμένω της ΑΕΔΟΕΕ) ήταν κατά τα διδάγματα της κοινής πείρας ικανή και μπορούσε αντικειμενικά να επιφέρει κατά τη συνηθισμένη πορεία των πραγμάτων το ζημιογόνο αποτέλεσμα (πρόσφορη αιτιότητα)⁴⁷¹.

Η διαπίστωση της ύπαρξης αιτιώδους συνάφειας θα κριθεί με βάση τα δεδομένα κάθε περίπτωσης. Δεδομένης της απουσίας σχετικών αποφάσεων ελληνικών δικαστηρίων, δεν γνωρίζουμε πως θα αξιολογηθεί η συνδρομή της συγκεκριμένης προϋπόθεσης στο πλαίσιο της ελληνικής έννομης τάξης. Ενδεχομένως, μετά την έκδοση των πρώτων αποφάσεων, η ελληνική νομολογία να προσανατολιστεί στην υιοθέτηση κάποιων μαχητών τεκμηρίων (δικονομικής ή ουσιαστικής φύσης) που θα λειτουργήσουν προς όφελος των μεριδιούχων⁴⁷² κατά την έγερση των σχετικών αγωγών, ιδίως στις περιπτώσεις της αδικοπρακτικής ευθύνης.

⁴⁷⁰ Βλ. ΑΠ 1848/2017, ΑΠ 1298/2017, ΤΝΠ Νόμος

⁴⁷¹ Βλ. Γεωργιάδη Γ., σε Γεωργιάδη ΣΕΑΚ, Π.Ν. Σάκκουλας, 2010, 914 αρ. 57.

⁴⁷² Βλ. κατά λογική αντιστοιχία Λιάπη Δ, ο.π., 119 με τις εκεί παραπομπές.

4.10. Ευθύνη από την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και την άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων (Ν. 4514/2018)

Η ΑΕΔΟΕΕ δύναται να παρέχει συγκεκριμένες περιοριστικά αναφερόμενες στο νόμο επενδυτικές υπηρεσίες, ήτοι διαχείριση ατομικών χαρτοφυλακίων, παροχή επενδυτικών συμβουλών, φύλαξη και διοικητική διαχείριση μετοχών ή μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και λήψη και διαβίβαση εντολών σχετικά με χρηματοοικονομικά μέσα, οι οποίες αποτελούν παρεπόμενη δραστηριότητα της⁴⁷³ σε σχέση με την κύρια δραστηριότητα αυτής, ήτοι τη διαχείριση του ΟΕΕ. Αναφορικά με τις συγκεκριμένες δραστηριότητες της εφαρμόζονται αναλογικά οι διατάξεις του Ν. 4514/2018 κατά ρητή παραπομπή του Ν. 4209/2013 σ' αυτόν⁴⁷⁴.

4.10.1. Διοικητικές κυρώσεις

Σε περίπτωση παράβασης των υποχρεώσεων της ΑΕΔΟΕΕ, ως αυτές αναλύθηκαν ανωτέρω υπό 3.8., η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει διοικητικά μέτρα και κυρώσεις στα φυσικά ή νομικά πρόσωπα που προέβησαν στην παράβαση. Ειδικότερα, δύναται να επιβάλλει, (λαμβάνοντας υπόψιν, μεταξύ άλλων, τη βαρύτητα και τη διάρκεια της παράβασης, το βαθμό ευθύνης του προσώπου που είναι υπεύθυνο για την παράβαση και τη ζημία που προκλήθηκε από την παράβαση⁴⁷⁵) διοικητικά μέτρα, όπως δημόσια ανακοίνωση που αναφέρει τα στοιχεία του παραβαίνοντος, εντολή προς αυτό το πρόσωπο για διακοπή της παράβασης, επίπληξη κ.α. ή να επιβάλλει κυρώσεις (λ.χ. αναστολή της άδειας λειτουργίας της ΑΕΔΟΕΕ ως ΑΕΠΕΥ) ή ακόμη και πρόστιμο, το ύψος του οποίου εξαρτάται από τους προαναφερόμενους παράγοντες⁴⁷⁶.

Η επιβολή διοικητικών κυρώσεων δεν σημαίνει ότι δεν είναι δυνατόν να θεμελιωθεί και αστική ευθύνη των ΑΕΔΟΕΕ που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, όταν εξαιτίας της παράβασης των ως άνω υποχρεώσεων τους προκαλείται ζημία στους επενδυτές. Η απουσία ειδικής νομοθετικής ρύθμισης στον Ν. 4514/2018 για την αστική ευθύνη επιβάλλει την προσφυγή στις γενικές διατάξεις του αστικού δικαίου, σύμφωνα και με όσα έχουν ήδη εκτεθεί ανωτέρω, ώστε να διαπιστώσουμε εάν είναι δυνατόν να θεμελιωθεί συμβατική ή και αδικοπρακτική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ που παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες, όταν παραβαίνει τις υποχρεώσεις της, όπως αυτές προκύπτουν από τον Ν. 4514/2018.

4.10.2. Συμβατική ευθύνη

Αρχικά, είναι απαραίτητο να διερευνήσουμε τη νομική σχέση που δημιουργείται μεταξύ της ΑΕΔΟΕΕ (ότε εκείνη παρέχει τις ως άνω υπηρεσίες) και του επενδυτή και κατ' επέκταση τη φύση

⁴⁷³ Βλ. α. 6 παρ. 4 του Ν. 4209/2013 και αναλυτικά ανωτέρω υπό 2.3.

⁴⁷⁴ Βλ. α. 6 παρ. 6 του Ν. 4209/2013 και αναλυτικά ανωτέρω υπό 3.8.

⁴⁷⁵ Βλ. αναλυτικά για τους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψιν κατά την επιβολή των διοικητικών μέτρων και την επιμέτρηση του προστίμου α. 69 παρ. 4 του Ν. 4514/2018.

⁴⁷⁶ Βλ. α. 69 παρ. 1 του Ν. 4514/2018.

που λαμβάνουν οι συναπτόμενες συμβάσεις, ώστε να μπορέσουμε να καταλήξουμε σε συμπεράσματα σχετικά με την ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ κατά τη πλημμελή παροχή αυτών των υπηρεσιών. Ειδικότερα:

Η σύμβαση διαχείριση χαρτοφυλακίων αποτελεί μία ενοχική (αμφοτεροβαρή) σύμβαση, η οποία κατά την κρατούσα στη νομολογία άποψη έχει το χαρακτήρα έμμισθης εντολής⁴⁷⁷. Στο πλαίσιο αυτής της σύμβασης, ο διαχειριστής του χαρτοφυλακίου και εν προκειμένω η ΑΕΔΟΕΕ δρα και διαχειρίζεται το εκάστοτε χαρτοφυλάκιο του επενδυτή με διακριτική ευχέρεια, ενώ μπορεί να δέχεται κατευθύνσεις από τον επενδυτή. Γενικότερα, ο διαχειριστής-ΑΕΔΟΕΕ φαίνεται ότι δρα ως πληρεξούσιος του εκάστοτε επενδυτή⁴⁷⁸.

Η σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών αποτελεί και αυτή ενοχική (αμφοτεροβαρή) σύμβαση, η οποία θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι έχει το χαρακτήρα εντολής ή σύμβασης έργου. Παράλληλα, υιοθετείται και η άποψη ότι πρόκειται για μια *sui generis* σύμβαση, κατά την αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων (ΑΚ 361)⁴⁷⁹. Επισημαίνεται δε και η άποψη ότι η σύμβαση παροχής επενδυτικών συμβουλών αποτελεί μία μεικτή σύμβαση, η οποία εμφανίζει τα χαρακτηριστικά πολλών επώνυμων συμβάσεων, όπως της σύμβασης έμμισθης εντολής, της σύμβασης έργου και της σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών⁴⁸⁰.

Η φύλαξη και η διαχείριση μετοχών ή μεριδίων οργανισμών συλλογικών επενδύσεων γεννά πολλά ερωτήματα σε σχέση με τις δημιουργούμενες σχέσεις μεταξύ της ΑΕΔΟΕΕ που παρέχει αυτή την υπηρεσία και του επενδυτή. Δύσκολα, θα μπορούσε να θεωρηθεί σύμβαση παρακαταθήκης⁴⁸¹, εξαιτίας του άυλου (πλέον) χαρακτήρα των τίτλων αυτών. Ενδεχομένως, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι αποτελεί σύμβαση έργου ή σύμβαση παροχής ανεξάρτητων υπηρεσιών. Έτσι, η παρέχουσα την υπηρεσία ΑΕΔΟΕΕ θεωρείται ότι καταχωρεί –κατόπιν εντολής του εκάστοτε κυρίου των τίτλων– τις μετοχές/μερίδια του στο σύστημα άυλων τίτλων (ΣΑΤ). Δεδομένων των προβλημάτων που αναπτύσσονται, ιδίως για την προστασία των επενδυτών, προκρίνεται στη θεωρία η άποψη να θεωρείται η τήρηση και η καταχώρηση των άυλων τίτλων στο ΣΤΑ ως σύμβαση παρακαταθήκης είτε με τελεολογική διαστολή της έννοιας «του πράγματος» είτε με αναλογική εφαρμογή της ΑΚ 822, λόγω της νομοθετικής έλλειψης⁴⁸².

⁴⁷⁷ Βλ. ενδεικτικά ΕφΑθ 3989/2011, ΔΕΕ 2012, 47, καθώς και Παπαντώνη, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, Νομική Βιβλιοθήκη, 2000, 118 επ.

⁴⁷⁸ Βλ. ενδεικτικά Αυγητίδης Δ., Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, Αντ. Ν. Σάκκουλας, 2005, 88.

⁴⁷⁹ Βλ. Παπαντώνη, Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, ο.π., 90.

⁴⁸⁰ Βλ. ΕφΑθ 3165/2021, ΤΝΠ Νόμος.

⁴⁸¹ Κατά την ΑΚ 822 αντικείμενο της σύμβασης παρακαταθήκης είναι κινητό πράγμα.

⁴⁸² Βλ. αναλυτικότερα για τη προβληματική Τουντόπουλος, ο.π., 496 επ., Γεωργιάδης Στ. Η φύλαξη και η διαχείριση κινητών αξιών, ΧρΙΔ 2004, 118.

Η παροχή της υπηρεσίας της λήψης και διαβίβασης εντολών από την ΑΕΔΟΕΕ στον εκάστοτε επενδυτή της έχει το χαρακτήρα σύμβασης εντολής⁴⁸³.

Κατόπιν των ανωτέρω, η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ κατά την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών, μπορεί να θεμελιωθεί στις διατάξεις των άρθρων 713 επ. ΑΚ (στις περιπτώσεις που η δημιουργούμενη έννομη σχέση μεταξύ ΑΕΔΟΕΕ και επενδυτή λαμβάνει το χαρακτήρα εντολής), στις διατάξεις των άρθρων 698 επ. ΑΚ (όταν η δημιουργούμενη έννομη σχέση έχει το χαρακτήρα σύμβασης έργου) σε συνδυασμό πάντοτε με τις γενικές διατάξεις του ενοχικού δικαίου (ΑΚ 288, 298, 330, 340 επ., 380 επ.) και με γνώμονα τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της σύμβασης αυτής, τα οποία ενδεχομένως να επιτάσσουν την εφαρμογή περισσότερων διατάξεων⁴⁸⁴. Έτσι, πρέπει να συντρέχουν οι ειδικότερες νόμιμες προϋποθέσεις των ως άνω διατάξεων, ώστε να μπορέσει ο επενδυτής σε περίπτωση ζημίας του να αξιώσει αποζημίωση από την ΑΕΔΟΕΕ.

Το ερώτημα που δημιουργείται και σ' αυτή την περίπτωση (όπως και ανωτέρω με τους κανόνες του Ν. 4209/2013) είναι κατά πόσον αυτοί οι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς του Ν. 4514/2018 επιδρούν και στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις, ήτοι στις σχέσεις μεταξύ ΑΕΔΟΕΕ και επενδυτή.

4.10.3. Υποχρεώσεις του Ν. 4514/2018 και 288 ΑΚ

Σε συνέχεια του ανωτέρω ερωτήματος, υποστηρίζεται από μία μερίδα της θεωρίας ότι οι κανόνες αυτοί ρυθμίζουν ζητήματα εποπτείας, ανήκοντας λειτουργικά στο πεδίο του δημοσίου δικαίου και συνεπώς δεν επιδρούν στις σχέσεις μεταξύ της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (εν προκειμένω της ΑΕΔΟΕΕ) και του επενδυτή⁴⁸⁵.

Στον αντίποδα αυτής της άποψης, κυριαρχεί και η θέση ότι οι κανόνες της MiFiD II επιδρούν και στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις και παράγουν αποτελέσματα στη σχέση ΑΕΠΕΥ- επενδυτή. Ειδικότερα στην γερμανική έννομη τάξη, οι κανόνες αυτοί θεωρούνται ότι έχουν διττή φύση και έτσι εφαρμόζονται ευθέως και στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις⁴⁸⁶.

Η άποψη ότι οι κανόνες αυτοί δρουν αντανακλαστικά στις ιδιωτικού δικαίου σχέσεις μέσα από την γενική αρχή της καλής πίστης (288ΑΚ)⁴⁸⁷ κατακτά ολοένα και περισσότερο έδαφος στην ελληνική νομολογία. Έτσι στο πλαίσιο της σχέσης μεταξύ της παρέχουσας την επενδυτική υπηρεσία- ΑΕΔΟΕΕ και του επενδυτή, η αρχή της καλής πίστης δημιουργεί παρεπόμενες

⁴⁸³ Βλ. και Τουντόπουλος, ο.π., 468 επ.

⁴⁸⁴ Βλ. και Γεωργιάδης Στ., Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, Αντ. Σάκκουλας, 2003, 100 επ.

⁴⁸⁵ Βλ. σχετικώς Τουντόπουλος, ο.π., 513, με τις εκεί παραπομπές, Καραγκουνίδης Α., Προστασία των επενδυτών, Εκδ. Σάκκουλας, 2007, 376 επ.

⁴⁸⁶ Βλ. σχετικώς Λιάπης Δ., ο.π., 175 με τις εκεί παραπομπές, Τουντόπουλος, ο.π., 513 με τις εκεί παραπομπές.

⁴⁸⁷ Βλ. αναλυτικότερα για τη λειτουργία της αρχής της καλής πίστης ανωτέρω υπό 4.5.2.

υποχρεώσεις ή εξειδικεύει τις συμβατικές⁴⁸⁸ και μπορεί να αποτελέσει το θεμέλιο για τις αξιώσεις του επενδυτή έναντι της παρέχουσας την επενδυτική υπηρεσία-ΑΕΔΟΕΕ.

4.10.4. Αδικοπρακτική ευθύνη

Σε συνέχεια όσων εκτέθηκαν ανωτέρω υπό 4.7. σχετικά με τις νόμιμες προϋποθέσεις για τη θεμελίωση αδικοπρακτικής ευθύνης της ΑΚ 914, γεννιέται και εν προκειμένω το ερώτημα εάν η παράβαση των κανόνων επαγγελματικής συμπεριφοράς του Ν. 4514/2018 συνιστά παράνομη με την έννοια της ΑΚ 914 συμπεριφορά.

Οι πρόσφατες αποφάσεις των δικαστηρίων αναγνωρίζουν ότι η παράβαση των υποχρεώσεων αυτών συνιστά το παράνομο της ΑΚ 914, καθώς «*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 του πελάτη εκ μέρους της τράπεζας, οι οποίες στηρίζονται στη σχέση εμπιστοσύνης μεταξύ τράπεζας και πελάτη. Η εκ μέρους της Τράπεζας παράλειψη εκπλήρωσης των παραπάνω υποχρεώσεων θεμελιώνει αδικοπρακτική ευθύνη αυτής εφόσον συντρέχουν και οι λοιπές προϋποθέσεις, [...]*»⁴⁸⁹. Στο πλαίσιο της παρούσας ανάλυσης, μπορούμε να θεωρήσουμε ότι η παράλειψη των υποχρεώσεων, ως αυτές εκτέθηκαν ανωτέρω, συνιστά αδικοπρακτική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ, ότε εκείνη παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες και λειτουργεί ως ΑΕΠΕΥ.

Αναφορικά με τα δημιουργούμενα προβλήματα που εντοπίσαμε (υπό 4.9.) σχετικά με τον προσδιορισμό της ζημίας έχουν επισημανθεί και από πολλές δικαστικές αποφάσεις στο πλαίσιο της αδικοπρακτικής ευθύνης της ΑΕΠΕΥ κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών⁴⁹⁰.

Ως προς τη συνδρομή αιτιώδους συνδέσμου μεταξύ της παράνομης συμπεριφοράς της παρέχουσας την επενδυτική υπηρεσία επιχείρησης και της ζημίας του επενδυτή ισχύει η θεωρία της πρόσφορης αιτίας, όπως έχει ήδη αναλυθεί ανωτέρω υπό 4.9. Περαιτέρω, έχει κριθεί ότι για τη ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας απαιτείται η παράλειψη της υποχρέωσης της ΑΕΠΕΥ να προσφέρει κατάλληλη και επαρκή πληροφόρηση σχετικά ένα χρηματοπιστωτικό προϊόν, να αποτέλεσε την αιτία της αγοράς αυτού από τον επενδυτή. Έτσι, εάν η ΑΕΠΕΥ αποδείξει ότι ο επενδυτής θα προέβαινε ούτως ή άλλως στην αγορά ενός προϊόντος ή θα ελάμβανε ούτως ή άλλως

⁴⁸⁸ Βλ. Εφαθ 622/2018, ΔΕΕ 2018, 648, Λιάπτης Δ., ο.π., 177 και Τουντόπουλος, ο.π., 518 με πλούσιες νομολογιακές παραπομπές.

⁴⁸⁹ Βλ. Εφαθ 3255/2020, ΤΝΠ Νόμος, καθώς και παρόμοιες σκέψεις στις ΑΠ 354/2022, ΑΠ 1266/2022, ΑΠ 290/2021, ΑΠ 536/2019, όλες δημοσιευμένες στη ΤΝΠ Νόμος.

⁴⁹⁰ Βλ. χαρακτηριστικά ΑΠ 1364/2013, ΤΝΠ Νόμος, όπου επισημαίνεται ότι «η άνοδος κατά τη πώληση και η πτώση κατά την αγορά της αξίας της μετοχής σε συγκεκριμένες ημερομηνίες αγοράς και πώλησης αυτών δεν αποτελεί κέρδος προσδοκώμενο με βέβαιη πιθανότητα κατά τη συνηθισμένη πορεία των πραγμάτων, όπως απαιτεί η διάταξη του άρθ. 298 ΑΚ», ενώ στην ΑΠ 244/2016, ΤΝΠ Νόμος, επισημαίνεται η δυσχέρεια εφαρμογής της ΑΚ 300, καθώς «όταν ο υπόχρεος να αποζημιώσει τον ζημιωθέντα είναι και ο ίδιος υπόχρεος να χορηγήσει στον ζημιωθέντα και την ωφέλεια, είναι δυνατόν από τις γενικές διατάξεις του δικαίου να μην δικαιολογείται στη συγκεκριμένη περίπτωση ο συνυπολογισμός της ωφέλειας στη ζημία...».

μία απόφαση, ανεξάρτητα από το εάν η ίδια θα είχε παραβεί την υποχρέωση της προς επαρκή πληροφόρηση, τότε δεν ευθύνεται προς αποζημίωση⁴⁹¹.

Η δυσχέρεια απόδειξης της αιτιώδους συνάφειας αποδεικνύεται περίτρανα και στις περιπτώσεις όπου μεταγενέστερα λαμβάνουν χώρα περιστατικά (τα οποία δεν θα μπορούσαν να είχαν προβλεφθεί κατά τη σύναψη των συμβάσεων και την παροχή των συμβουλών) και εξαιτίας αυτών προκαλείται η ζημία των επενδυτών. Και τούτο επειδή σημασία έχει «η προβλεψιμότητα της ζημίας με βάση τα δεδομένα που είχε υπόψη του κατά το χρόνο τέλεσης της πράξης (αντικειμενική εκ των προτέρων πρόγνωση) και όχι εκ των υστέρων με βάση στοιχεία που εμφανίζονται μετά την επέλευση της ζημίας [...]»⁴⁹².

4.10.5. Ευθύνη βάσει του α. 8 Ν. 2291/1994

Η ΑΕΔΟΕΕ –παρέχοντας τις περιοριστικά αναφερόμενες στο νόμο επενδυτικές υπηρεσίες σε ιδιώτες επενδυτές και όχι σε επαγγελματίες, όπως είναι οι επενδυτές/μεριδιούχοι του ΟΕΕ– ενδέχεται να ευθύνεται για κάθε ζημία που προκάλεσε παράνομα και υπαίτια με πράξη της ή και παράλειψη της σ’ αυτούς κατά την παροχή των ως άνω επενδυτικών υπηρεσιών βάσει των διατάξεων του α. 8 Ν.2291/1994.

Σύμφωνα με τη νομολογία, η περιουσία του αποδέκτη των υπηρεσιών αποτελεί το προστατευόμενο έννομο αγαθό της ως άνω διάταξης, με αποτέλεσμα οι αποδέκτες των επενδυτικών υπηρεσιών να θεωρούνται άμεσα ζημιωθέντες από την παράβαση αυτής⁴⁹³.

Περαιτέρω, αποτελεί βασική προϋπόθεση η κρίση του εάν ο επενδυτής που συμβάλλεται με την ΑΕΔΟΕΕ στο πλαίσιο των προαναφερόμενων συμβάσεων υπάγεται στην έννοια του καταναλωτή, σύμφωνα με τον ορισμό του άρθρου 1α του Ν. 2291/1994, ώστε να τύχει εφαρμογής της ως άνω διάταξης. Αναλυτικότερα, καταναλωτής είναι «κάθε φυσικό πρόσωπο το οποίο ενεργεί για λόγους, οι οποίοι δεν εμπίπτουν στην εμπορική, επιχειρηματική, βιοτεχνική ή ελευθέρια επαγγελματική του δραστηριότητα».

Στο πλαίσιο του προηγούμενου νομοθετικού καθεστώτος, καταναλωτής θεωρούταν ο επενδυτής, ο οποίος συμμετείχε σε μία τέτοια σύμβαση χωρίς να διαθέτει σχετική εξειδίκευση, επιθυμώντας απλώς την ασφαλή τοποθέτηση του κεφαλαίου του⁴⁹⁴. Η άποψη αυτή παραμένει κραταιή και στο πλαίσιο του νέου στενού ορισμού της έννοιας του καταναλωτή, καθώς βασικό

⁴⁹¹ Βλ. ΠΠρΑθ 1240/2021, ΜΠρΑθ 16717/2020, ΤΝΠ Νόμος.

⁴⁹² Βλ. ενδεικτικά ΑΠ 1136/2020, ΑΠ 813/2019, ΤΝΠ Νόμος.

⁴⁹³ Βλ. ενδεικτικά ΕφΑθ 1327/2021, ΤΝΠ Νόμος, ΑΠ 974/2018, ΝοΒ 2019/1476, ΑΠ 865/2017, ΕΕμπΔ 2017/876

⁴⁹⁴ Βλ. ενδεικτικά ΜΠρΑθ 12643/2020, ΕφΑθ 6050/2020 ΤΝΠ Νόμος

κρίτήριο για την απόδοση της έννοιας του καταναλωτή είναι το πρόσωπο να καλύπτει προσωπικές καταναλωτικές του ανάγκες⁴⁹⁵ και να συμβάλλεται με την ερασιτεχνική του ιδιότητα⁴⁹⁶.

Ως προς τις λοιπές προϋποθέσεις του άρθρου 8 Ν. 2251/1994, ισχύουν όσα έχουν ήδη αναφερθεί στο πλαίσιο της αδικοπρακτικής ευθύνης της ΑΚ 914. Ειδικότερα, όποια πράξη εμπίπτει στην έννοια του παρανόμου κατά την ΑΚ 914 αποτελεί και παράνομη πράξη του παρέχοντος την υπηρεσία κατά το άρθρο 8 του Ν. 2291/1994⁴⁹⁷. Παράλληλα, ο επενδυτής δεν υποχρεούται να αποδείξει την υπαιτιότητα της παρέχουσας την υπηρεσία-ΑΕΔΟΕΕ, καθόσον η ευθύνη της είναι νόθος αντικειμενική και η ίδια βαρύνεται με την απόδειξη της μη υπαιτιότητάς της (αντιστροφή του βάρους απόδειξης). Ο νόμος θεμελιώνει μαχητό τεκμήριο υπέρ του καταναλωτή-επενδυτή και αναφορικά με την παρανομία, καθώς η παρέχουσα την υπηρεσία-ΑΕΔΟΕΕ πρέπει να αποδείξει ότι η πράξη ή η παράλειψη δεν ήταν παράνομη κατά την ΑΚ 914⁴⁹⁸.

4.11. Ευθύνη από την παράβαση διατάξεων του Καν. 596/2014

Οι ΑΕΔΟΕΕ (εκτός από τη διαχείριση ΟΕΕ με μη εισηγμένες μετοχές/ μερίδια) διαχειρίζονται και ΟΕΕ, το ενεργητικό των οποίων αποτελείται από μετοχές ή μερίδια τα οποία έχουν εισαχθεί και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε ρυθμιζόμενη αγορά ή πρόκειται να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά. Επίσης, η ΑΕΔΟΕΕ μπορεί να εισαγάγει η ίδια τις μετοχές σε ρυθμιζόμενη αγορά.

Εξαιτίας αυτών των περιπτώσεων, αλλά και ενόψει της ολοένα και αυξανόμενης παρουσίας μετοχών και μεριδίων ΟΕΕ σε ρυθμιζόμενες αγορές, ευλόγως γεννάται το ερώτημα εάν τυγχάνουν εφαρμογής και για τις ΑΕΔΟΕΕ, οι διατάξεις του Καν. 596/2014 σχετικά με την απαγόρευση κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών και παράνομης ανακοίνωσης προνομιακών πληροφοριών⁴⁹⁹, καθώς και με την απαγόρευση χειραγώγησης της αγοράς⁵⁰⁰. Ειδικότερα:

4.11.1. Κατάχρηση προνομιακών πληροφοριών

Προτού αναφερθούμε στις απαγορευμένες κατά τον κανονισμό πράξεις, πρέπει να διερευνήσουμε εάν οι ΑΕΔΟΕΕ μπορούν να θεωρηθούν κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών. Προκειμένου μία πληροφορία να είναι προνομιακή, απαιτείται να πληρούνται οι προϋποθέσεις του άρθρου 7 του Καν. 596/2014, ήτοι αυτή να είναι συγκεκριμένη, να μην έχει δημοσιοποιηθεί,

⁴⁹⁵ Στην περίπτωση που ο επενδυτής δεν καλύπτει με την παροχή των επενδυτικών υπηρεσιών «ίδιες καταναλωτικές ανάγκες», δηλαδή «δεν επιδιώκεται η ικανοποίηση φυσικής ή πνευματικής απαίτησης του βίου του προσώπου», τότε δεν θεωρείται καταναλωτής και δεν εφαρμόζονται οι διατάξεις του Ν. 2251/1994, βλ. σχετικά Εφαθ 1327/2021, ΤΝΠ Νόμος, ΑΠ 1738/2009, ΕφΛαρ 806/2010, ΤΝΠ Νόμος.

⁴⁹⁶ Βλ. Αιτ. Εκθ. Ν. 4512/2018 επί του άρθρου 100.

⁴⁹⁷ Βλ. Φουντεδάκη, εις ΔικΠροστΚαταναλωτή (επιμ. Ελ. Αλεξανδρινού), Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, άρθρο 8 Ν. 2251/1994, 13 επ.

⁴⁹⁸ Βλ. α. 8 παρ. 4 του Ν. 2251/1994.

⁴⁹⁹ Βλ. α. 14 του Καν. 596/2014.

⁵⁰⁰ Βλ. α. 15 του Καν. 596/2014.

να αφορά άμεσα ή έμμεσα έναν ή περισσότερους εκδότες ή ένα ή περισσότερα χρηματοπιστωτικά μέσα και η δημοσιοποίησή της να μπορούσε να επιδράσει σημαντικά στη τιμή των χρηματοπιστωτικών μέσων⁵⁰¹.

Το προσωπικό της ΑΕΔΟΕΕ και κυρίως όσα στελέχη απασχολούνται στη λειτουργία της διαχείρισης του χαρτοφυλακίου και στη λειτουργία διαχείρισης κινδύνων του ΟΕΕ μπορούν να έχουν πρόσβαση κατά την άσκηση των καθηκόντων τους σε προνομιακές πληροφορίες (κατά την ως άνω έννοια) και κατά συνέπεια να θεωρηθούν κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών⁵⁰². Εφόσον, τα διοικητικά στελέχη της ΑΕΔΟΕΕ παράσχουν ενημέρωση, υποβάλλοντας εκθέσεις (και εν γένει λογοδοτούν) στα μέλη του ΔΣ της ΑΕΔΟΕΕ, τότε και τα μέλη του ΔΣ ενδέχεται να θεωρηθούν κάτοχοι προνομιακών πληροφοριών.

Κατά τα λοιπά, κατάχρηση προνομιακής πληροφορίας⁵⁰³ υφίσταται όταν ο κάτοχος της προνομιακής πληροφορίας (εν προκειμένω το στέλεχος ή το μέλος του ΔΣ της ΑΕΔΟΕΕ) τη χρησιμοποιεί για να αποκτήσει (είτε άμεσα είτε έμμεσα) για δικό του λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτου χρηματοπιστωτικά μέσα (εν προκειμένω μετοχές ή μερίδια του ΟΕΕ ή μετοχές της ΑΕΔΟΕΕ) τα οποία αφορά η συγκεκριμένη προνομιακή πληροφορία.

Πέραν τούτο, απαγορεύεται ο εκάστοτε κάτοχος της προνομιακής πληροφορίας (όπως αυτός προκύψει από τα πραγματικά περιστατικά της εκάστοτε εξεταζόμενης περίπτωσης) να την γνωστοποιεί σε τρίτο πρόσωπο, εκτός των περιπτώσεων που η ανακοίνωση γίνεται στο πλαίσιο των καθηκόντων του⁵⁰⁴. Τέτοια περίπτωση ανακοίνωσης, η οποία δεν είναι παράνομη, υφίσταται στις περιπτώσεις παροχής πληροφοριών στους υποψήφιους επενδυτές του ΟΕΕ κατ' άρθρο 23 του Ν. 4209/2013, όπως έχει ήδη εκτεθεί ανωτέρω.

Επίσης, απαγορεύεται ο κάτοχος της προνομιακής πληροφορίας να προβαίνει βάσει αυτής σε συστάσεις ή να παροτρύνει τρίτα πρόσωπα να αποκτήσουν ή να διαθέσουν χρηματοπιστωτικά μέσα (εν προκειμένω μετοχές ή μερίδια του ΟΕΕ ή μετοχές της ΑΕΔΟΕΕ) που αφορά αυτή η πληροφορία ή να ακυρώσουν εντολή σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα τα οποία αφορά αυτή η πληροφορία⁵⁰⁵.

Η εφαρμογή της ως άνω απαγορευτικής διάταξης έρχεται αντιμέτωπη με δυσχερή αποδεικτικά ζητήματα, καθώς για τη θεμελίωση της παράβασης, απαιτείται να αποδειχθεί η κατοχή της προνομιακής πληροφορίας, η γνώση του κατόχου για τον προνομιακό χαρακτήρα αυτής και η

⁵⁰¹ Βλ. αναλυτικότερα για τις προϋποθέσεις αυτές Τουντόπουλος, ο.π., 367 επ., Αυγητίδης Δ., Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, Νομική Βιβλιοθήκη, 2018, 338 επ.

⁵⁰² Βλ. α. 8 παρ. 4 του Καν. 596/2014.

⁵⁰³ Βλ. α. 8 παρ. 1 του Καν. 596/2014.

⁵⁰⁴ Βλ. α. 10 του Καν. 596/2014.

⁵⁰⁵ Βλ. α. 8 παρ. 2 του Καν. 596/2014.

κατάχρηση της προνομιακής πληροφορίας από αυτόν. Επιπλέον των ως άνω, πρέπει να αποδειχθεί ότι η κατάρτιση της εκάστοτε επίμαχης συναλλαγής ήταν αποτέλεσμα κατάχρησης πληροφορίας (αιτιώδης συνάφεια), ώστε να μπορεί να θεμελιωθεί η παράβαση της ως άνω διάταξης⁵⁰⁶.

Κατόπιν τούτων, σώφρον είναι να αναμείνουμε τον τρόπο με τον οποίο θα αντιμετωπίσουν τα ελληνικά δικαστήρια την κατοχή των προνομιακών πληροφοριών από τα ως άνω πρόσωπα (διοικητικά στελέχη και μέλη του ΔΣ της ΑΕΔΟΕΕ), ώστε να καταλήξουμε σε ασφαλή συμπεράσματα σχετικά με την ευθύνη αυτών σε περίπτωση παράβασης των ως άνω διατάξεων του Κανονισμού. Ακολούθως, προκύπτει και το ζήτημα της ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ από την παράνομη δράση των μελών του ΔΣ και εν γένει των στελεχών της κατά την ΑΚ 71, το οποίο θα κριθεί ad hoc.

4.11.2. Χειραγώγηση της αγοράς

Η ΑΕΔΟΕΕ και συγκεκριμένα τα μέλη του ΔΣ αυτής ή οποιοδήποτε άλλο πρόσωπο που έχει εγγύτητα λόγω των καθηκόντων του με πληροφορίες σχετικά με τις μετοχές ή τα μερίδια του υπό διαχείριση ΟΕΕ (λ.χ. διευθυντές, στελέχη που απασχολούνται στη λειτουργία διαχείρισης κινδύνων κ.α.) μπορεί να διαδίδει ψευδείς ή παραπλανητικές πληροφορίες σχετικά με την προσφορά, τη τιμή και τη ζήτηση των μετοχών ή των μεριδίων του ΟΕΕ⁵⁰⁷. Η ίδια μορφή χειραγώγησης μπορεί να συντρέχει και όταν αντικείμενο της διάδοσης είναι οι μετοχές της ίδιας της ΑΕΔΟΕΕ. Η διάδοση μπορεί να λάβει χώρα μέσω του διαδικτύου, διαφόρων δημοσιευμάτων και ανακοινώσεων αλλά και μέσω της ετήσιας έκθεσης του α. 22 του Ν. 4209/2013, στην οποία μπορεί να περιλαμβάνονται ψευδείς και παραπλανητικές πληροφορίες για την λογιστική κατάσταση του υπό διαχείριση ΟΕΕ.

Παράλληλα, για τη θεμελίωση της συγκεκριμένης παράβασης απαιτείται «*το πρόσωπο που τις διέδωσε να γνώριζε, ή να όφειλε να γνωρίζει, ότι οι πληροφορίες ήταν ψευδείς ή παραπλανητικές*», χωρίς να απαιτείται να αποδειχθεί ότι οι υποψήφιοι επενδυτές πράγματι παραπλανήθηκαν και αγόρασαν μετοχές/μερίδια του ΟΕΕ ή μετοχές της ΑΕΔΟΕΕ, καθώς αρκεί η ψευδής πληροφορία να ήταν δυνατόν να τους επηρεάσει να προβούν στην αγορά⁵⁰⁸.

Στο πλαίσιο των προαναφερόμενων υπό το δεύτερο κεφάλαιο της παρούσης δραστηριοτήτων της ΑΕΔΟΕΕ, μπορούν να λάβουν χώρα και άλλες συμπεριφορές των αρμοδίων προσώπων της ΑΕΔΟΕΕ, οι οποίες ενδέχεται να συνιστούν χειραγώγηση κατά το άρθρο 12 του Καν. 596/2014.

Ειδικότερα, είναι δυνατόν η ΑΕΔΟΕΕ διά των διευθυντών ή των μελών του ΔΣ να διενεργήσει συναλλαγές με τις οποίες δίδεται εσφαλμένη εντύπωση σχετικά με την τιμή, την προσφορά ή τη

⁵⁰⁶ Βλ. αναλυτικά για τη σχετική προβληματική, Τουντόπουλος Β., ο.π., 389 επ.

⁵⁰⁷ Βλ. α. 12 παρ. 1 περ. γ' του Καν. 596/2014.

⁵⁰⁸ Βλ. και Τουντόπουλος, ο.π., 403 επ.

ζήτηση των μετοχών/μεριδίων του υπό διαχείριση ΟΕΕ ή των δικών της μετοχών, καθώς και συναλλαγές με τις οποίες διαμορφώνεται η τιμή τους σε τεχνητό επίπεδο⁵⁰⁹. Επίσης, διάφορα όργανα της ΑΕΔΟΕΕ (διευθυντές, διοικητικά στελέχη, μέλη του ΔΣ) δύναται να προβούν σε συναλλαγές, οι οποίες επηρεάζουν τη τιμή των μετοχών/μεριδίων του υπό διαχείριση ΟΕΕ ή των μετοχών της ΑΕΔΟΕΕ και οι οποίες χρησιμοποιούν μεθοδεύσεις και τεχνάσματα⁵¹⁰.

Μέχρι σήμερα, η ελληνική νομολογία δεν έχει ασχοληθεί με τα ζητήματα παραβάσεων του Καν. 596/2014 από ΑΕΔΟΕΕ, ώστε να έχουμε τη δυνατότητα να αναφερθούμε σε μία αναλυτική περιπτώσιολογική αναφορά παραβατικών συμπεριφορών ΑΕΔΟΕΕ, οι οποίες συνιστούν χειραγώγηση⁵¹¹. Είναι, λοιπόν, συνεπές να αναμείνουμε την υπαγωγή επίμαχων συμπεριφορών στις διατάξεις περί απαγόρευσης της χειραγώγησης και την ακόλουθη νομολογιακή αντιμετώπιση αυτών.

4.11.3. Διοικητικές και ποινικές κυρώσεις του Ν. 4443/2016

Στο πλαίσιο της παρούσας ανάλυσης, είναι σκόπιμο να αναφερθούμε στο νομοθετικό πλαίσιο που προβλέπει διοικητικές και ποινικές κυρώσεις για τους παραβάτες των ως άνω διατάξεων.

Συγκεκριμένα, προβλέπεται η επιβολή διοικητικού προστίμου τόσο στα φυσικά όσο και στα νομικά πρόσωπα τα οποία παραβαίνουν τις διατάξεις των άρθρων 14 και 15 του Κανονισμού, το ύψος του οποίου εξαρτάται από τους παράγοντες της παρ. 3 του άρθρου 37 του Ν. 4443/2016, στους οποίους συγκαταλέγονται μεταξύ άλλων και η αξία των παράνομων συναλλαγών και η σοβαρότητα της παράβασης⁵¹².

Εκτός από την επιβολή του προστίμου, δίνεται η δυνατότητα στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να επιβάλλει και διοικητικά μέτρα, όπως αυτά περιγράφονται στην παρ. 2 του α. 37 του Ν. 4443/2017. Ειδικότερα, προβλέπεται η επιβολή ελαφρών διοικητικών μέτρων, όπως λ.χ. εντολή προς τον παραβάτη για διακοπή της παράνομης συμπεριφοράς, δημόσια προειδοποίηση, αποστέρηση των κερδών από την παράνομη συναλλαγή έως και σοβαρότερων, όπως αναστολή της άδειας λειτουργίας της ΑΕΔΟΕΕ. Η επιβολή αυτών εξαρτάται από τους προαναφερόμενους παράγοντες της παρ. 3 του άρθρου 37 του Ν. 4443/2016.

Εκτός από διοικητικά μέτρα, προβλέπονται και ποινικές κυρώσεις για σοβαρές πράξεις κατάχρησης και χειραγώγησης της αγοράς. Ειδικότερα, όποιος *«κατέχοντας προνομιακές πληροφορίες, τις χρησιμοποιεί, με πρόθεση, αποκτώντας ή διαθέτοντας, για ίδιο λογαριασμό ή για*

⁵⁰⁹ Βλ. α. 12 παρ. 1 περ. α' του Καν. 596/2014.

⁵¹⁰ Βλ. α. 12 παρ. 1 περ. β' του Καν. 596/2014.

⁵¹¹ Βέβαια ο Κανονισμός προβαίνει στην παρ. 2 του α. 12 σε μία ενδεικτική αναφορά συμπεριφορών, οι οποίες συνιστούν χειραγώγηση προς διευκόλυνση του εφαρμοστή του δικαίου στην υπαγωγή των πραγματικών περιστατικών στις διατάξεις αυτού.

⁵¹² Βλ. α. 37 παρ. 1 του Ν. 4443/2016.

λογαριασμό τρίτου, άμεσα ή έμμεσα, χρηματοπιστωτικά μέσα που αφορούν οι εν λόγω πληροφορίες» τιμωρείται είτε με φυλάκιση είτε με κάθειρξη ανάλογα με την αξία των παράνομων συναλλαγών⁵¹³. Επιπλέον, τιμωρείται και όποιος με πρόθεση προβαίνει σε σύσταση για τη διενέργεια χρηματοπιστωτικών συναλλαγών με χρήση προνομιακών πληροφοριών, σύμφωνα με τα οριζόμενα στο άρθρο 29 του Ν. 4443/2016 και όποιος με πρόθεση προβαίνει σε παράνομη ανακοίνωση προνομιακών πληροφοριών, σύμφωνα με όσα προβλέπονται στο άρθρο 30 του Ν. 4443/2016.

Περαιτέρω, τιμωρείται και η αξιόποινη χειραγώγηση της αγοράς, σύμφωνα με τα όσα ορίζονται στο άρθρο 31 του Ν. 4443/2016, όπου προβλέπεται και η κακουργηματική μορφή της χειραγώγησης, η στοιχειοθέτηση της οποίας εξαρτάται, μεταξύ άλλων, από την αξία των παράνομων συναλλαγών και από το περιουσιακό όφελος ή την αποφευχθείσα ζημία του δράστη.

4.11.4. Αστική Ευθύνη

Δεδομένου, ότι ο Ν. 4443/2016 δεν προβλέπει αστική ευθύνη όποιου παραβαίνει τις διατάξεις των άρθρων 14 και 15 του Κανονισμού, γεννάται και εν προκειμένω το ερώτημα εάν η παραβίαση των ως άνω διατάξεων μπορεί να θεμελιώσει το παράνομο κατά την ΑΚ 914. Ειδικότερα, κατόπιν όσων έχουν ήδη λεχθεί ανωτέρω υπό 4.7., είναι κρίσιμο να διερευνήσουμε τον προστατευτικό σκοπό των ως άνω διατάξεων και ιδίως εάν επιδιώκουν, πέρα από την εύρυθμη και ασφαλή λειτουργία της αγοράς, και την προστασία του μεμονωμένου επενδυτή. Η θετική απάντηση σ' αυτό το ερώτημα ανοίγει τον δρόμο στον μεμονωμένο επενδυτή να αξιώσει από τον παραβάτη των ως άνω διατάξεων αποζημίωση για τη ζημία την οποία έχει υποστεί, εφόσον συντρέχουν και οι λοιπές προϋποθέσεις της ΑΚ 914.

Η ελληνική νομολογία φαίνεται να αναγνωρίζει, έστω και κάπως επιφυλακτικά, το δικαίωμα του μεμονωμένου επενδυτή να στραφεί κατά του προσώπου που παρέβη τις ως διατάξεις, θεωρώντας ότι «η προστασία της κεφαλαιαγοράς ως θεσμού και η ατομική προστασία του επενδυτή δεν είναι παρά οι δύο όψεις του ιδίου νομίσματος ή έστω συγκοινωνούντα δοχεία, υπό την έννοια ότι η καλή λειτουργία της κεφαλαιαγοράς εμπεδώνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών, η ελλιπής όμως ατομική προστασία τους πλήττει καίρια την εμπιστοσύνη αυτών, πράγμα που αποβαίνει σε βάρος της λειτουργίας της Κεφαλαιαγοράς». Μ' αυτό το σκεπτικό καταλήγει στο συμπέρασμα ότι η αποτελεσματική λειτουργία της Κεφαλαιαγοράς εξασφαλίζεται και μέσα από τη δυνατότητα των μεμονωμένων επενδυτών να στραφούν κατά των ζημιωσάντων και να αξιώσουν αποζημίωση βάσει της ΑΚ 914⁵¹⁴.

⁵¹³ Βλ. α. 28 παρ. 1 και 3 του Ν. 4443/2016 σε συνδυασμό με την παρ. 2 αυτού, όπου ορίζονται τα πρόσωπα, τα οποία θεωρούνται κάτοχοι παράνομων πληροφοριών.

⁵¹⁴ Βλ. Εφαθ 5894/2018, ΤΝΠ Νόμος

Βέβαια και στη συγκεκριμένη περίπτωση εγείρονται αποδεικτικές δυσχέρειες, καθώς ο επενδυτής καλείται να αποδείξει την υπαιτιότητα του ζημιώσαντος, την αιτιώδη συνάφεια μεταξύ της παραβατικής συμπεριφοράς και της επενδυτικής του απόφασης/ καταρτισθείσας συναλλαγής, καθώς και τη ζημία που υπέστη εξαιτίας της παραβατικής συμπεριφοράς⁵¹⁵. Ιδιαίτερα, στις περιπτώσεις κατάχρησης προνομιακών πληροφοριών υιοθετείται και η άποψη ότι δεν υφίσταται καν αιτιώδη συνάφεια ανάμεσα στην παραβατική συμπεριφορά και την επενδυτική απόφαση του επενδυτή ή την καταρτισθείσα από αυτόν συναλλαγή⁵¹⁶.

4.12. Ευθύνη από την παράβαση των διατάξεων του Καν. 1129/2017

Οι ΑΕΔΟΕΕ που υποχρεούνται να δημοσιεύουν ενημερωτικό δελτίο⁵¹⁷ και δεν το πράττουν ή προβαίνουν στη δημοσίευση ενημερωτικού δελτίου κατά παράβαση των διατάξεων του Καν. 1129/2017, ιδίως αυτών που αφορούν το απαραίτητο περιεχόμενό του, υφίστανται τις προβλεπόμενες κατά τ' άρθρο 66 του Ν. 4706/2020 διοικητικές κυρώσεις.

Ειδικότερα, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επιβάλλει στις ΑΕΔΟΕΕ (που παραβαίνουν τις ως άνω διατάξεις) διοικητικά μέτρα, όπως δημόσια ανακοίνωση με τα στοιχεία του παραβάτη, εντολή για παύση της παράβασης, αναστολή ή ανάκληση της άδειας λειτουργίας, ενώ προβλέπεται και η επιβολή προστίμου. Για την επιβολή των μέτρων αυτών και το ύψος του επιβαλλόμενου προστίμου λαμβάνονται υπόψιν οι παράγοντες της παραγράφου 2 του άρθρου 66 του Ν. 4706/2020.

Ο Ν. 4706/2020 σε αντίθεση με τον Ν. 4209/2013, τον Ν. 4514/2018 και τον Ν. 4443/2016, προβλέπει ρητώς την αστική ευθύνη όλων των υπεύθυνων για το ενημερωτικό δελτίο προσώπων, όπως αυτοί ορίζονται στο άρθρο 60 αυτού. Έτσι, η προσφυγή στις γενικές διατάξεις αστικού δικαίου και κυρίως στην ΑΚ 914 δεν είναι απαραίτητη, παρά μόνο αν το επιθυμεί ο ζημιωθείς επενδυτής, ο οποίος μπορεί να αξιώσει αποζημίωση από την ζημιώσασα αυτόν ΑΕΔΟΕΕ, σωρεύοντας στο αγωγικό του δικόγραφο και τις δύο αγωγικές βάσεις.

Περαιτέρω, το άρθρο 61 προβλέπει την ευθύνη των αρμοδίων προσώπων (εν προκειμένω της ΑΕΔΟΕΕ) «για κάθε θετική ζημία που προκλήθηκε από υπαιτιότητα τους και που σχετίζεται με την ακρίβεια και την πληρότητα του ενημερωτικού δελτίου, έναντι όσων απέκτησαν κινητές αξίες μέσα στους πρώτους δώδεκα (12) μήνες από τη δημοσίευσή του». Η «παράνομη» συμπεριφορά του υπέγγυου σε αποζημίωση προσώπου (εν προκειμένω της ΑΕΔΟΕΕ) έγκειται στην ανακρίβεια και τη μη πληρότητα του δημοσιευμένου ενημερωτικού δελτίου. Ως εκ τούτου, συνάγεται ότι στην περίπτωση που δεν δημοσιευτεί ενημερωτικό δελτίο, παρά την υποχρέωση της ΑΕΔΟΕΕ προς

⁵¹⁵ Βλ. σχετικά και Τουντόπουλος, ο.π., 429 επ. με τις εκεί παραπομπές.

⁵¹⁶ Βλ. σχετικά Τουντόπουλος, ο.π., 397.

⁵¹⁷ Βλ. αναλυτικά ανωτέρω υπό 3.7.4.

δημοσίευση και εξ' αυτού προκληθεί ζημία στον επενδυτή, τότε ο τελευταίος θα πρέπει να επικαλεστεί και να αποδείξει τις προϋποθέσεις της ΑΚ 914.

Αναφορικά, με τις αποδεικτικές δυσχέρειες της ΑΚ 914, ο ζημιωθείς επενδυτής δεν χρειάζεται – κατά την επίκληση του α. 61 του Ν.4706/2020– να αποδείξει την υπαιτιότητα της ζημιώσασης ΑΕΔΟΕΕ, η ευθύνη της οποίας είναι αντικειμενική και κατά συνέπεια η ίδια βαρύνεται με το βάρος απόδειξης της μη υπαιτιότητά της. Ως προς τις λοιπές προϋποθέσεις του α. 61 του Ν. 4706/2020, ο ζημιωθείς πρέπει να αποδείξει τη ζημία του και την ύπαρξη αιτιώδους συνάφειας μεταξύ της υπαίτιας παράβασης της ΑΕΔΟΕΕ και της ζημίας, όπως ακριβώς και στην περίπτωση της ΑΚ 914. Κατά συνέπεια, ο ζημιωθείς έρχεται αντιμέτωπος με τις ίδιες αποδεικτικές δυσκολίες, ως αυτές έχουν αναλυθεί ανωτέρω υπό 4.9.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ο ενωσιακός νομοθέτης (με την Οδηγία 2011/61/ΕΕ) αναγνωρίζοντας τους κινδύνους που συνεπάγεται –τόσο για την σταθερότητα και εύρυθμη λειτουργία της αγοράς όσο και για τα συμφέροντα των επενδυτών– η δραστηριότητα των ΔΟΕΕ προχώρησε στη θέσπιση ενός αυστηρού πλαισίου κανόνων για την αδειοδότηση και την εποπτεία τους, προκειμένου να εξασφαλίσει την προστασία των συμφερόντων των επενδυτών στο μέγιστο βαθμό⁵¹⁸. Κατ' ακολουθία ο Ν. 4209/2013 (με τον οποίο ενσωματώθηκε η Οδηγία 2011/61/ΕΕ στο ελληνικό δίκαιο) προβλέπει τη διαρκή εποπτεία της δραστηριότητας των ΑΕΔΟΕΕ από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και τη δυνατότητα επιβολής διοικητικών κυρώσεων σε περίπτωση παράβασης των υποχρεώσεων, ως αυτές εκτέθηκαν αναλυτικώς στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσης.

Όμως, ο ενωσιακός νομοθέτης δεν χαρακτήρισε νομικά τις ως άνω υποχρεώσεις, ούτε προέβλεψε την ύπαρξη αστικής (αποζημιωτικής) ευθύνης σε περίπτωση παράβασης αυτών, αφήνοντας να εννοηθεί, όμως, ότι η ΑΕΔΟΕΕ έχει ευθύνη έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών του⁵¹⁹. Η ανάγκη ύπαρξης αστικής ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ, όμως, είναι επιβεβλημένη λόγω των κινδύνων που συνεπάγεται ο ευρύς κύκλος των δραστηριοτήτων της και των ριψοκίνδυνων –πολλές φορές– επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνουν τα στελέχη της κατά την εκτέλεση των δραστηριοτήτων της, οι οποίες ενδέχεται να προκαλέσουν ζημία τόσο στον ΟΕΕ όσο και στους μεριδιούχους/επενδυτές του.

Έτσι, την απουσία κανόνων αστικής ευθύνης καλούνται, κατά τη γνώμη της γράφουσας, να καλύψουν οι γενικές διατάξεις του δικαίου για την αστική ευθύνη (συμβατική και εξωσυμβατική-αδικοπρακτική).

Ως εκτέθηκε ανωτέρω, για την ύπαρξη συμβατικής ευθύνης είναι απαραίτητο να υπάρχει συμβατική σχέση και συγκεκριμένες συμβατικές υποχρεώσεις. Έτσι, η ανάθεση της διαχείρισης του ΟΕΕ μπορεί να θεωρεί ότι αποτελεί εντολή ή σύμβαση ανεξάρτητων υπηρεσιών ή να αποτελέσει αντικείμενο μιας οποιασδήποτε άλλης μη επώνυμης σύμβασης κατά την αρχή της ελευθερίας των συμβάσεων. Αναφορικά με τις συμβατικές υποχρεώσεις, οι υποχρεώσεις του τρίτου κεφαλαίου μπορούν να αποτελέσουν περιεχόμενο της σύμβασης ανάθεσης ή η ΑΕΔΟΕΕ να υποχρεούται να τις τηρήσει στο πλαίσιο της καλόπιστης εκτέλεσης της σύμβασης (ΑΚ 288).

Παράλληλα, η αρχή της καλής πίστης μπορεί να διαδραματίσει το μέσο, ώστε να θεμελιωθεί η ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ έναντι του ΟΕΕ και των επενδυτών/μεριδιούχων του από την παράβαση των υποχρεώσεων που αναλύονται στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσης.

⁵¹⁸ Βλ. και Προοίμιο της Οδηγίας αρ. 92 και 94.

⁵¹⁹ Βλ. ανωτέρω υπό 4.1.

Για την ύπαρξη αδικοπρακτικής ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ, ως αναφέρθηκε, πρέπει να διαπιστωθεί εάν οι υποχρεώσεις του τρίτου κεφαλαίου μπορούν να θεμελιώσουν το παράνομο της ΑΚ 914, ήτοι εάν έχουν θεσπιστεί για να προστατεύσουν και το ατομικό συμφέρον του επενδυτή (ή εν γένει το συλλογικό συμφέρον των επενδυτών/μεριδιούχων του ΟΕΕ) ή άλλως εάν το παράνομο μπορεί να θεμελιωθεί στη γενική υποχρέωση πρόνοιας και ασφάλειας των αγαθών των άλλων. Περαιτέρω, αναδείχθηκε και το ζήτημα των αποδεικτικών δυσχερειών που θα προκύψουν με τις υπόλοιπες προϋποθέσεις για τη θεμελίωση ευθύνης (τόσο σε συμβατικό όσο σε αδικοπρακτικό επίπεδο) και το οποίο θα κληθεί να αντιμετωπίσει η νομολογία τα επόμενα έτη.

Η δραστηριότητα της ΑΕΔΟΕΕ μπορεί να προκαλέσει παράβαση και διατάξεων του Δικαίου της Κεφαλαιαγοράς, όπως του Ν. 4514/2018 για τις επενδυτικές υπηρεσίες (καθώς η ΑΕΔΟΕΕ μπορεί να παρέχει συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες), του Καν. 596/2014 (για την απαγόρευση κατάχρησης και χειραγώγησης της αγοράς), καθώς και του Καν. 1129/2017 και του εφαρμοστικού αυτού Ν. 4706/2020 (για το ενημερωτικό δελτίο).

Στις περιπτώσεις αυτές, τα νομικά ζητήματα που διατυπώθηκαν στην παρούσα έχουν αποτελέσει και περιεχόμενο σχετικών δικαστικών αποφάσεων, με διαφορετικό όμως υποκείμενο παραβαίνοντος. Απομένει, λοιπόν, να αναμείνουμε τα επόμενα έτη το πως θα αντιμετωπίσει η νομολογία την παράβαση των ως διατάξεων συγκεκριμένα από την ΑΕΔΟΕΕ, ώστε να καταλήξουμε σε ασφαλή συμπεράσματα για την ευθύνη της από την παράβαση αυτών.

Συμπερασματικά, η απουσία ρητής πρόβλεψης για την αστική ευθύνη της ΑΕΔΟΕΕ δημιουργεί πολλά ερμηνευτικά ζητήματα, με τα οποία θα έρθει αντιμέτωπος στο μέλλον ο πολιτικός δικαστής, καθώς η σχετικά πρόσφατη εισαγωγή της ΑΕΔΟΕΕ στην ελληνική έννομη τάξη και ο περιορισμένος (έως τώρα) χαρακτήρας των διακινούμενων κεφαλαίων δεν έχουν επιτρέψει μέχρι σήμερα την έκδοση σχετικών αποφάσεων από τα ελληνικά δικαστήρια. Η νομολογιακή και θεωρητική ενασχόληση, τα επόμενα έτη, με την έννοια της ΑΕΔΟΕΕ θα δώσει απαντήσεις σε πολλά από τα εκτιθέμενα στο παρόν νομικά ζητήματα. Ακολούθως, κατά τη γνώμη της γράφουσας, θα αναδειχθεί και η ανάγκη για νομοθετική ρύθμιση της αστικής ευθύνης της ΑΕΔΟΕΕ, κατά τρόπο, ώστε ο νομοθέτης να λάβει υπόψιν την ιδιαιτερότητα των δημιουργούμενων έννομων σχέσεων μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών και τις αποδεικτικές δυσχέρειες που αυτές συνεπάγονται.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ & ΑΡΘΟΓΡΑΦΙΑ

- Αυγητίδης Δ.*, Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2018
- Αυγητίδης Δ.*, Η ευθύνη του αναδόχου στο δίκαιο προστασίας του καταναλωτή, εκδ. Αντ. Ν. Σάκκουλας, 2005
- Γεωργιάδης Α.*, Εγχειρίδιο Ειδικού Ενοχικού Δικαίου, εκδ. Π.Ν. Σάκκουλας, 2014
- Γεωργιάδης Α.*, Σύντομη Ερμηνεία του Αστικού Κώδικα, Τόμος Ι, εκδ. Π.Ν. Σάκκουλας, 2010
- Γεωργιάδης Στ.*, Η ευθύνη της επιχείρησης παροχής επενδυτικών υπηρεσιών από την παροχή επενδυτικών συμβουλών, εκδ. Αντ. Σάκκουλας, 2003
- Γεωργιάδης Στ.*, Η φύλαξη και η διαχείριση κινητών αξιών, ΧρΙΔ 2004, 118
- Δωρής Φ.*, Σκέψεις για την προϋπόθεση της «παρανομίας», ΤιμΤ Σταθόπουλου, 2010
- Καραγκουνίδης Α.*, Προστασία των επενδυτών, εκδ. Σάκκουλας, 2007
- Καρατζένης*, Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Θ' Συνέδριο Εμπορικού Δικαίου, 1999
- Κιτσαράς Α.*, Η αστική ευθύνη του νομικού προσώπου, εις «Δίκαιο Νομικών Προσώπων» (επ.υλ. Κ. Ρούσσος), 2010
- Λαγαρία Αικ.*, Οι Κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση, Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2017
- Λιάππης Δ.*, Αποζημίωση των Επενδυτών και Δίκαιο της Κεφαλαιαγοράς, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2012
- Λιβαδά Χ.*, σε Σωτηρόπουλος Γ.(επιμ.), Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ' άρθρο Ν.4548/2018, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2020
- Λιβαδά Χ.*, Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας, Εισαγωγή-Εταιρική Διακυβέρνηση, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2020
- Μούζουλας Σ.*, Η οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2015
- Μούζουλας Σ.*, Κατηγοριοποίηση των εταιρειών διαχείρισης οργανισμών συλλογικών επενδύσεων με βάση τις Οδηγίες 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ, ΕπισκεΕΔ 2011
- Μούζουλας Σ.*, Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture capital)- Η κατάρτιση συμφωνίας χρηματοδότησης, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 1997
- Μούζουλας Σ.*, Οι Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, (2η έκδοση), εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2000

Μούζουλας Σ., Η διάκριση των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων σε ανοιχτού και κλειστού τύπου ως κριτήριο κατηγοριοποίησης των διαχειριστών τους, *ΕπισκεΔ* 2013, 794 επ.

Μούζουλας Σ., Διακυβέρνηση Ανωνύμων Εταιριών και Σύγχρονη Αγορά Κεφαλαίου-Κατ' άρθρο ερμηνεία του Ν.4706/2020- Εταιρική διακυβέρνηση Άρθρα 1-36- Άρθρο 44 ν. 4449/17 (επιτροπή ελέγχου), εκδ. Σάκκουλα, τομ.1, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2021

Παπαντώνη Μ., Επενδυτικές συμβουλές και διαχείριση χαρτοφυλακίου, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, 2000

Ρόκας/ Γκόρτσος Χρ./Μικρουλέα Α./Λιβαδά Χ., Στοιχεία Τραπεζικού Δικαίου, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2016

Σταθόπουλος Μ., Επιτομή Γενικού Ενοχικού Δικαίου, εκδ. Σάκκουλα, 2004 (Ανατύπωση 2014)

Τουντόπουλος Β., Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς (Β' έκδοση), εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα-Θεσσαλονίκη, 2021

Τσένε Χ., Ειδικά ζητήματα ενεργοποίησης των θεσμικών επενδυτών στο πεδίο της εταιρικής διακυβέρνησης, *ΕΕμπΔ* 2019, 267 επ.

Φουντεδάκη, σε Αλεξανδρινού Ελ.(επιμ.), Δίκαιο Προστασίας Καταναλωτή, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα 2018

Φράγκος Ν., Hedge-Funds. Γενικά Γνωρίσματα και ένταξη στο δίκαιο συλλογικών επενδύσεων, *ΔΕΕ* 2004, 894 επ.

Ψαρουδάκης Γ., σε Σωτηρόπουλος Γ.(επιμ.), Δίκαιο Ανώνυμης Εταιρείας: Ερμηνεία κατ' άρθρο Ν.4548/2018, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 2020

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ & ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Duncan D., Curtin E. and Crosignani M., Alternative regulation: the directive on alternative investment fund managers, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6, No. 3, διαθέσιμο σε: <https://academic.oup.com/cmlj/article/6/3/326/361726>

Hodge T.C., The Alternative Investment Fund Managers Directive: The European Union gives private equity funds managers the “Social Market Economy” Treatment, 18 *N.C. Banking Inst.* 321 (2013), διαθέσιμο σε: <http://scholarship.law.unc.edu/ncbi/vol18/iss2/4>

Metrick, Andrew and Yasuda, *Venture Capital and the Finance of Innovation* (3rd Edition, Andrew Metrick and Ayako Yasuda, eds., John Wiley and Sons, Inc., 2021, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=929145>

Partsch T., Delegation, in Zetsche D. (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, (Third Edition), 2020 Kluwer Law International BV, The Netherlands

Randy I. Anderson, Sebastian Krautz & Nico B. Rottke (2016) Is real estate private equity real estate? - Dynamic interactions between real estate private equity funds, non-real estate private equity funds, and direct real estate investments, *Journal of Property Research*, 33:3, 252-268, διαθέσιμο σε:

<https://www.tandfonline.com/action/showCitFormats?doi=10.1080/09599916.2016.1209781>

Seretakis A., EU Hefge Funds Regulation: Hedge Funds and Single Supervision, (October 1, 2018) in *European Company Law Issue* 6, 2018, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2447144>

Steininger B. I. and Pommeranz C., Regulation of Managers and Real Estate Investment Vehicles in Europe (August 10, 2016). Companion to Real Estate Investment, by Bryan MacGregor, Rainer Schulz, Graeme Newell, and Richard K. Green (Editors), Routledge, Forthcoming, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2850716>

Zetsche D., Introduction in Zetsche D. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, (Third Edition), 2020 Kluwer Law International BV, The Netherlands

Zetsche D., *The Anatomy of European Investment Fund Law*, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2951681>

Zetsche D. & Eckner D., Appointment, Authorization and Organization of the AIFM in D. Zetsche (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, (Third Edition), 2020 Kluwer Law International BV, The Netherlands

Zetsche D. & Hanke M., Risk Management in Zetsche D. (ed.) *The Alternative Investment Fund Managers Directive* (Third Edition), 2020 Kluwer Law International BV, The Netherlands

Zetsche D. & Preiner C., Scope of the AIFMD in Zetsche D. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, (Third Edition), 2020 Kluwer Law International BV, The Netherlands

Zetsche D., Eckner D. & Yeboah-Smith M., Investor Information and Reporting in Zetsche D. (ed.), *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, (Third Edition), 2020 Kluwer Law International BV, The Netherlands

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΔΙΚΑΣΤΗΡΙΩΝ

ΑΠ 1738/2009, ΤΝΠ Νόμος

ΑΠ 1364/2013, ΤΝΠ Νόμος

ΑΠ 244/2016, ΤΝΠ Νόμος

ΑΠ 865/2017, ΕΕμπΔ 2017/876

ΑΠ 1298/2017, ΤΝΠ Νόμος

ΑΠ 1848/2017, ΤΝΠ Νόμος

ΑΠ 370/2018, ΝοΒ 2018/254
ΑΠ 974/2018, ΝοΒ 2019/1476
ΑΠ 536/2019, ΤΝΠ Νόμος
ΑΠ 813/2019, ΤΝΠ Νόμος
ΑΠ 1136/2020, ΤΝΠ Νόμος
ΑΠ 290/2021, ΤΝΠ Νόμος
ΑΠ 354/2022, ΤΝΠ Νόμος
ΑΠ 1266/2022, ΤΝΠ Νόμος
Εφαθ 622/2018, ΔΕΕ 2018, 648
Εφαθ 3255/2020, ΤΝΠ Νόμος
Εφαθ 6050/2020, ΤΝΠ Νόμος
Εφαθ 1327/2021, ΤΝΠ Νόμος
Εφαθ 3165/2021, ΤΝΠ Νόμος
ΕφΛαρ 806/2010, ΤΝΠ Νόμος
Εφαθ 5894/2018, ΤΝΠ Νόμος
ΜονΠρωτΑθ 12643/2020, ΤΝΠ Νόμος
ΜονΠρωτΑθ 16717/2020, ΤΝΠ Νόμος
ΠολΠρωτΑθ 1902/2017, ΤΝΠ Νόμος
ΠολΠρωτΑθ 1240/2021, ΤΝΠ Νόμος

ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΑ ΚΕΙΜΕΝΑ & ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ ΑΡΜΟΔΙΩΝ ΕΠΟΠΤΙΚΩΝ ΑΡΧΩΝ ΚΑΙ ΦΟΡΕΩΝ

- ESMA Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2022, 3.2.2022, ESMA50-165-1948, διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/document/eu-alternative-investment-funds-2022-statistical-report>
- ESMA, Consultation Paper, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 19.12.2012, ESMA/2012/845, διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-845.pdf>
- ESMA, Final report, Guidelines on key concepts of the AIFMD, 24.5.2013, ESMA/2013/600, διαθέσιμο σε: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-600_final_report_on_guidelines_on_key_concepts_of_the_aifmd_0.pdf

- ESMA, Key concepts of the alternative investment fund managers directive and types of AIFM, Discussion Paper, 23.2.2012, ESMA/2012/117, διαθέσιμο σε: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012-117.pdf>
- ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με βασικές έννοιες της οδηγίας ΔΟΕΕ, 13.8.2013 /ESMA/2013/611, διαθέσιμο σε: http://www.hcmc.gr/aweb/files/thesmiko_plaisio/files/Katefthintiries%20grammes.pdf
- ESMA, Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις ορθές μισθολογικές πολιτικές βάσει της οδηγίας σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ), 03.07.2013 | ESMA/2013/232, διαθέσιμο σε: http://www.hcmc.gr/aweb/files/thesmiko_plaisio/files/Katefthintiries%20grammes%20gia%20misthologikes%20politikes.pdf
- Απόφαση 18/809/21.2.2018 του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς
- Αστικός Κώδικας
- Έκθεση της Επιτροπής προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο για την αξιολόγηση της εφαρμογής και του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας 2011/61/ΕΕ [COM(2020) 232 final], διαθέσιμο σε: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0232&from=DE>
- Ετήσια Έκθεση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς 2021 (Μάρτιος 2022), διαθέσιμο σε: http://www.hcmc.gr/aweb/files/Annual_Reports/files/Annual_Report_2021_gr.pdf
- Κανονισμός (ΕΕ) 213/ 2013
- Κανονισμός (ΕΕ) 694/2014
- Κανονισμός (ΕΕ) 565/2017
- Κανονισμός (ΕΕ) 1129/2017
- Κανονισμός (ΕΕ) 2402/2017
- Ν. 2367/1995
- Ν. 2778/1999
- Ν. 2992/2002
- Ν. 4099/2012
- Ν. 4209/2013 και Αιτ. Έκθεση
- Ν. 4443/2016
- Ν. 4512/2018 Αιτ. Έκθεση
- Ν. 4514/2018
- Ν. 4548/2018

- Ν. 4706/2020 και αιτ. Έκθεση
- Οδηγία 2009/65/EK
- Οδηγία 2011/61/EE
- Οδηγία 2014/65/EE
- Οδηγία 2017/828/EE
- 2η Εταιρική Οδηγία (77/91/ΕΟΚ)

ΠΗΓΕΣ ΑΠΟ ΤΟ ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ

AIMA, A guide to institutional investors' views and preferences regarding hedge fund operational infrastructures, AIMA Investor Steering Committee, 2011, διαθέσιμο σε: <https://acc.aima.org/static/uploaded/7fe04dd4-1149-4415-a707a233374597b2.pdf>

EFAMA Response to ESMA's Consultation Paper on Guidelines on key concepts of the AIFMD, 23 March 2012 [12-4017], διαθέσιμο σε: www.efama.org

Invest Europe AIFMD Essentials A guide to the Alternative Investment Fund Managers Directive, διαθέσιμο σε: https://www.ivca.ie/wp-content/uploads/2020/01/Invest-Europe-AIFMD-Essentials_May-2017.pdf