

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Λογιστική και  
Χρηματοοικονομική**



**Μεταπτυχιακή Διατριβή**

**Οι Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων, το ρυθμιστικό πλαίσιο της  
διαχείρισης και της εμπορικής προώθησης των εναλλακτικών  
επενδύσεων στην ΕΕ, βάσει της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ για τους  
Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων**

**Μάλλiou Μερóπη Μαρία**

**Επιβλέπων Καθηγητής: Σπηλιόπουλος Οδυσσέας**

Διατριβή υποβληθείσα στο Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου  
Πελοποννήσου. Η παρούσα διατριβή αποτελεί μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση  
του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Καλαμάτα, Ιούνιος 2023

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΛΟΠΟΝΝΗΣΟΥ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ & ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

**Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Λογιστική και  
Χρηματοοικονομική**



**Τριμελής Εξεταστική Επιτροπή**

**Σπηλιόπουλος Οδυσσέας (Επιβλέπων) Αν. Καθηγητής, Τμήμα  
Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου**

**Αγοράκη Μαρία Ελένη Επ. Καθηγήτρια, Τμήμα Λογιστικής και  
Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου**

**Μακρής Ηλίας Καθηγητής, Τμήμα Λογιστικής και  
Χρηματοοικονομικής, Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου**

UNIVERSITY OF PELOPONNESE  
DEPARTMENT OF ACCOUNTING & FINANCE

**Master Program in Accounting and Finance**



**Master of Science (M.Sc)  
in Accounting and Finance**

**Postgraduate Thesis**

**Alternative Investment Funds and the regulatory framework of  
managing and marketing of alternative investments within the EU,  
according to Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund  
Managers**

**Malliou Meropi Maria**

**Supervisor Professor: Spiliopoulos Odysseas**

Thesis submitted to the Department of Accounting & Finance of the University of Peloponnese. This dissertation is part of the requirements for obtaining the Master's Degree in Accounting and Finance

**Kalamata, June 2023**

UNIVERSITY OF PELOPONNESE  
DEPARTMENT OF ACCOUNTING & FINANCE

**Master Program in Accounting and Finance**



**Master of Science (M.Sc)  
in Accounting and Finance**

**Thesis Committee**

**Spiliopoulos Odysseas (Supervisor) Associate Professor, Department of  
Accounting & Finance, University of Peloponnese**

**Agoraki Maria Eleni Assistant Professor, Department of Accounting &  
Finance, University of Peloponnese**

**Makris Ilias Professor, Department of Accounting & Finance, University  
of Peloponnese**

δηλώνω υπεύθυνα ότι:

1) Είμαι η κάτοχος των πνευματικών δικαιωμάτων της πρωτότυπης αυτής εργασίας και από όσο γνωρίζω η εργασία μου δε συκοφαντεί πρόσωπα, ούτε προσβάλλει τα πνευματικά δικαιώματα τρίτων.

2) Αποδέχομαι ότι το Τμήμα Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής μπορεί, χωρίς να αλλάξει το περιεχόμενο της εργασίας μου, να τη διαθέσει σε ηλεκτρονική μορφή μέσα από τη ψηφιακή Βιβλιοθήκη του Ιδρύματος, να την αντιγράψει σε οποιοδήποτε μέσο ή/και σε οποιοδήποτε μορφότυπο καθώς και να κρατά περισσότερα από ένα αντίγραφα για λόγους συντήρησης και ασφάλειας.

**Αφιερώνεται στην κόρη μου Σοφία και στο γιο μου Στέφανο..**

**« για τις βόλτες που η μαμά δεν μπορούσε να έρθει »**

## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον σύζυγο και τα παιδιά μου, για τη στήριξη και την υπομονή τους.

Τους φίλους και τους συναδέλφους μου, για τη στήριξη και την κατανόησή τους.

Τον επιβλέποντα καθηγητή κύριο Σπηλιόπουλο Οδυσσέα, για την συνεργασία και την καθοδήγηση, κατά την εκπόνηση αυτής της εργασίας.

Όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος για τη συνεργασία και τη βοήθεια, κατά την περίοδο του lockdown την εποχή του covid.

Καθώς και τις συμφοιτήτριες και τους συμφοιτητές μου, για τις δύσκολες αλλά και τις όμορφες στιγμές που περάσαμε απομακρυσμένα αλλά μαζί, κατά την εποχή του covid.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Περίληψη .....	XI
Abstract .....	XIII
Κατάλογος Ακρωνυμίων – Συνοτομογραφιών .....	XIV
Εισαγωγή.....	1
<b>1. ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ .....</b>	<b>3</b>
1.1 Ιστορική αναδρομή .....	3
1.2 Ορισμός εναλλακτικών επενδύσεων .....	4
1.3 Γενικά χαρακτηριστικά των εναλλακτικών επενδύσεων .....	6
1.4 Κατηγοριοποίηση .....	8
1.4.1 Ιδιωτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Private Equity) .....	10
1.4.2 Ιδιωτικά Ταμεία Χρεών (Private Debt) .....	11
1.4.3 Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds ) .....	12
1.4.4 Επενδύσεις σε Ακίνητη Περιουσία (Real Estate).....	13
1.4.5 Επενδύσεις σε Εμπορεύματα (Commodities) .....	14
1.4.6 Επενδύσεις σε Συλλεκτικά Αντικείμενα (Collectibles) .....	15
1.4.7 Δομημένα προϊόντα (Structured Products).....	15
1.4.8 Άλλες εναλλακτικές επενδύσεις .....	18
<b>2. ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΟΠΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.....</b>	<b>19</b>
2.1 Νομικό και κανονιστικό πλαίσιο του Ευρωπαϊκού επενδυτικού δικαίου .....	19
2.1.1 Πυλώνες του Ευρωπαϊκού επενδυτικού δικαίου .....	19
2.1.2 Το Επενδυτικό Τρίγωνο .....	24
2.1.3 Διαδικασία Lamfalussy.....	25
2.2 Θεσμοθέτηση εποπτικού μηχανισμού σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο.....	30
2.2.1 Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) – Ο ρόλος της ως κύρια εποπτική αρχή .....	30
2.2.2 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς .....	36
<b>3. ΤΟ ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 2011/61/ΕΕ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....</b>	<b>41</b>
3.1 Ρυθμιστικοί στόχοι και πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας (AIFMD) .....	41
3.1.1 Ρύθμιση των διαχειριστών των Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, αντί των ίδιων των οργανισμών .....	42
3.1.2 Πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας .....	43
3.1.3 Εξαιρέσεις εφαρμογής της Οδηγίας .....	44



3.1.4 Υπολογισμός των υπό διαχείριση κεφαλαίων (Assets Under Management) ....	46
3.2 Οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων.....	47
3.2.1 Προσδιορισμός Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ).....	47
3.2.2 Προϋποθέσεις για να χαρακτηριστούν οι ΟΣΕ ως ΟΕΕ .....	49
3.2.3 Διαφορές ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ.....	50
3.3 Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων .....	52
3.3.1 Προσδιορισμός Διαχειριστών Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων .....	52
3.3.2 ΔΟΕΕ που έχουν υπό τη διαχείρισή τους μικρούς ΟΕΕ .....	52
3.4 Ταμεία EuSEF, EuVECA, ELTIF .....	54
3.4.1 ELTIF (Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια).....	54
3.4.2 EuVECA και EuSEF .....	55
3.4.2.1 EuVECA (Ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου).....	55
3.4.2.2 EuSEF (Ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας) .....	56
3.4.3 Συμπερασματικά για τους «μικρούς ΔΟΕΕ» που διαχειρίζονται ταμεία EuVECA και EuSEF .....	57
3.5 Αδειοδότηση ΔΟΕΕ .....	58
3.5.1 Υποχρέωση παροχής πληροφοριών κατά την αδειοδότηση των ΔΟΕΕ .....	58
3.5.2 Προϋποθέσεις για αδειοδότηση των ΔΟΕΕ.....	59
3.5.3 Εσωτερική-εξωτερική διαχείριση του ΟΕΕ .....	60
3.6 Η πληροφόρηση των αρμοδίων αρχών και των επενδυτών, βάσει της ΟΔΟΕΕ.....	61
3.6.1 Απαιτήσεις διαφάνειας και υποχρεώσεις γνωστοποίησης .....	62
3.6.2 Υποχρέωση για πληροφόρηση των αρμόδιων αρχών .....	62
3.6.3 Υποχρεώσεις διαφάνειας και γνωστοποίησης του ΔΟΕΕ προς το κράτος μέλος καταγωγής του.....	64
3.6.4 Υποχρέωση των ΔΟΕΕ για πληροφόρηση των επενδυτών .....	65
3.6.5 Ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμοδίων εποπτικών αρχών των κρατών μελών .....	68
3.7 Η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων .....	69
3.7.1 Διαχείριση κινδύνων, τα καθήκοντα του Διαχειριστή .....	69
3.7.2 Διαχωρισμός λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων λειτουργικά και ιεραρχικά ...	70
3.7.3 Πολιτική διαχείρισης κινδύνων .....	75
3.8 Θεσμοθέτηση πολιτικής αμοιβών – Αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων.....	77
3.8.1 Πολιτική αμοιβών.....	77
3.8.2 Σύγκρουση συμφερόντων.....	79
4. ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΕΣ.....	82
4.1 Διορισμός και καθήκοντα .....	82
4.2 Κριτήρια για την ανάληψη καθηκόντων θεματοφυλακής.....	83

4.3 Κανόνες για ασφαλή φύλαξη.....	85
4.4 Υποχρεώσεις γνωστοποίησης στις αρμόδιες εποπτικές αρχές .....	86
4.5 Ευθύνη θεματοφύλακα – Ανάθεση λειτουργιών σε τρίτο μέρος.....	87
<b>5. ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΔΙΑΒΑΤΗΡΙΟΥ - ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΠΡΟΩΘΗΣΗ, ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΟΕΕ ...</b>	<b>88</b>
5.1 Πορεία προς την αμοιβαία αναγνώριση και το ευρωπαϊκό διαβατήριο.....	88
5.2 Το καθεστώς του ευρωπαϊκού διαβατηρίου.....	88
5.3 Διασυνοριακή διαχείριση ΟΕΕ .....	90
5.3.1 Διαχείριση ΟΕΕ της ΕΕ σε άλλο κράτος μέλος.....	91
5.3.2 Διαχείριση ΟΕΕ κράτους μέλους της ΕΕ άλλο από το κράτος μέλος αναφοράς του ΔΟΕΕ τρίτης χώρας.....	91
5.3.3 Διαχείριση ΟΕΕ εκτός ΕΕ σε Τρίτη χώρα.....	92
5.4 Εμπορική προώθηση ΟΕΕ .....	93
5.4.1 Προώθηση μεριδίων ή μετοχών ΟΕΕ.....	93
5.4.2 Εμπορική προώθηση ΟΕΕ της ΕΕ, στην Ένωση.....	93
5.4.3 Εμπορική προώθηση στην Ένωση ΟΕΕ εκτός ΕΕ, διαχειριζόμενοι από ΔΟΕΕ της ΕΕ, με διαβατήριο .....	94
5.4.4 Προώθηση ΟΕΕ της ΕΕ ή εκτός ΕΕ από ΔΟΕΕ εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, κάνοντας χρήση διαβατηρίου.....	94
5.4.5 Εμπορική προώθηση στην Ένωση, ΟΕΕ εκτός ΕΕ διαχειριζόμενοι από ΔΟΕΕ της ΕΕ, χωρίς διαβατήριο (ιδιωτική τοποθέτηση).....	96
5.4.6 Εμπορική προώθηση στην Ένωση, ΟΕΕ εκτός ΕΕ διαχειριζόμενοι από ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ, χωρίς διαβατήριο (ιδιωτική τοποθέτηση) .....	96
5.4.7 Εμπορική προώθηση στο ευρύ κοινό .....	97
5.5 Αποτίμηση του καθεστώτος διαβατηρίου .....	97
5.6 Ειδικά καθεστώτα τοποθέτησης (NPPR) .....	99
5.7 Επίκαιρα στατιστικά στοιχεία .....	101
<b>ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....</b>	<b>106</b>
<b>ΠΗΓΕΣ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....</b>	<b>110</b>

## Περίληψη

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται τη διαμόρφωση του κανονιστικού πλαισίου που ρυθμίζει την ευρωπαϊκή επενδυτική αγορά και ιδίως τον τομέα των εναλλακτικών επενδύσεων. Η χρηματοπιστωτική κρίση του 2007 ανέδειξε ελλείψεις της χρηματοπιστωτικής αγοράς της Ένωσης, ως προς την εποπτεία και τη διαχείριση κινδύνων, τους κανόνες διαφάνειας, και τη φύλαξη περιουσιακών στοιχείων. Κατέστησε επιτακτική την ανάγκη ρύθμισης του τομέα των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων.

Με την εισαγωγή της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων στο ενωσιακό δίκαιο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θέλησε να θέσει ένα σαφές και συνεκτικό κανονιστικό πλαίσιο για τη λειτουργία και εποπτεία των Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων στην ΕΕ, μέσω της ρύθμισης των Διαχειριστών τους. Στην εργασία αναλύεται το θεωρητικό υπόβαθρο και συγκεκριμένα η έννοια, τα γενικά χαρακτηριστικά αλλά και οι διάφορες κατηγορίες των εναλλακτικών επενδύσεων και μέσω της αποτύπωσης του γενικού νομοθετικού πλαισίου του ευρωπαϊκού επενδυτικού δικαίου, της νομοπαραγωγικής διαδικασίας των εν λόγω κανόνων δικαίου καθώς και του ισχύοντος ευρωπαϊκού εποπτικού μηχανισμού, αναλύονται οι λειτουργικές διατάξεις της Οδηγίας για τη διαχείριση και την εμπορική προώθηση των ΟΕΕ στα κράτη μέλη της ΕΕ.

Η παρούσα μελέτη διεξήχθη βάσει λεπτομερούς ανασκόπησης του ισχύοντος νομικού πλαισίου καθώς και βιβλιογραφικής αναζήτησης από τον Δεκέμβριο του 2021 μέχρι τον Ιούνιο 2022. Σκοπός είναι να δοθούν απαντήσεις στα ερωτήματα που αναδύθηκαν κατά την εκπόνηση, ως προς την οριοθέτηση της έννοιας των εναλλακτικών επενδύσεων, τα πεδία δραστηριοποίησής τους, τη διαφοροποίησή των ΟΕΕ από άλλους τύπους επενδυτικών οργανισμών. Αναλύοντας τις πολυποίκιλες σχέσεις που δημιουργούνται μεταξύ διαχειριστών, θεματοφυλάκων και εποπτικών αρχών, το νομικό καθεστώς που εισήχθη για τη διασυννοριακή διαχείριση και την εμπορική προώθηση μεταξύ των κρατών μελών και τρίτων χωρών, όπως και τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τις

σχέσεις αυτές, συμπεραίνεται ότι υφίσταται ανάγκη επικαιροποίησης των ρυθμίσεων καθώς και για βαθύτερες μεταρρυθμιστικές παρεμβάσεις.

Λέξεις κλειδιά: εναλλακτικές επενδύσεις, ΟΕΕ, ΔΟΕΕ, ΕΑΚΑΑ, Οδηγία 2011/61/ΕΕ

## Abstract

The thesis addresses questions relevant to the establishment of the framework that regulates the European capital market and in particular alternative investments. The financial crisis of 2007 highlighted the deficiencies of the Union's financial market in terms of supervision and risk management, transparency and assets safekeeping. The aforementioned crisis created a strong demand for control and regulation in the field of Alternative Investment Funds (AIF).

By adopting Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers, the European Commission aimed at establishing a concrete and coherent regulatory framework of the function and supervision of Alternative Investment Funds within the EU, by specifically delineating the role of their Managers. The thesis sets the theoretical background and analyses in particular not only the concept and general characteristics of alternative investments but also their categorization. By elaborating on general legislative provisions of European investment law, on the legislative process of the above mentioned rules and the current European supervisory mechanism, it studies the provisions of the Directive on management and commercial promotion of Alternative Investment Funds in the EU member states.

The study was conducted based on a detailed review of the current legal framework as well as on bibliographic search dated from December 2021 until June 2022. Its purpose is to provide answers to the questions that emerged, concerning in particular the delimitation of the concept of alternative investments, the fields of their activity or their differentiation from other types of investments. Nevertheless, by scrutinizing the diverse relations between managers, depositaries and supervisory authorities, the legal regime for cross-border management and marketing between Member States and third countries, as well as the rights and obligations arising from these relations, it can be concluded that there remains the need for an update of the rules in force and for deeper reformative measures.

Keywords: AIF, AIFM, AIFMD, ESMA, Directive 2011/61/EU

## Κατάλογος Ακρωνυμίων – Συντομογραφιών

ΑΕΕΑΠ	Ανώνυμη Εταιρία Επενδύσεων Σε Ακίνητη Περιουσία
ΔΟΕΕ	Διαχειριστής Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων
ΔΕΕ	Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης
ΕΑΚΑΑ	Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών
ΕΕΑ	Ευρωπαϊκές Εποπτικές Αρχές
ΕΕΚ	Ευρωπαϊκή Ένωση Κεφαλαιαγορών
ΕΚ	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
ΕΚΤ	Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
ΕΜΕΚ	Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια
ΕΣΣΚ	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου
ΕΣΧΕ	Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοοικονομικής Εποπτείας
ΚΑΕ	Καθαρή Αξία Ενεργητικού
ΟΔΟΕΕ	Οδηγία για τους Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων
ΟΕΕ	Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων
ΟΣΕ	Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων
ΟΣΕΚΑ	Οργανισμός Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες
ΠΔΧΥ	Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες

AIF	Alternative Investment Fund
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AuM	Assets under Management
CESR	Committee of European Securities Regulators
CRD	Capital Requirements Directives CRD
EBA	European Banking Authority
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
ELTIF	European Long-Term Investment Fund
ELTIFR	European Long-Term Investment Fund Regulation
ESFS	European System of Financial Supervision
ESMA	European Securities and Markets Authority
EuVECA	European Venture Capital Fund
EuVECAR	EuVECA Regulation
EuSEF	European Social Entrepreneurship Funds
EuSEFR	EuSEF Regulation
ICAAP	Internal Capital Adequacy Assessment Process
IORP	Institutions for Occupational Retirement Provision
IORPD	Institutions for Occupational Retirement Provision Directive
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
NAV	Net Asset Value
NPPR	National Private Placement Regime

REIT	Real Estate Investment Trust
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities
UCITSD	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive

## Εισαγωγή

Η εργασία έχει ως αντικείμενο μελέτης το κανονιστικό πλαίσιο που ρυθμίζει την ευρωπαϊκή επενδυτική αγορά και ιδίως τον τομέα των εναλλακτικών επενδύσεων. Κύριο στοιχείο της ανάλυσης αποτελεί, η σχετικά πρόσφατη ρυθμιστική παρέμβαση που επιτεύχθηκε μέσω της έκδοσης της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ για τους Διαχειριστές Εναλλακτικών Επενδύσεων.

Η μελέτη του συγκεκριμένου θέματος, διεξήχθη κατόπιν λεπτομερούς ανάλυσης του ισχύοντος νομικού πλαισίου και βιβλιογραφικής αναζήτησης από τον Δεκέμβριο του 2021 έως τον Ιούνιο του 2022. Κατά τη διάρκεια αυτής της έρευνας, ανεδείχθησαν αρκετές προκλήσεις καθόσον η μελέτη πραγματεύεται έναν ανερχόμενο και συνεχώς εξελισσόμενο τομέα, των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων, ο οποίος έχει ανάγκη διεξοδικής και λεπτομερούς ρύθμισης και συνεχούς εποπτείας. Αφενός οι ρυθμιστικές παρεμβάσεις στο πεδίο των εναλλακτικών επενδύσεων είναι σχετικά πρόσφατες και αφετέρου οι ως άνω επιδέχονται βελτιώσεων. Η αναζήτηση ανέδειξε περιορισμένη βιβλιογραφία και έρευνα στον τομέα των εναλλακτικών επενδύσεων, ιδίως σε εθνικό αλλά και σε ευρωπαϊκό επίπεδο.

Στο πρώτο κεφάλαιο αναλύεται το αναγκαίο θεωρητικό υπόβαθρο, και συγκεκριμένα ο προσδιορισμός, τα γενικά χαρακτηριστικά και οι κατηγορίες των εναλλακτικών επενδύσεων. Πρώτο ζητούμενο ήταν ο προσδιορισμός της έννοιας των εναλλακτικών επενδύσεων, αφού ο ορισμός των εναλλακτικών επενδύσεων ως έννοια γίνεται κατά τρόπο αφαιρετικό, και με βάση τη συμπερίληψη χαρακτηριστικών. Οι εναλλακτικές επενδύσεις ως έννοια αποτελούν υπολειπόμενη κατηγορία, που βρίσκεται εκτός της περιμέτρου των άλλων ρυθμιστικών παρεμβάσεων στα επενδυτικά κεφάλαια.

Στο δεύτερο κεφάλαιο περιγράφεται, το γενικό νομοθετικό πλαίσιο του ευρωπαϊκού επενδυτικού δικαίου, η νομοπαραγωγική διαδικασία των εν λόγω κανόνων δικαίου, καθώς και ο ισχύων εποπτικός μηχανισμός σε ευρωπαϊκό και σε εθνικό επίπεδο.

Εν συνεχεία, στο τρίτο κεφάλαιο, αποτυπώνεται το ειδικό νομικό πλαίσιο που θέτει η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους Διαχειριστές Εναλλακτικών Επενδύσεων.



Συγκεκριμένα, αφού γίνεται αναφορά στους ρυθμιστικούς στόχους και στο πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας, παρουσιάζεται η νομική οριοθέτηση των Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων και των διαχειριστών τους. Κατά τη μελέτη του τομέα των εναλλακτικών επενδύσεων, ενδιαφέρον παρουσίασε ο τρόπος με τον οποίο εφαρμόζεται το γενικό νομοθετικό πλαίσιο στο ειδικότερο των εναλλακτικών επενδύσεων, και συγκεκριμένα στις τριγωνικές και ιδιαιτέρως περίπλοκες σχέσεις μεταξύ των εμπλεκόμενων μερών. Από τις σχέσεις αυτές απορρέει ένα πλέγμα δικαιωμάτων και υποχρεώσεων, που πρέπει να οριοθετηθεί κατά τρόπο συγκεκριμένο, ιδίως όταν διακυβεύεται μεγάλος όγκος κεφαλαίων που τίθενται υπό διαχείριση. Για το λόγο αυτό άλλωστε σημαντικό μέρος της εργασίας επικεντρώθηκε στη μελέτη της Οδηγίας.

Η ΕΕ, με την υιοθέτηση της εν λόγω Οδηγίας και του Κανονισμού 231/2013, καθορίζει τις απαιτήσεις και τις προϋποθέσεις για τη διαχείριση και την εμπορική προώθηση των ΟΕΕ στον χώρο της Ένωσης, οι οποίες αναλύονται στο τέταρτο κεφάλαιο.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, αναλύεται ο θεσμός του θεματοφύλακα, καθώς και η σημασία της συμβολής του, προκειμένου να επιτευχθούν οι δηλούμενοι από την Οδηγία στόχοι, η προστασία των επενδυτών, η σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η ακεραιότητα της αγοράς της Ένωσης.

Σκοπός της εργασίας είναι να δοθούν-παρασχεθούν απαντήσεις στα ερωτήματα που αναδύθηκαν κατά την εκπόνηση, ως προς την έννοια των εναλλακτικών επενδύσεων, τα πεδία δραστηριοποίησής τους, τη διαφοροποίησή των ΟΕΕ από άλλους τύπους επενδυτικών οργανισμών, τις πολυποίκιλες σχέσεις που δημιουργούνται μεταξύ διαχειριστών, θεματοφυλάκων και εποπτικών αρχών, το νομικό καθεστώς που δημιουργήθηκε για τη διασυννοριακή διαχείριση και την εμπορική προώθηση μεταξύ των κρατών μελών και τρίτων χωρών, όπως και τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τις σχέσεις αυτές. Εξ' όλων αυτών, ερωτάται τελικά εάν υφίσταται η ανάγκη επικαιροποίησης μέρους των ρυθμίσεων ή υπάρχει ανάγκη για βαθύτερες μεταρρυθμιστικές παρεμβάσεις.

# 1. ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

## 1.1 Ιστορική αναδρομή

Παρά το γεγονός ότι οι εναλλακτικές επενδύσεις θεωρούνται νεοεισαχθείσες στη δομή των σύγχρονων χρηματοοικονομικών αγορών, η πορεία που έχουν παρουσιάσει τις τελευταίες τρεις δεκαετίες τις έχουν καταστήσει αναπόσπαστο κομμάτι στα χαρτοφυλάκια εκατομμυρίων επενδυτών. Η πρακτική των ιδιωτών επενδυτών να παρέχουν κεφάλαια σε επιχειρήσεις δεν είναι νέα, αλλά έχει τις ρίζες της στην εποχή της Βιομηχανικής Επανάστασης. Ωστόσο, μόνο προς τα τέλη του 20ου αιώνα πυροδοτήθηκε η διαμόρφωση της σημερινής βιομηχανίας εναλλακτικών επενδύσεων. Εφαπτήριο της εν λόγω εξέλιξης αποτέλεσαν τόσο οι νομοθετικές μεταρρυθμίσεις (που έκτοτε τέθηκαν υπέρ της ανάπτυξης της κεφαλαιαγοράς) όσο και η τεχνολογική πρόοδος που επηρέασε την αμερικανική και την παγκόσμια αγορά. Οι παραπάνω συνθήκες αποτέλεσαν τα θεμέλια της ολοένα ταχύτερης ανάπτυξης των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων τις τελευταίες δεκαετίες. Δεδομένου ότι οι κοινωνικές και οικονομικές εξελίξεις είναι αλληλένδετες, η μετάβαση από τις παραδοσιακές επενδύσεις σε πιο καινοτόμες μπορεί να γίνει καλύτερα κατανοητή εντός του αντίστοιχου ιστορικού πλαισίου.

Κατά τη δεκαετία του 1980 η οικονομική άνθηση και η ανάπτυξη της αγοράς υψηλών αποδόσεων, διαδραμάτισαν ζωτικό ρόλο στην εξάπλωση της αγοραπωλησίας ιδιωτικών μετοχών, καθώς οι εταιρείες χρησιμοποίησαν το χρέος για να εξαγοράσουν πολύ μεγαλύτερες επιχειρήσεις, που σε αντίθετη περίπτωση δεν θα μπορούσαν να το πράξουν.

Τη δεκαετία του 1990 οι ισχυρές αποδόσεις της αγοράς, η οποία καθοδηγούνταν από ισχυρές κεφαλαιουχικές εταιρείες, παρήγαγαν μεγάλα ποσά ιδιωτικού πλούτου που με την σειρά του χρησίμευσε στην τροφοδοσία επενδύσεων σε αμοιβαία κεφάλαια αντισταθμιστικού κινδύνου.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Βλ. Hedge Funds ενότητα 1.4.3

Κατά τη δεκαετία του 2000 ο αριθμός των επενδύσεων σε επιχειρηματικά κεφάλαια μειώθηκε αρκετά λόγω του κραχ των επιχειρήσεων dot-com.<sup>2</sup> Πάραυτα η ανάκαμψη της ρευστότητας επέτρεψε εκ νέου την εκτόξευση αγορών ιδιωτικών μετοχών και αμοιβαίων κεφαλαίων.

Στο τέλος της δεκαετίας του 2010, οι εναλλακτικές επενδύσεις παρουσίασαν καλύτερες αποδόσεις συγκριτικά με τις παραδοσιακές, τόσο κατά τη διάρκεια όσο και μετά το τέλος της οικονομικής κρίσης. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης για εναλλακτικές επενδύσεις, που με την σειρά της κατέστησε δυνατή την επινόηση μη βασικών εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων. Μάλιστα, μετά το ξέσπασμα της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, παρατηρείται για πρώτη φορά μια τάση συσχετίσεων μεταξύ των εναλλακτικών και των συμβατικών επενδύσεων (ομόλογα, μετοχές).<sup>3</sup>

Γίνεται λοιπόν, αντιληπτό πως οι δραστικές εξελίξεις που σημειώθηκαν στο οικονομικό και τεχνολογικό πεδίο, άνοιξαν το δρόμο για περαιτέρω καινοτομίες και στον επενδυτικό κόσμο· αυξάνοντας τη δημοφιλία των εναλλακτικών επενδύσεων και καθιστώντας τες ένα από τα βασικότερα επενδυτικά σχήματα των ημερών.<sup>4</sup>

## 1.2 Ορισμός εναλλακτικών επενδύσεων

Λόγω της πρόσφατης ένταξης των εναλλακτικών επενδύσεων στην επενδυτική σκακιέρα, δεν υπάρχει ομοφωνία ως προς τον τρόπο προσδιορισμού της συγκεκριμένης έννοιας. Για τον λόγο αυτό, οι ορισμοί που θα εξεταστούν στη συνέχεια ενδέχεται να ποικίλουν μεταξύ τους.

---

<sup>2</sup> Η φούσκα dot-com αναφέρεται στην περίοδο 1997-2000. Κατά την διάρκεια αυτής της περιόδου υπήρξε μια ισχυρή ανάπτυξη στις οικονομικές αξίες εταιρειών που σχετίζονται με το διαδίκτυο (Apple, Microsoft, Yahoo!). Μετά την μέγιστη κορύφωση, η φούσκα έσκασε με αποτέλεσμα το κραχ των τιμών των μετοχών και την πτώχευση εκατομμυρίων επενδυτών. Προκάκης, (2020), <<https://www.offlinepost.gr/2020/11/12/h-krish-twn-dot-coms-h-xrhmatopistwtikh-fouska-ths-archs-tou-millennium/>> προσπελάσιμο 30/04/2022

<sup>3</sup> <<https://www.stocklearning.gr/asset/article/1277/ta-ofeli-ton-enallaktikon-ependyseon.html>> προσπελάσιμο 30/04/2022

<sup>4</sup> World of Economic Forum. (July 2015), *Alternative Investments 2020: An introduction to alternative investments*, World of Economic Forum <[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Alternative\\_Investments\\_2020\\_An\\_Introduction\\_to\\_AI.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf)>

Γενικά, προτείνονται διαζευκτικά δύο μέθοδοι οριοθέτησης των εναλλακτικών επενδύσεων: δια του αποκλεισμού (by exclusion) ή με συμπερίληψη (in inclusion). Συγκεκριμένα, με βάση την πρώτη προσέγγιση, η οποία θα μπορούσε να χαρακτηριστεί διασταλτική, ως εναλλακτική επένδυση θεωρείται οποιαδήποτε δέσμευση κεφαλαίων που γίνεται με την προσδοκία μιας θετικής απόδοσης στο μέλλον και δεν κατατάσσεται στον κύκλο των παραδοσιακών χρηματοοικονομικών στοιχείων.<sup>5</sup> <sup>6</sup> Με την άποψη ότι οι εναλλακτικές επενδύσεις δεν συνιστούν ξεχωριστό κλάδο περιουσιακών στοιχείων, αλλά διαφορετικές επενδυτικές στρατηγικές που εκτυλίσσονται στις ήδη υπάρχουσες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, συμφωνεί η μεγαλύτερη μερίδα της θεωρίας.<sup>7</sup> Εν αντιθέσει, εάν ακολουθηθεί η δεύτερη προσέγγιση (με συμπερίληψη), θα πρέπει να οριστούν ρητά ποιες κατηγορίες επενδύσεων προσδιορίζονται ως εναλλακτικές.<sup>8</sup>

Σύμφωνα με άλλη ερμηνεία, στο πεδίο των εναλλακτικών επενδύσεων εντάσσονται όλες εκείνες οι συλλογικές επενδύσεις, που υπόκεινται σε διαχείριση από έναν φορέα με επαγγελματική εξειδίκευση στις επενδύσεις, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τη συγκέντρωσή τους από το επενδυτικό κοινό, τη διαχείριση και τη διανομή των κερδών.<sup>9</sup>

Ανεξάρτητα από το ποια θεωρία θα υιοθετηθεί για τον σαφή ορισμό των εναλλακτικών επενδύσεων, ακολουθώντας μια εμπειρική προσέγγιση θα μπορούσαμε να συμπεριλάβουμε στον όρο των εναλλακτικών επενδύσεων τόσο χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, όπως ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, αντισταθμιστικά κεφάλαια, διαχειριζόμενα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης,

---

<sup>5</sup> Ως παραδοσιακές επενδύσεις λογίζονται οι τοποθετήσεις σε ενσώματα περιουσιακά στοιχεία με τα οποία το επενδυτικό κοινό, ιδίως οι μικροεπενδυτές, είναι εξοικειωμένοι, όπως τα μετρητά, οι μετοχές, τα ομόλογα και τα αμοιβαία κεφάλαια. (Anson et al., 2010, όπ. αναφ. Παπαδάκος, 2022, σ. 12)

<sup>6</sup> Aubry, J.P., Chen, A., Munnell, A.H., (2017), *A first look at alternative investments and public pensions*, Center for Retirement Research at Boston College, Boston College University Libraries, p.3 διαθέσιμο σε: <<https://dlib.bc.edu/islandora/object/bc-ir%3A107539>>

<sup>7</sup> Mark, J., P., Anson, (2002), *The handbook of alternative assets*, Canada: John Wiley & Sons Inc., p.1

<sup>8</sup> Chambers, D. R., Anson, M. J. P., Black, K. H., and Kazemi, H., (2015), *Alternative Investments: CAIA Level I*, CAIA Association. 3d Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., p. 4-5

<sup>9</sup> Χρυσάνθης Χρ., (2009), *Το εμπορικό δίκαιο και η οικονομική κρίση*, Αθήνα, Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 398-399

όσο και ενσώματα περιουσιακά στοιχεία, όπως ακίνητα, εμπορεύματα και δομημένα προϊόντα.<sup>10</sup>

### 1.3 Γενικά χαρακτηριστικά των εναλλακτικών επενδύσεων

Το γεγονός ότι το πλαίσιο, που ορίζει μια επένδυση ως εναλλακτική, είναι ρευστό δεν συνεπάγεται ότι οι εν λόγω επενδύσεις δεν μπορούν να εντοπιστούν με βάση τα κοινά χαρακτηριστικά που παρουσιάζουν. Μια πρώτη γενική παρατήρηση, που ισχύει για τις εναλλακτικές επενδύσεις σε όλες τους τις μορφές, συνιστά το γεγονός ότι τείνουν να επιφέρουν μεγαλύτερο ρίσκο και περισσότερες προκλήσεις. Η πολύπλοκη φύση των προϊόντων της επένδυσης και η μη κατανόηση των κινδύνων που απορρέουν από την τοποθέτηση αυτή, η δυσκολία στην εκτίμηση της αξίας της επένδυσης, οι υψηλές προμήθειες λόγω της πολυπλοκότητας του είδους της επένδυσης και η μη εύκολη ρευστοποίηση τους, τις καθιστά είδος επενδύσεων για λίγους και επαγγελματίες επενδυτές που είναι σε θέση να ανταπεξέλθουν στα υψηλά κόστη και στους πιθανούς κινδύνους.<sup>11</sup>

Είναι γενικά παραδεδομένο ότι οι εναλλακτικές επενδύσεις παρουσιάζουν μικρό βαθμό συσχέτισης με τις παραδοσιακές, γεγονός που συνιστά και το μεγαλύτερό τους πλεονέκτημα. Οι επενδυτές, εισάγοντας εναλλακτικά στοιχεία στο χαρτοφυλάκιο τους, πετυχαίνουν μεγαλύτερη διαφοροποίηση, η οποία με την σειρά της συνεπάγεται μείωση του ρίσκου χωρίς να θίγεται η ποιότητα των αποδόσεων. Ως διαφοροποίηση ορίζεται η διαδικασία εξαγοράς μετοχών, που υπάγονται σε διαφορετικούς τομείς και ταμειακές ροές, και έχει σαν στόχο τη μέτρηση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή. Η βασικότερη αιτία της διαφοροποίησης, είναι η αδυναμία να γνωρίζει ο εκάστοτε επενδυτής τη μεταβολή ορισμένων μετοχών. Αυτή η βελτιωμένη σχέση απόδοσης-κινδύνου αποτελεί βασική επιδίωξη των επαγγελματιών επενδυτών, καθώς επιτυγχάνεται η περιστολή

---

<sup>10</sup> Προκόπη Ρ., (2021), *Εναλλακτικές μορφές επένδυσης και η σχέση κινδύνου/απόδοσης για ένα χαρτοφυλάκιο*, Βόλος, σ. 8

<sup>11</sup> Aubry, J.P., Chen, A., Munnell, A.H., (2017), *A first look at alternative investments and public pensions*, Center for Retirement Research at Boston College, Boston College University Libraries, σ.2 διαθέσιμο σε: <<https://dlib.bc.edu/islandora/object/bc-ir%3A107539>>

του κινδύνου χωρίς την ανάλογη μείωση του κέρδους. Για το λόγο αυτό, οι εναλλακτικές επενδύσεις έχουν εύστοχα χαρακτηριστεί ως διαφοροποιητικοί ή αντισταθμιστικοί παράγοντες.<sup>12</sup> Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτού, είναι οι επενδύσεις που γίνονται σε εμπορεύματα, ως ενσώματο περιουσιακό στοιχείο, τα οποία αποτελούν και ένα συνηθισμένο μέσο για την αντιστάθμιση του κινδύνου πληθωρισμού.<sup>13</sup> Οι εναλλακτικές επενδύσεις αποτελούν επιλογή και διέξοδο για τους επενδυτές, σε περιόδους χαμηλών επιτοκίων.

Ένα επιπλέον ειδοποιό γνώρισμα που εντοπίζεται στο στοιχείο της απόδοσης, το οποίο επιφέρει μια εναλλακτική επένδυση, αποτελεί το γεγονός ότι οι πληρωμές τους είναι μακροπρόθεσμες και τις περισσότερες φορές, μη ρευστοποιήσιμες. Η πλειονότητα των εναλλακτικών επενδυτικών στοιχείων δεν επιτρέπει στους επενδυτές να κάνουν ανάληψη του κεφαλαίου τους, τουλάχιστον για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Αυτό το μακροχρόνιο 'κλείδωμα' έχει ως επακόλουθο την έλλειψη δυνατότητας ρευστοποίησης ή μεταβίβασης των εναλλακτικών επενδύσεων.

Επιπρόσθετα, λόγω της ιδιάζουσας μη ρευστοποιήσιμης φύσης που έχουν οι εναλλακτικές επενδύσεις, γίνεται χρήση εξειδικευμένων μεθόδων για την ανάλυση και την διαχείρισή τους. Λόγω του ότι οι παραδοσιακές επενδυτικές θεωρίες κρίνονται ανεπαρκείς για τις μη συμβατικές επενδύσεις, έχουν υιοθετηθεί διαφορετικές προσεγγίσεις υπολογισμού των αποδόσεών τους. Η διαφορά αντικατοπτρίζεται στο γεγονός ότι οι διαχειριστές εναλλακτικών επενδύσεων ελέγχουν με ακριβές χρονοδιάγραμμα την πορεία των επενδύσεων. Εν αντιθέσει, οι διαχειριστές παραδοσιακών επενδύσεων χρησιμοποιούν την γεωμετρική μέση απόδοση (time weighted method), για να συγκρίνουν την αποδοτικότητα των επενδύσεων, η οποία αγνοεί τον όγκο των χρημάτων που επενδύθηκαν και απλά υπολογίζει τις αποδόσεις με βάση την τιμή ενός τίτλου σε δύο χρονικά σημεία.<sup>14</sup> Σε

---

<sup>12</sup> Chambers, D. R., Anson, M. J. P., Black, K. H., and Kazemi, H., (2015). *Alternative Investments: CAIA Level I*. CAIA Association. 3d Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., σ.14

<sup>13</sup> Προκόπη Ρ., (2021), *Εναλλακτικές μορφές επένδυσης και η σχέση κινδύνου / απόδοσης για ένα χαρτοφυλάκιο*, Βόλος, σ.12-13

<sup>14</sup> World of Economic Forum, (2015), *Alternative Investments 2020: An introduction to alternative investments*, σ.10

[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Alternative\\_Investments\\_2020\\_An\\_Introduction\\_to\\_AI.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf)

επίπεδο στρατηγικών, οι εναλλακτικές επενδύσεις κάνουν ιδιαίτερη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης, επιδιώκοντας την μεγιστοποίηση μια μικρής επένδυσης μέσω του δανεισμού από ξένα κεφάλαια.

Ο πολύπλοκος χαρακτήρας των εναλλακτικών επενδύσεων τις καθιστά απρόσιτες στο ευρύ κοινό, καθώς απευθύνονται κατά κύριο λόγο σε θεσμικούς επενδυτές. Ενώ η εννοιολογική οριοθέτηση της ιδιότητας των θεσμικών επενδυτών είναι ακόμη ρευστή, κατά γενική ομολογία ως τέτοιοι ορίζονται όσοι ασκούν επαγγελματικά την διαχείριση και επένδυση χρηματικών διαθεσίμων άλλων προσώπων, στους οποίους και παρέχουν την επενδυτική απόδοση.<sup>15</sup> Ο περιορισμός αυτός σχετίζεται, αφενός μεν με το γεγονός ότι οι εναλλακτικές επενδύσεις απαιτούν υψηλά ελάχιστα όρια αρχικής επένδυσης (high minimum initial investment), αφετέρου δε διαπιστώνεται ότι οι συγκεκριμένοι επενδυτές δραστηριοποιούνται εκτός οργανωμένων κεφαλαιαγορών, στις οποίες η εποπτεία είναι ελαστικότερη συγκριτικά με αυτήν που υφίστανται οι παραδοσιακές επενδύσεις.<sup>16</sup> Ως εκ τούτου, ενσωματώνουν και τους κινδύνους που επιφέρει η έλλειψη διαφάνειας. Στην ύπαρξη όλων αυτών των μορφών κόστους έρχεται να προστεθεί και η επιλογή ενός εξειδικευμένου διαχειριστή επενδύσεων, γνώστη της επενδυτικής αγοράς, ικανού να επιτύχει τις μέγιστες αποδόσεις.<sup>17</sup>

#### 1.4 Κατηγοριοποίηση

Κάθε κατηγορία εναλλακτικών επενδύσεων φέρει τα δικά της ιδιαίτερα χαρακτηριστικά και χρήζει διαφορετικής προσέγγισης από τον αναλυτή. Ακολουθεί

---

<sup>15</sup> Τουντόπουλος, Β. Δ., (2021), Δίκαιο κεφαλαιαγοράς, Β' έκδοση, Αθήνα, εκδ. Σάκκουλα σ.113

<sup>16</sup> Η οικονομική κρίση του 2007 και οι επιπτώσεις που αυτή προκάλεσε επέφερε και την αναδιαμόρφωση του ρυθμιστικού πλαισίου σε παγκόσμια κλίμακα. Πλέον εποπτεύονται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς στις ΗΠΑ (SEC), από ρυθμιστικούς νόμους στην ΕΕ αλλά και τις αυτόνομες αρχές των κρατών μελών. Οι διαχειριστές τους υποχρεώνονται σε δημοσιοποίηση στοιχείων σε προβλεπόμενα χρονικά διαστήματα σε ρυθμιστικές αρχές και επενδυτές.

Baker, R., *The Role of Alternative Investments in Today's Capital Markets*.

<https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2016/05/Alternatives-in-Todays-Capital-Markets.pdf>

<sup>17</sup> Γιόνου Α., (2021), Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου μέσω Παραδοσιακής και Εναλλακτικής Προσέγγισης, Διπλωματική εργασία, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, Σχολή Κοινωνικών Επιστημών, Θεσσαλονίκη, σ. 18-22

εκτενής αναφορά στις κατηγορίες επενδύσεων, που ποιοτικά χαρακτηρίζονται συχνότερα ως εναλλακτικές με την επιφύλαξη πως κάποιες από τις κατονομαζόμενες εναλλακτικές επενδύσεις μπορούν ταυτόχρονα να χαρακτηριστούν και ως παραδοσιακές.

Από το 1994 έως σήμερα, τρεις κατηγορίες αξιών μεταξύ των εναλλακτικών επενδύσεων ξεχωρίζουν για τις προσφερόμενες αποδόσεις τους: τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια (Private equity), οι εταιρείες επενδύσεων σε ακίνητη περιουσία (ΑΕΕΑΠ ή REITs) και τα κερδοσκοπικά επενδυτικά κεφάλαια (Hedge funds). Οι συγκεκριμένες κλάσεις χρεογράφων επιδεικνύουν τις υψηλότερες επιδόσεις κατά τη διάρκεια της περιόδου 1994 μέχρι το 2014. Επιπλέον, υπερτερούν των παραδοσιακών τοποθετήσεων, όπως οι μετοχές και τα ομόλογα. Οι συνολικές σωρευτικές μικτές αποδόσεις τους αγγίζουν το 1233,6%, 625,9% και 450,1% αντίστοιχα, και ξεπερνούν αυτές των μετοχών και ομολόγων που διαμορφώνονται στο 351,6% και 225,2% αντίστοιχα. Αντιθέτως, τα εμπορεύματα στο σύνολό τους αποτέλεσαν την χειρότερη επενδυτική επιλογή (163,2%), όπως και ο χρυσός (220,0%).<sup>18</sup>



**Εικόνα 1.** 7 ΕΙΔΗ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ <sup>19</sup>

<sup>18</sup> <https://www.stocklearning.gr/asset/article/1277/ta-ofeli-ton-enallaktikon-ependyseon.html> προσπελάσιμο στις 30/04/2022

<sup>19</sup> <https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-alternative-investments> προσπελάσιμο στις 30/04/2022



#### 1.4.1 Ιδιωτικά Επενδυτικά Κεφάλαια (Private Equity)

Τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια είναι μια ευρεία κατηγορία, που βρίσκεται στο προσκήνιο από την δεκαετία του 1980 και αναφέρεται σε επενδύσεις κεφαλαίου, που εξ ορισμού πραγματοποιούνται σε ιδιωτικές εταιρείες ή σε εκείνες που δεν είναι εισηγμένες σε δημόσιο χρηματιστήριο. Ως εκ τούτου, οι επενδύσεις σε ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια είναι μη ρευστοποιήσιμες. Οι επενδυτές σε αυτήν την αγορά πρέπει να είναι προετοιμασμένοι για μακροπρόθεσμες δεσμεύσεις και αποδόσεις: οι επενδυτικοί ορίζοντες μπορούν να παραταθούν από 5 έως 10 έτη.<sup>20</sup>

Υπάρχουν διάφορα υποσύνολα ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, όπως:

- *Επιχειρηματικά κεφάλαια* (venture capital), τα οποία επικεντρώνονται σε νεοσύστατες επιχειρήσεις και επιχειρηματικές δραστηριότητες αρχικού σταδίου (start-up companies). Οι επιχειρήσεις που αναζητούν venture capitals αναλαμβάνουν μεγάλο ρίσκο, διότι τα εν λόγω κεφάλαια αποτελούν τη μόνη τους δυνατότητα να λάβουν χρηματοδότηση καθώς λόγω του αυξημένου ρίσκου δεν μπορούν να αποκτήσουν χρηματοδότηση από παραδοσιακές πηγές.<sup>21</sup>
- *Κεφάλαια ανάπτυξης* (growth capital), τα οποία βοηθούν τις πιο ώριμες εταιρείες να επεκταθούν ή να αναδιαρθρωθούν.
- *Κεφάλαια εξαγορών* (leverage buyouts), τα οποία στοχεύουν στην εξαγορά μιας ώριμης, εισηγμένης εταιρείας από έναν χορηγό, ο οποίος χρησιμοποιεί μόχλευμένα, κατά κύριο λόγο μέσω δανείου, κεφάλαια. Η συγκεκριμένη στρατηγική είναι ευρέως διαδεδομένη με τον όρο εξαγορά μέσω μόχλευσης<sup>22</sup>, μέσω της οποίας μια επιχείρηση περνάει από δημόσιο σε ιδιωτικό καθεστώς ιδιοκτησίας.<sup>23</sup>

Το κυριότερο χαρακτηριστικό των ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων είναι η σχέση μεταξύ της επενδυτικής-διαχειρίστριας εταιρείας και της επιχείρησης που λαμβάνει

---

<sup>20</sup> Mark, J., P., Anson, (2002), *The handbook of alternative assets*, Canada, John Wiley & Sons Inc., σ. 261

<sup>21</sup> Προκόπη Ρ., (2021), *Εναλλακτικές μορφές επένδυσης και η σχέση κινδύνου/ απόδοσης για ένα χαρτοφυλάκιο*, Βόλος, σ. 9

<sup>22</sup> κατά την ΟΔΟΕΕ, «κάθε μέθοδος με την οποία ο ΔΟΕΕ αυξάνει την έκθεση ενός ΟΕΕ που διαχειρίζεται είτε μέσω δανεισμού μετρητών ή τίτλων, είτε μέσω μόχλευσης που ενσωματώνεται σε θέσεις παραγώγων ή με οποιοδήποτε άλλο μέσο.»

<sup>23</sup> <https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp> προσπελάσιμο στις 30/04/2022

κεφάλαια (ιδιοκτήτρια). Οι εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων συχνά παρέχουν περισσότερα από κεφάλαια στις επιχειρήσεις στις οποίες επενδύουν, συχνά αναλαμβάνουν και τη διοίκηση, ενώ ταυτόχρονα παρέχουν οφέλη, όπως τεχνογνωσία στον κλάδο, βοήθεια αναζήτησης ταλέντων και καθοδήγηση στους ιδρυτές.<sup>24</sup> Η αποεπένδυση συντελείται μέσω της διάθεσης της συμμετοχής τους είτε στο χρηματιστήριο, είτε εκτός οργανωμένης αγοράς σε υψηλότερη τιμή από την αξία κτήσης της.<sup>25</sup>

#### 1.4.2 Ιδιωτικά Ταμεία Χρεών (Private Debt)

Τα κεφάλαια που αναλαμβάνουν ιδιωτικά χρέη θα μπορούσαν να αποτελούν υποκατηγορία των ιδιωτικών κεφαλαίων, όμως λόγω της πρόσφατης εξάπλωσής τους χρήζουν ξεχωριστής ανάλυσης. Τα χρεωστικά κεφάλαια επενδύουν σε χρέη εταιρειών και συνήθως κερδίζουν χρήματα με δύο τρόπους: μέσω πληρωμών τόκων και αποπληρωμής του αρχικού δανείου.<sup>26</sup> Πρόκειται για εναλλακτική μορφή δανεισμού, αντί μέσω τραπεζής.

Ιστορικά, η αγορά ιδιωτικών χρεογράφων μπορεί να πάρει τη μορφή:

- Ενδιάμεσων κεφαλαίων (mezzanine debt), που αποτελούν μια υβριδική μορφή χρηματοδότησης μεταξύ ιδιωτικών και δανειακών κεφαλαίων. Η συγκεκριμένη μορφή χρηματοδότησης περιλαμβάνει ένα φάσμα επισφαλών απαιτήσεων, προνομιούχων μετοχών, μετατρέψιμου χρέους και χρέος που περιλαμβάνει μετοχικούς παράγοντες που επιτρέπουν στους επενδυτές να επωφεληθούν από οποιαδήποτε ανοδική επιτυχία μιας επιχείρησης.<sup>27</sup>
- Χρεών υψηλής εξοφλητικής προτεραιότητας στην κεφαλαιακή διάρθρωση ή επισφαλών χρεών (distressed debt), τα οποία βαρύνουν εταιρείες που οδεύουν

<sup>24</sup> <https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-alternative-investments> προσπελάσιμο στις 30/04/2022

<sup>25</sup> Χρύσανθος Χρ., (2009), *Το εμπορικό δίκαιο και η οικονομική κρίση*, Αθήνα, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 400

<sup>26</sup> <https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-alternative-investments> προσπελάσιμο στις 30/04/2022

<sup>27</sup> Chambers, D. R., Anson, M. J. P., Black, K. H., and Kazemi, H., (2015). *Alternative Investments: CAIA Level I*. CAIA Association. 3d Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., σ. 7

προς την χρεοκοπία.<sup>28</sup> Οι επενδυτές σε distressed investments αγοράζουν χρεόγραφα σε τιμές χαμηλότερες της κύριας αξίας τους, τα μετατρέπουν σε μετοχές και, μετά την εξυγίανση της επιχείρησης, αποκομίζουν οι ίδιοι τα κέρδη αυτής της ανατίμησης.<sup>29</sup>

#### 1.4.3 Αμοιβαία Κεφάλαια Αντιστάθμισης Κινδύνου (Hedge Funds )

Τα λεγόμενα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου εμπορεύονται μεγάλη γκάμα περιουσιακών στοιχείων και συγκεντρώνουν τις προσπάθειές τους στην αποτροπή πιθανών κινδύνων, μέσω της διενέργειας αντίστροφων πράξεων, με απώτερο σκοπό την επίτευξη απόλυτων αποδόσεων. Λόγω του υψηλού ρίσκου που ενέχουν και των στρατηγικών απόλυτων αποδόσεων που υιοθετούν, προορίζονται για διαχείριση από ισχυρούς επενδυτικούς οργανισμούς, όπως Ασφαλιστικά και Συνταξιοδοτικά Ταμεία, Ιδρύματα κ.λπ. και όχι από ιδιώτες, με εξαίρεση τους επενδυτές εκείνους που διαθέτουν υψηλά ποσά προς επένδυση. Σε αντίθεση με τα παραδοσιακά επενδυτικά κεφάλαια ανοιχτού τύπου, τα οποία παρέχουν καθημερινή ρευστότητα στους επενδυτές, τα hedge funds είναι ευρέως γνωστά για τους περίπλοκους περιορισμούς εξαγοράς.<sup>30</sup>

Σε αντίθεση με τα επιχειρηματικά κεφάλαια και τις μοχλευμένες εξαγορές, οι διαχειριστές αντισταθμιστικών κεφαλαίων ισχυρίζονται ότι αξιοποιούν μοναδικές επιθετικές επενδυτικές στρατηγικές. Ανάλογα με το σχέδιο που ακολουθείται, μπορούν να επενδύσουν σε διαφορετικά τμήματα της κεφαλαιακής διάρθρωσης (ίδια κεφάλαια, εταιρικά χρέη κλπ.) ή να αγοράσουν μια σειρά τίτλων (μετοχές, ομόλογα, δάνεια, δομημένα προϊόντα, παράγωγα, εμπορεύματα, νομίσματα, κ.λπ.)

---

<sup>28</sup> World of Economic Forum, (2015), «*Alternative Investments 2020: An introduction to alternative investments*», σ. 17

[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Alternative\\_Investments\\_2020\\_An\\_Introduction\\_to\\_AI.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf)

<sup>29</sup> Γιόνου Α., (2021), *Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου μέσω Παραδοσιακής και Εναλλακτικής Προσέγγισης*, σ. 40

<sup>30</sup> Blundell-Wignall, A., (2007), *An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk*, Financial Market Trends, No 92, Vol. 2007/1  
<https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/40972327.pdf>

για την επίτευξη των επενδυτικών τους στόχων.<sup>31</sup> Επιπλέον, τα αμοιβαία κεφάλαια κινδύνου απαιτούν μικρότερη περίοδο δέσμευσης για την επένδυση, που συνήθως αποτελείται από ένα έως δύο χρόνια, σε σύγκριση με τις επενδύσεις ιδιωτικών μετοχών.<sup>32</sup>

Δεν είναι λίγοι εκείνοι που θεωρούν τα hedge funds αποσταθεροποιητικούς παράγοντες της χρηματοπιστωτικής αγοράς, λόγω του μεγαλύτερου ρίσκου και της μόχλευσης που εμπεριέχουν, συγκριτικά με άλλα οικονομικά προϊόντα. Από την άλλη πλευρά, φιλελεύθεροι οικονομολόγοι, εκθειάζουν την ρυθμιστική ελευθερία που απολαμβάνουν τα αντισταθμιστικά κεφάλαια, τονίζοντας πως λόγω αυτής προωθείται η οικονομική καινοτομία. Χαρακτηρίζουν ως εσφαλμένη τη συσχέτιση των hedge funds με την οικονομική αστάθεια, διότι τα εν λόγω κεφάλαια χρησιμοποιούν στρατηγικές ουδέτερες προς την εξέλιξη των αγορών, πράγμα που σημαίνει ότι η αποκόμιση ωφελειών είναι αναμενόμενη ανεξάρτητα από την ύφεση ή την άνοδο της οικονομίας.<sup>33</sup>

#### 1.4.4 Επενδύσεις σε Ακίνητη Περιουσία (Real Estate)

Η ακίνητη περιουσία αποτελεί τον πιο κοινό τύπο πραγματικών περιουσιακών στοιχείων (real assets). Οι επενδύσεις σε ακίνητα μπορούν να γίνουν είτε με την απευθείας αγορά τους από τους επενδυτές, είτε μέσω της επένδυσης σε δημόσια διαπραγματεύσιμα καταπιστεύματα επενδύσεων σε ακίνητα (REITs)<sup>34</sup>. Οι επενδύσεις αυτές μπορούν να αφορούν τόσο στεγαστικά ακίνητα (κατοικίες) όσο και εμπορικά (χώροι λιανικής, γραφεία, ξενοδοχεία, αποθήκες).<sup>35</sup> Η απόδοση των

---

<sup>31</sup> World of Economic Forum. (July 2015), *Alternative Investments 2020: An introduction to alternative investments*, World of Economic Forum p.13

[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Alternative\\_Investments\\_2020\\_An\\_Introduction\\_to\\_AI.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf)

<sup>32</sup> Χατζηστεργίου, Γ., (2022), *Τύποι Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Μεταπτυχιακό πρόγραμμα στη λογιστική φορολογία και χρηματοοικονομική διοίκηση, Σχολή επιστημών διοίκησης επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Βόλος, σ. 27

<sup>33</sup> Zetzsche, D., (2012), *The alternative investment fund managers directive-European regulation of alternative investment funds*, Netherlands: Kluwer Law International, p. 11

<sup>34</sup> Τα REITs έχουν εισόδημα από μερίσματα, δηλαδή κατέχουν ακίνητα και καταβάλλουν τα έσοδα από τα ενοίκια στους επενδυτές. <https://www.reit.com/what-reit> προσπελάσιμο 30/04/2022

<sup>35</sup> Aubry, J.P., Chen, A., Munnell, A.H., (2017), *A first look at alternative investments and public pensions*, Center for Retirement Research at Boston College, Boston College University Libraries, p.2 διαθέσιμο σε: <<https://dlib.bc.edu/islandora/object/bc-ir%3A107539>>

ακινήτων συνίσταται είτε από περιοδικές χρηματοροές που αποφέρει η εκμετάλλευση τους (π.χ. ενοίκια από ενοικιαστές) είτε από την πώληση τους λόγω της ενδεχόμενης αύξησης της αγοραίας αξίας τους.<sup>36</sup>

#### 1.4.5 Επενδύσεις σε Εμπορεύματα (Commodities)

Τα εμπορεύματα είναι και αυτά πραγματικά περιουσιακά στοιχεία και δεν είναι καθόλου νέα στην επενδυτική σκηνή. Το Άμστερνταμ, η Ολλανδία και η Οσάκα της Ιαπωνίας θεωρούνται τα πρώτα επίσημα χρηματιστήρια εμπορευμάτων, του 16ου και 17ου αιώνα, αντίστοιχα. Στα μέσα του 19ου αιώνα, το Συμβούλιο Εμπορίου του Σικάγο ξεκίνησε τις συναλλαγές συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης εμπορευμάτων. Αφορούν επενδύσεις σε προϊόντα του πρωτογενούς τομέα παραγωγής, όπως τα γεωργικά προϊόντα (ζάχαρη, καφές, φρούτα, ξυλεία, βαμβάκι κ.α.), τα εμπορεύματα ενέργειας (πετρέλαιο, φυσικό αέριο, ανανεώσιμες πηγές ενέργειας) και τα μεταλλεύματα (χρυσός, χαλκός κ.α.).<sup>37</sup> Τα εμπορεύματα θεωρούνται αντισταθμιστικοί παράγοντες έναντι του πληθωρισμού, καθώς δεν είναι ευαίσθητα στις δημόσιες αγορές μετοχών. Επιπλέον, η αξία τους εξαρτάται από τη δυναμική της αγοράς, η οποία καθορίζεται από τον νόμο της προσφοράς και της ζήτησης - η υψηλότερη ζήτηση για εμπορεύματα οδηγεί σε υψηλότερες τιμές και, ως εκ τούτου, σε κέρδη επενδυτών.<sup>38</sup>

Η επένδυση σε εμπορεύματα μπορεί να γίνει άμεσα, δηλαδή με αγορά στην φυσική τους μορφή (τακτική που δεν είναι προτιμητέα, λόγω της γρήγορης φθοράς των προϊόντων), έμμεσα, με αγορά μετοχών εταιρειών που ασχολούνται με την παραγωγή, εξόρυξη ή μεταποίηση φυσικών πόρων, ή με επένδυση σε παράγωγα επί εμπορευμάτων. Η τελευταία επιλογή αφορά σε τυποποιημένα προϊόντα με

---

<sup>36</sup> Γιόνου Α., (2021), *Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου μέσω Παραδοσιακής και Εναλλακτικής Προσέγγισης*, Διπλωματική εργασία σ. 48

<sup>37</sup> Παπαδάκος, Φ., (2022), *Εναλλακτικές μορφές επένδυσης (εμπορεύματα, hedge funds, κρυπτονομίσματα)*, Βόλος, σ. 14

<sup>38</sup> <<https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-alternative-investments>>

υποκείμενο ακατέργαστα εμπορεύματα. Οι τιμές τους δεν προκύπτουν άμεσα αλλά διαμέσου των τιμών των φυσικών εμπορευμάτων.<sup>39</sup>

#### 1.4.6 Επενδύσεις σε Συλλεκτικά Αντικείμενα (Collectibles)

Τα συλλεκτικά αντικείμενα περιλαμβάνουν ένα ευρύ φάσμα αντικειμένων όπως: σπάνια κρασιά, πίνακες ζωγραφικής, γλυπτά, κεραμικά, νομίσματα, γραμματόσημα, υπογραφές και αθλητικά ή ιστορικά αναμνηστικά.<sup>40</sup> Η επένδυση σε συλλεκτικά αντικείμενα συνδυάζει την αγορά και τη συντήρηση φυσικών αντικειμένων, με την ελπίδα ότι η αξία των περιουσιακών στοιχείων θα εκτιμηθεί με την πάροδο του χρόνου. Αυτές οι επενδύσεις μπορεί να ακούγονται πιο διασκεδαστικές και ενδιαφέρουσες από άλλους τύπους, αλλά μπορεί να είναι επικίνδυνες λόγω του υψηλού κόστους απόκτησης, της έλλειψης μερισμάτων ή άλλων εσόδων μέχρι να πωληθούν και της πιθανής καταστροφής των περιουσιακών στοιχείων εάν δεν αποθηκευτούν ή δεν φροντιστούν σωστά. Η βασική δεξιότητα που απαιτείται στην επένδυση συλλεκτικών αντικειμένων είναι η εμπειρία. Πρέπει κανείς να είναι επαγγελματίας για να αναμένει οποιαδήποτε απόδοση από μια επένδυση σε μια τέτοια κατηγορία.<sup>41</sup>

#### 1.4.7 Δομημένα προϊόντα (Structured Products)

Τα δομημένα προϊόντα είναι μέσα που διαμορφώθηκαν για να παράγουν συγκεκριμένα χαρακτηριστικά σε σχέση με την απόδοση, τον κίνδυνο, ή το υπάρχον φορολογικό πλαίσιο. Δημιουργούν μοναδικές ταμειακές ροές ως αποτέλεσμα του διαχωρισμού τους από μια παραδοσιακή επένδυση ή λόγω της σύνδεσης των αποδόσεών τους με μία ή περισσότερες αξίες της αγοράς. Τα πιο συνηθισμένα παραδείγματα δομημένων προϊόντων είναι οι συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού

---

<sup>39</sup> Γιόνου Α., (2021), *Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου μέσω Παραδοσιακής και Εναλλακτικής Προσέγγισης*, Διπλωματική εργασία σ. 45

<sup>40</sup> <<https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-alternative-investments>>

<sup>41</sup> Ο.π.

κινδύνου (CDS) και οι υποχρεώσεις εξασφάλισης χρέους (Collateralized Debt Obligations, CDOs).<sup>42</sup>

Τα δομημένα προϊόντα είναι πολύπλοκα επενδυτικά σχήματα και ως εκ τούτου επικίνδυνα, αλλά προσφέρουν ένα προσαρμοσμένο στις προσωπικές ανάγκες των επενδυτών μείγμα προϊόντων. Η λειτουργία τους συνίσταται σε μια υπάρχουσα έκθεση σε υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία μέσω της οποίας δημιουργούνται ξεχωριστές επενδυτικές ευκαιρίες. Δίνεται τη δυνατότητα στους επενδυτές να εγείρουν αξιώσεις με ταυτόχρονη έκθεση σε διαφορετικά επίπεδα κινδύνου από τα ίδια υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία. Πρόκειται για συνθετικά προϊόντα των οποίων βασικό γνώρισμα αποτελεί το γεγονός πως προσφέρουν στον επενδυτή τροποποιημένη έκθεση σε ένα ή περισσότερα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία.<sup>43</sup>

Τα τυπικά γνωρίσματα των δομημένων προϊόντων είναι τα ακόλουθα:

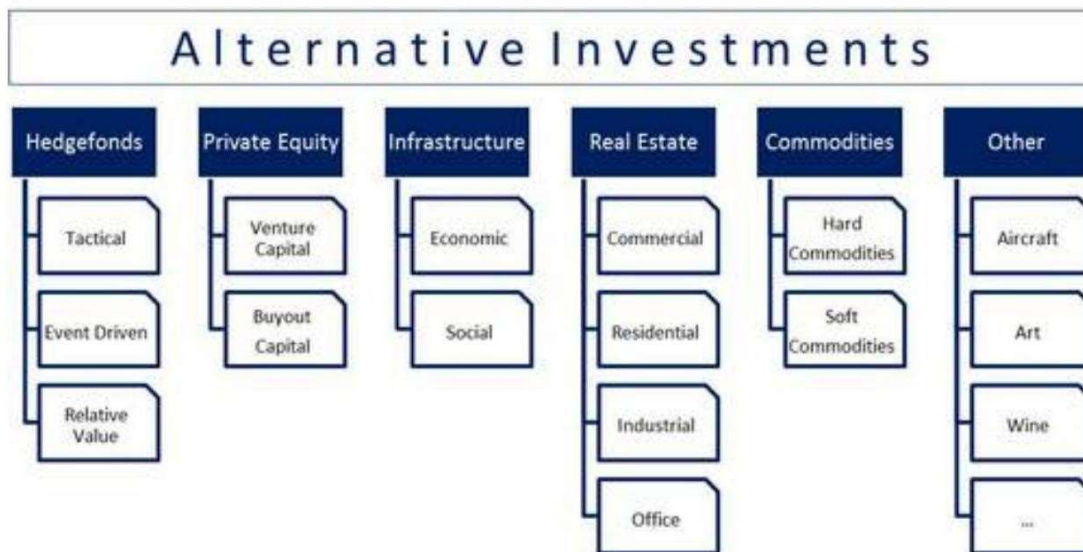
- Συγκεκριμένος χρονικός ορίζοντας (Fixed Term). Όλες οι δομημένες επενδύσεις έχουν προκαθορισμένη ημερομηνία λήξης, που μπορεί να κυμαίνεται από τρεις έως έξι μήνες, και να αγγίζει μέχρι και τα 15 έως 20 χρόνια. Οι επενδυτές θα πρέπει να εξετάζουν την λήξη της προσφοράς με βάση το δικό τους επενδυτικό σχέδιο, λαμβάνοντας ταυτόχρονα υπόψη τις προσδοκώμενες ανάγκες τους για εισόδημα και ρευστότητα.
- Αποδόσεις βάσει προτύπων (Formula-Based Returns). Οι αποδόσεις των δομημένων επενδύσεων βασίζονται σε συγκεκριμένες φόρμουλες οι οποίες διαμορφώνονται από την άποψη που έχει ο επενδυτής για την κατάσταση της αγοράς. Οι επενδυτές πρέπει να γνωρίζουν εξ αρχής πως το κέρδος ή η ζημία τους θα καθοριστεί από τις αποδόσεις του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου, υπό την προϋπόθεση ότι η επένδυση διατηρείται μέχρι τη λήξη. Εάν πωληθεί πριν τη λήξη στη δευτερογενή αγορά, η αξία των τίτλων θα μπορούσε να είναι σημαντικά μικρότερη από την αρχική επένδυση.

---

<sup>42</sup> Chambers, D. R., Anson, M. J. P., Black, K. H., and Kazemi, H., (2015). *Alternative Investments: CAIA Level I*. CAIA Association. 3d Edition, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., σ. 8

<sup>43</sup> Γιόνου Α., (2021), *Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου μέσω Παραδοσιακής και Εναλλακτικής Προσέγγισης*, Διπλωματική εργασία σ. 53

- Δυνατότητα δημιουργίας υπερ-απόδοσης (Potential to Generate Outperformance). Οι επενδύσεις σε δομημένα προϊόντα μπορούν να σχεδιαστούν έτσι ώστε να δημιουργούν δυνητικά αποδόσεις που υπερβαίνουν ένα συγκεκριμένο σημείο αναφοράς εντός συγκεκριμένου εύρους απόδοσης. Οι στρατηγικές υπερ-απόδοσης, ωστόσο, ενέχουν μεγάλο ρίσκο απώλειας του αρχικού κεφαλαίου.
- Πιστωτικός κίνδυνος (Credit Risk). Όλες οι πληρωμές που αφορούν προϊόντα δομημένης επένδυσης, συμπεριλαμβανομένης της πληρωμής ονομαστικής αξίας κατά τη λήξη, υπόκεινται στον πιστωτικό κίνδυνο του εκδότη. Ορισμένα δομημένα επενδυτικά προϊόντα μπορεί να είναι κατασκευασμένα, ώστε να πληρώνουν τουλάχιστον ονομαστική τιμή, ή ένα ποσοστό της, κατά τη λήξη τους. Ωστόσο, πολλά προϊόντα δεν εγγυώνται την αποπληρωμή της ονομαστικής αξίας και, ως εκ τούτου, εκθέτουν τους επενδυτές στην πιθανή απώλεια ορισμένων ή όλων των κεφαλαίων τους. Επιπλέον, η πώληση δομημένων επενδυτικών προϊόντων πριν από τη λήξη μπορεί να οδηγήσει σε ζημία.



**Εικόνα 2.** Πεδίο εφαρμογής AIFMD<sup>44</sup>

<sup>44</sup> Πηγή: Bundesverband Alternativer Investments 2014, όπως αναφέρεται σε: Buettner, H., (2017), "The European Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD): impacts on existing alternative fund managers traditional business models", PhD Thesis, University of Gloucestershire, p.16



#### 1.4.8 Άλλες εναλλακτικές επενδύσεις

Τα έργα υποδομής που προσελκύουν ολοένα και μεγαλύτερο επενδυτικό ενδιαφέρον θεσμικών επενδυτών, αλλά και τα έργα τέχνης. Τα έργα τέχνης έχουν το πλεονέκτημα της πολύ χαμηλής θετικής ή ακόμα και αρνητικής συσχέτισης με τις υπόλοιπες κατηγορίες αξιών. Από την άλλη μεριά, τα έργα υποδομής τείνουν να προσφέρουν μια διαφοροποιημένη πηγή απόδοσης σε επενδυτές, που αναζητούν αποδόσεις κατά προτίμηση «απο-συσχετισμένες», σε συνδυασμό με μια ακόμη μεγαλύτερη διασπορά ικανή να ενισχύσει ακόμη περισσότερο την αποδοτικότητα του χαρτοφυλακίου.<sup>45</sup>

Συνολικά, γίνεται αντιληπτό πως το πεδίο των εναλλακτικών επενδύσεων είναι στην πράξη απεριόριστο. Αυτό, σύμφωνα με τον Zetzsche, εξηγεί ως ένα βαθμό την δυσκολία εφαρμογής των απαιτητικών αρχών της οδηγίας 2011/61/ΕΕ για τους ΔΟΕΕ, η οποία θα αναλυθεί παρακάτω, ώστε να επιτευχθούν ικανοποιητικά αποτελέσματα.

---

<sup>45</sup> <<https://www.stocklearning.gr/asset/article/1277/ta-ofeli-ton-enallaktikon-ependyseon.html>>

## 2. ΤΟ ΓΕΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΔΙΚΑΙΟΥ ΚΑΙ ΟΙ ΕΠΟΠΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

### 2.1 Νομικό και κανονιστικό πλαίσιο του Ευρωπαϊκού επενδυτικού δικαίου

#### 2.1.1 Πυλώνες του Ευρωπαϊκού επενδυτικού δικαίου

Μέχρι την έκδοση της Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD), που θα αναλυθεί στην συνέχεια, οι Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ) δεν υπόκειντο στην ευρωπαϊκή νομοθεσία. Ωστόσο, αυτό δε σημαίνει ότι δεν υπήρχε κανονισμός που να επιβλέπει ορισμένους κλάδους των ΟΕΕ.<sup>46</sup> Εξάλλου, η δημιουργία μιας κοινοτικής εσωτερικής αγοράς, που συνιστά έναν από τους γενεσιουργούς λόγους της σύστασης της Ευρωπαϊκής Ένωσης, προϋπέθετε τη θεμελίωση ενιαίας κεφαλαιαγοράς. Ως εκ τούτου, ο ενωσιακός νομοθέτης προέβη στην έκδοση σημαντικού αριθμού Οδηγιών που στόχευαν στην αναδιαμόρφωση του χρηματοπιστωτικού δικαίου, στο πλαίσιο του οποίου έγκειται και η ρύθμιση της κεφαλαιαγοράς.

Το 1985 εκδόθηκε η οδηγία 85/611/ΕΟΚ (UCITS) του Συμβουλίου για το συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες, κοινώς γνωστοί ως ΟΣΕΚΑ. Η εν λόγω οδηγία αποτελεί τη μοναδική σε ισχύ βασική νομική πράξη του ευρωπαϊκού δικαίου της κεφαλαιαγοράς, η οποία συνεχίζει να ισχύει, έστω και αν έχει επανειλημμένα τροποποιηθεί.<sup>47</sup> Γι' αυτό τον λόγο θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ο βασικός κορμός του ισχύοντος συστήματος. Στόχος της ήταν η εξάλειψη των περιορισμών στην ελεύθερη κυκλοφορία των μεριδίων ΟΣΕΚΑ, αλλά δεν περιείχε διατάξεις που να εξασφαλίζουν τη θέσπιση σε όλα τα κράτη-μέλη ισοδύναμων κανόνων πρόσβασης στην αγορά και προϋποθέσεων λειτουργίας για τέτοιου είδους εταιρείες, ούτε διατάξεις για την ίδρυση υποκαταστημάτων και την

---

<sup>46</sup> Zetzsche, D., (2012), *The alternative investment fund managers directive-European regulation of alternative investment funds*, Netherlands, Kluwer Law International, σ. 1

<sup>47</sup> Γκόρτσος, Χρ., Σταϊκούρας, Π., Λιβαδά, Χ., (2009), *Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σ. 38

ελεύθερη παροχή των υπηρεσιών τους σε κράτη-μέλη εκτός από το κράτος καταγωγής τους.<sup>48</sup>

Προκειμένου να προσαρμοστεί το νομικό πλαίσιο στις οικονομικές συνθήκες του εικοστού πρώτου αιώνα, δημοσιεύθηκε η τροποποιητική οδηγία 2009/65/EK, η οποία, εκτός των άλλων, επιτρέπει στους ΟΣΕΚΑ, ως μέρος των επενδυτικών τους στόχων, πέραν των κινητών αξιών, να επενδύουν και σε άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα με επαρκή ρευστότητα. Έτσι, παγιώθηκε το status quo και προστέθηκαν ορισμένα διαρθρωτικά χαρακτηριστικά που στοχεύουν στην εναρμόνιση των κανόνων των εθνικών νομοθεσιών που διέπουν τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων, προκειμένου να γίνει σε κοινοτικό επίπεδο η προσέγγιση των όρων ανταγωνισμού μεταξύ των οργανισμών αυτών και να επιτευχθεί στον τομέα αυτό αποτελεσματικότερη και πιο ομοιόμορφη προστασία των μεριδιούχων.<sup>49</sup>

Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '90 οι προσπάθειες ενοποίησης των αγορών κεφαλαίου και δημιουργίας ενός ομοιόμορφου κανονιστικού πλαισίου ήταν αποσπασματικές και χωρίς ιδιαίτερη συνάφεια μεταξύ τους. Από την έλευση του κοινού νομίσματος στον ευρωπαϊκό χώρο, το κλίμα για την εγκαθίδρυση ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς άρχισε να ωριμάζει ταχύτερα, λόγω των πιέσεων που ασκούσαν τόσο δυνάμεις που προέκυψαν λόγω παγκοσμιοποίησης όσο και η γενικότερη πορεία της ευρωπαϊκής νομισματικής πολιτικής. Στις 11 Μαΐου 1999 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή δημοσίευσε το «Πρόγραμμα Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες» ( ΠΔΧΥ ) με σκοπό την θέσπιση ενός κοινού νομικού πλαισίου των κρατών μελών στον τομέα των τραπεζών, των ασφαλειών και των κεφαλαιαγορών. Ένα πρώτο δείγμα συστηματικής ρυθμιστικής παρέμβασης του ευρωπαϊκού νομοθέτη αποτελεί η Οδηγία 2003/41/EK, η οποία ρυθμίζει τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Η IORPD, όπως επικράτησε, διέπει τις δραστηριότητες και την εποπτεία των ιδρυμάτων για την επαγγελματική συνταξιοδότηση. Η θέσπιση νομοθετικών εγγυήσεων για την ανάπτυξη των χρηματοδοτούμενων

---

<sup>48</sup> Λαγαρία, Αικ., (2017), *Οι κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση-Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 398

<sup>49</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0065&from=EN>

συνταξιοδοτικών προγραμμάτων και η εγκαθίδρυση ενός αυστηρού πλαισίου εποπτείας κρίθηκαν αναγκαία ώστε να διασφαλιστεί η προστασία των μελών του.<sup>50</sup>

Το 2004 συντελέστηκε ένα ακόμα βήμα της ενοποιητικής διαδικασίας με την Οδηγία 2004/39/ΕΚ (MiFID), η οποία διαμόρφωσε έναν από τους πλέον νευραλγικούς τομείς της ΕΕ, αυτόν των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Η συγκεκριμένη Οδηγία αλλά και οι μεταγενέστερες που την τροποποίησαν απέβλεπαν στην δημιουργία ενός ευνοϊκού πλαισίου για τις ενωσιακές επενδυτικές επιχειρήσεις, εντός του οποίου θα διευκολύνεται η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών και η άσκηση επενδυτικών δραστηριοτήτων, απευθυνόμενη σε μεμονωμένους επενδυτές και όχι σε συλλογικές επενδυτικές δραστηριότητες. Για την επίτευξη αυτού του στόχου εφαρμόστηκε σε όλα τα κράτη μέλη η αρχή της αμοιβαίας αναγνώρισης των εθνικών νομοθετικών και κανονιστικών διατάξεων των υπολοίπων, που σχετίζονται με την αδειοδοσία των κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων.<sup>51</sup>

Η MiFID,<sup>52</sup> η οποία τροποποίησε τις Οδηγίες 85/611/ΕΟΚ και 93/6/ΕΟΚ του Συμβουλίου και την Οδηγία 2000/12/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου και κατήργησε την Οδηγία 93/22/ΕΟΚ, περιέχει διατάξεις για τους όρους αδειοδότησης και άσκησης εποπτείας όχι μόνο των επενδυτικών εταιρειών εντός της επικράτειας του κράτους καταγωγής, αλλά και των υποκαταστημάτων τους σε άλλα κράτη-μέλη. Επιπλέον, εγκαθίδρυσε τον θεσμό του ευρωπαϊκού διαβατηρίου, που επέτρεπε σε επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών ενός κράτους μέλους να παράσχουν τις υπηρεσίες τους και σε άλλα κράτη μέλη της ΕΕ, με μια απλή γνωστοποίηση της πρόθεσής τους στις αρχές εποπτείας της αγοράς του κράτους υποδοχής.<sup>53</sup> Ακόμη, διεύρυνε το πεδίο εφαρμογής του ενωσιακού πλαισίου, λαμβάνοντας υπόψη νέα προϊόντα (παράγωγα επί εμπορευμάτων) και

---

<sup>50</sup> Buettner, H., (2017), "The European Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD): impacts on existing alternative fund managers traditional business models", PhD Thesis, University of Gloucestershire, σ.7-10

<sup>51</sup> Γκόρτσος, Χρ., Σταϊκούρας, Π., Λιβαδά, Χ., (2009), *Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σ. 37

<sup>52</sup> Αντικαταστάθηκε από την MiFID II, με βασικό άξονα την Οδηγία 2014/65/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

<sup>53</sup> Παγώνη, Σ., (2005), Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ. 32-33

υπηρεσίες (επενδυτικές συμβουλές, λειτουργία Πολυμερών Συστημάτων Συναλλαγών<sup>54</sup>). Γι' αυτό τον λόγο άλλωστε χαρακτηρίστηκε ως η νέα "Μεγάλη Έκρηξη".<sup>55</sup> Προεξάρχουσα θέση μεταξύ αυτών έχουν και η Οδηγία για την Κατάχρηση της Αγοράς (Οδηγία 2003/6/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου), η Οδηγία για το Ενημερωτικό Δελτίο (Οδηγία 2003/71/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου), και η Οδηγία για τη Διαφάνεια (Οδηγία 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου), ο Κανονισμός για τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (Οδηγία 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου), καθώς και οι Οδηγίες για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) (Οδηγία 2001/107/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου). Οι νομικές αυτές πράξεις έθεσαν τα θεμέλια για το ενωσιακό δίκαιο της κεφαλαιαγοράς<sup>56</sup>

Αν και οι οδηγίες UCITS και MiFID κάλυπταν τη ρύθμιση των επενδύσεων σε κεφάλαια και κινητές αξίες, συγκεκριμένοι τύποι κεφαλαίων εξακολουθούσαν να μην υπόκεινται σε κάποια ειδική ρύθμιση. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα οι φορείς των αγορών κεφαλαίων να κάνουν χρήση καινοτόμων προϊόντων, που διέφευγαν του πεδίου εφαρμογής των ενωσιακών κανόνων, προκειμένου να αποφύγουν το διοικητικό κόστος που συνεπαγόταν η συμμόρφωσή τους προς την ενωσιακή νομοθεσία και η υποβολή τους στην εποπτεία από τις αρμόδιες εθνικές αρχές ως προς την τήρησή της.<sup>57</sup> Ως εκ τούτου, ενισχυμένη από την οικονομική κρίση του 2007 έως το 2009, το 2011 δημοσιεύτηκε η AIMFD .

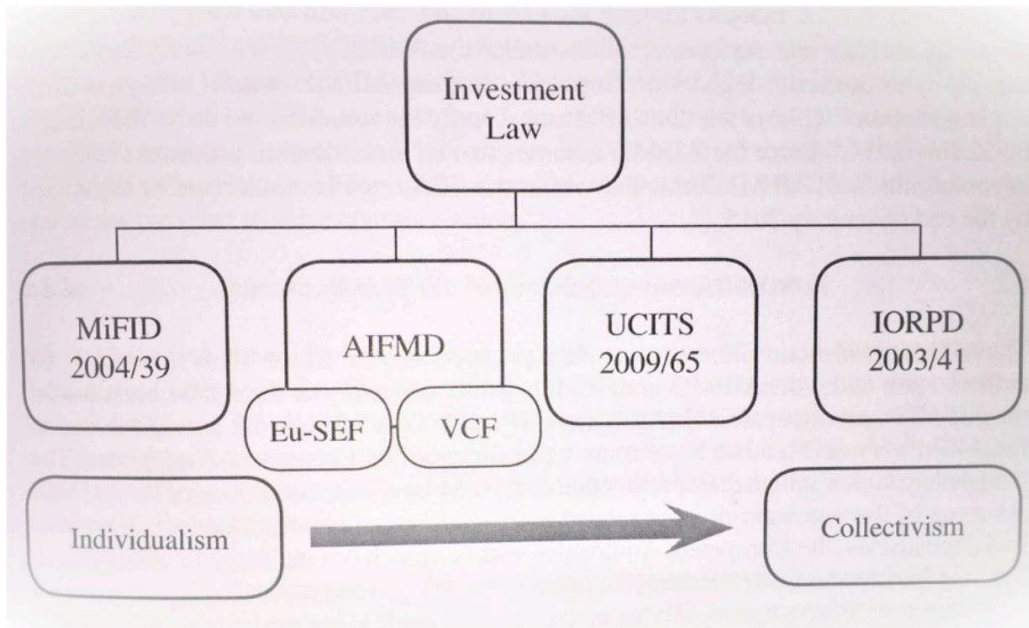
---

<sup>54</sup> Πρόκειται για συστήματα εκτέλεσης χρηματιστηριακών συναλλαγών, δηλαδή για συναλλαγές που διενεργούνται σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες μέσω ειδικών διαπραγματευτών που μετέχουν στη ρυθμιζόμενη αγορά. Η λειτουργία τους υπόκειται στους ίδιους κανόνες που ισχύουν και για τις παραδοσιακές οργανωμένες αγορές.

<sup>55</sup> Λαγαρία, Αικ., (2017), *Οι κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση-Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 282

<sup>56</sup> Λαγαρία, Αικ., (2015), 'Η διάδραση της εναρμόνισης και της αμοιβαίας αναγνώρισης στην έννομη τάξη της ΕΕ: ο τομέας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών', *Διδακτορική Διατριβή*, Τμήμα Διεθνών Ευρωπαϊκών και Περιφερειακών Σπουδών, Πάντειο Πανεπιστήμιο, σ.253-255

<sup>57</sup> Λαγαρία, Αικ., (2017), *Οι κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση-Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 400



**Εικόνα 3.** Η βάση του Ευρωπαϊκού Επενδυτικού Δικαίου <sup>58</sup>

Σύμφωνα με τον Zetzsche, οι οδηγίες AIFMD, IORPD, MiFID και UCITSD αποτελούν συνδυαστικά τη βάση του ευρωπαϊκού επενδυτικού δικαίου.<sup>59</sup>

Το ευρωπαϊκό επενδυτικό δίκαιο εξελίχθηκε περαιτέρω το 2015<sup>60</sup> με το σχέδιο δράσης για τη οικοδόμηση μιας Ευρωπαϊκής Ένωσης Κεφαλαιαγορών (Capital Markets Union CMU) και το 2020<sup>61</sup>, οπότε προστέθηκαν ως νέοι στόχοι του εν λόγω σχεδίου δράσης η στήριξη της πράσινης, ψηφιακής και ανθεκτικής ανάκαμψης η

<sup>58</sup> Zetzsche, D., (2012), *The alternative investment fund managers directive-European regulation of alternative investment funds*, Netherlands: Kluwer Law International, σ. 17

<sup>59</sup> Buettner, H., (2017), "The European Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD): impacts on existing alternative fund managers traditional business models", PhD Thesis, University of Gloucestershire, σ.8

<sup>60</sup> COM (2015) 468 final

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>

<sup>61</sup> COM (2020) 590 final

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0590>

εδραίωσης της ΕΕ, ως ασφαλούς τόπου για ιδιωτικές αποταμιεύσεις και επενδύσεις και η ενοποίηση των εθνικών κεφαλαιαγορών σε μια πραγματική ενιαία αγορά.<sup>62</sup>

### 2.1.2 Το Επενδυτικό Τρίγωνο

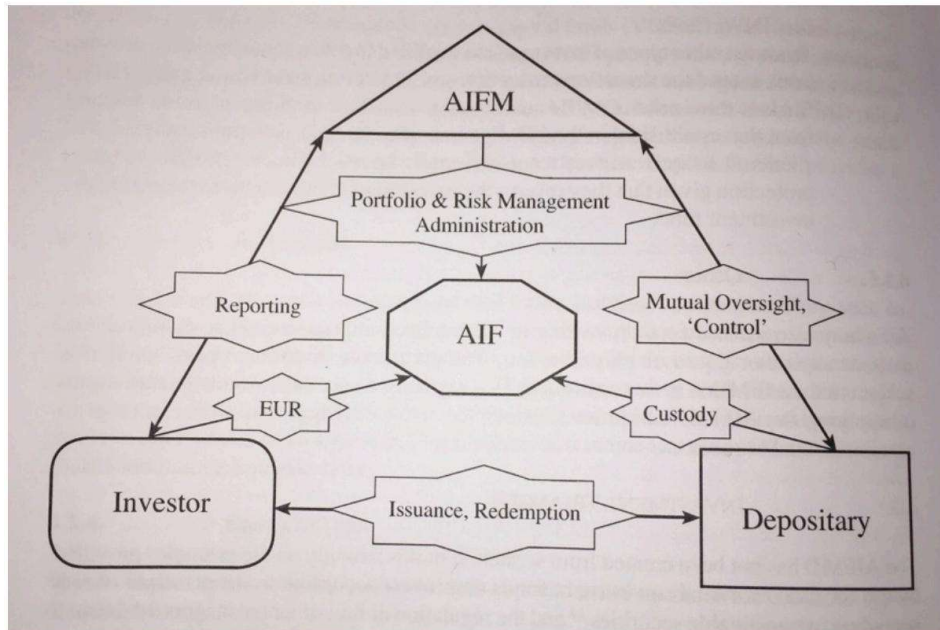
Σύμφωνα με τον Zetzsche,<sup>63</sup> οι προαναφερθείσες οδηγίες έχουν ένα κοινό συστηματικό γνώρισμα. Η δομή των επενδυτικών δραστηριοτήτων που πραγματεύονται μπορεί να απεικονιστεί ως τρίγωνο στις γωνίες του οποίου βρίσκονται οι επενδυτές, ο θεματοφύλακας (depository) και ο Διαχειριστής του Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ). Ο Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων τοποθετείται στη μέση. Η τριγωνική αυτή σχέση αναλύεται με τη σειρά της σε ειδικότερες έννομες σχέσεις μεταξύ επενδυτή-ΔΟΕΕ, επενδυτή-θεματοφύλακα, θεματοφύλακα-ΔΟΕΕ.

Σύμφωνα με αυτή την τριγωνική δομή, οι επενδυτές καταθέτουν τα κεφάλαιά τους στον θεματοφύλακα, ο οποίος εκτελεί καθήκοντα ταμιά του αμοιβαίου κεφαλαίου, καθώς είναι αρμόδιος να ελέγχει τις χρηματοροές. Τα χρήματα επενδύονται στα κατάλληλα περιουσιακά στοιχεία σύμφωνα με την επενδυτική πολιτική που ακολουθείται. Η επενδυτική απόφαση, δηλαδή, το πώς θα επενδυθούν τα κεφάλαια, λαμβάνεται από τον ΔΟΕΕ. Μεταξύ ΔΟΕΕ και θεματοφύλακα υπάρχει αμοιβαία σχέση εποπτείας.

---

<sup>62</sup> Τουντόπουλος, Β. Δ., (2021), *Δίκαιο κεφαλαιαγοράς*, Β' έκδοση, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.17-18

<sup>63</sup> Zetzsche, D., (2012), *The alternative investment fund managers directive-European regulation of alternative investment funds*, Netherlands: Kluwer Law International, σ. 13-14



Εικόνα 4. Το Επενδυτικό Τρίγωνο<sup>64</sup>

Αυτή η βασική λειτουργία είναι η ίδια εδώ και αιώνες και έχει αλλάξει μόνο σε δευτερεύουσες πτυχές της. Επομένως, η ως άνω περιγραφόμενη σχέση είναι ανεξάρτητη από το εκάστοτε καθεστώς ρύθμισης. Ως εκ τούτου, προκύπτει ότι η συγκεκριμένη δομή δύναται να παράσχει μια σχετική σταθερότητα ανάμεσα στα συμφέροντα των διαμεσολαβητών και των επενδυτών. Παρόλα αυτά αξίζει να σημειωθεί ότι η υιοθέτηση της τριγωνικής δομής της οδηγίας AIFMD απαιτεί ορισμένες διαρθρωτικές μεταβολές των ΟΕΕ σε κάποια κράτη-μέλη.<sup>65</sup>

### 2.1.3 Διαδικασία Lamfalussy

Υπό το πρίσμα του προαναφερθέντος Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες,<sup>66</sup> συστάθηκε η λεγόμενη «Επιτροπή Σοφών» (Committee of Wise Men 2001), υπό την προεδρία του Alexandre Lamfalussy, με

<sup>64</sup> Zetsche, D., (2012), *The alternative investment fund managers directive-European regulation of alternative investment funds*, Netherlands: Kluwer Law International, σ. 14

<sup>65</sup> Zetsche, D., (2012), *The alternative investment fund managers directive-European regulation of alternative investment funds*, Netherlands: Kluwer Law International, σ. 13-14

<sup>66</sup> Βλέπε ενότητα 2.1



σκοπό διερευνήσει τον βέλτιστο τρόπο εφαρμογής του ΠΔΧΥ. Κατόπιν ευρείας διαβούλευσης, η Επιτροπή πρότεινε, μεταξύ άλλων, τον Φεβρουάριο του 2001 ένα καινούργιο τρόπο παραγωγής κανόνων στο ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό δίκαιο, που είχε ως στόχο την αποφυγή της βραδύτητας και της δυσκαμψίας του υπάρχοντος συστήματος. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την Έκθεση Lamfalussy, η νέα νομοπαρασκευαστική διαδικασία σκόπευε στον περιορισμό των εκδιδόμενων οδηγιών, οι οποίες θα συμπληρώνονται και θα αποσαφηνίζονται από τεχνικές φύσεως πράξεις της Επιτροπής, καθώς και στην ισχυροποίηση του εποπτικού πλαισίου της ευρωπαϊκής αγοράς κεφαλαίων.<sup>67</sup>

Η κατά πολύ ταχύτερη νομοθετική διαδικασία Lamfalussy έγινε ιδιαίτερα αισθητή στον χώρο των αγορών κεφαλαίου. Βάσει αυτής θεσπίστηκε σημαντικός αριθμός οδηγιών, όπως οι οδηγίες για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και επενδυτικών υπηρεσιών, για την καθιέρωση ενός κοινού ενημερωτικού δελτίου για την δημόσια προσφορά κινητών αξιών, και για τη διαφάνεια στην πληροφόρηση για επιχειρήσεις εισηγμένες σε οργανωμένες αγορές. Οι εν λόγω οδηγίες προώθησαν τον ανταγωνισμό μεταξύ των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων, καθώς κατέστησαν ευκολότερη και ασφαλέστερη την άντληση ευρωπαϊκών κεφαλαίων. Το νέο αυτό θεσμικό πλαίσιο προοριζόταν, αρχικά, μόνο για τις αγορές κεφαλαίου στη συνέχεια όμως αποφασίστηκε η επέκτασή του τόσο στον τραπεζικό όσο και στον ασφαλιστικό τομέα, ύστερα από κοινό αίτημα των υπουργών οικονομικών της Γερμανίας και της Μεγάλης Βρετανίας, τον Δεκέμβριο του 2002.<sup>68</sup>

Η εν λόγω νομοπαραγωγική διαδικασία διαρθρώνεται σε τέσσερα επίπεδα.

- Στο πρώτο επίπεδο, καθορίζεται το γενικό κανονιστικό πλαίσιο και οριοθετούνται οι κατευθυντήριες αρχές, που διέπουν το υπό ρύθμιση αντικείμενο,

---

<sup>67</sup> Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ.26-27

<sup>68</sup> Κάτσικας, Δ., (2012), *Ανταγωνισμός, σταθερότητα & ρύθμιση στον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα*, Κείμενο Πολιτικής Νο 19, Αθήνα: Ελληνικό Ίδρυμα Ευρωπαϊκής & Εξωτερικής Πολιτικής (ΕΛΙΑΜΕΠ), σ.10-15 προσπελάσιμο στις 30/04/2022 <<https://www.files.ethz.ch/isn/145737/katsikas-keimeno1.pdf>>, σ. 10-15

μέσω της έκδοσης των βασικών νομικών πράξεων-πλαίσιο, των Κανονισμών<sup>69</sup> και των Οδηγιών<sup>70,71</sup>. Οι υπό κρίση νομικές πράξεις εκδίδονται με τη συνήθη διαδικασία της συναπόφασης μεταξύ Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου. Παρ' ότι και οι Κανονισμοί και οι Οδηγίες υπερισχύουν της εθνικής νομοθεσίας των κρατών μελών, η φύση των πράξεων είναι διαφορετική. Οι Κανονισμοί ως ευρωπαϊκοί νόμοι παράγουν άμεσο νομοθετικό αποτέλεσμα, ενώ οι Οδηγίες δίνουν στα κράτη μέλη την επιλογή των μέσων με τα οποία θα επιτευχθεί ο στόχος που θέτει η Οδηγία. Οι Οδηγίες εκ φύσεως εκφράζουν και τηρούν καλύτερα τις αρχές της επικουρικότητας<sup>72</sup> και αναλογικότητας<sup>73</sup>, μεταξύ του δικαίου και των θεσμικών οργάνων της ένωσης και των εθνικών νομοθεσιών των κρατών μελών.<sup>74</sup>

- Στο *δεύτερο* επίπεδο, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή υποβοηθούμενη από την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (Committee of European Securities Regulators, CESR), η οποία στη συνέχεια αντικαταστάθηκε από τη νεοσυσταθείσα Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (με τον Κανονισμό 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου), καθώς και από τις αρμόδιες επιτροπές κάθε τομέα της αγοράς, εκδίδει κατ' εξουσιοδότηση πράξεις<sup>75</sup> (άρθρο

---

<sup>69</sup> Πρόκειται για μία κατεξοχήν νομοθετική πράξη με άμεση ισχύ σε όλα τα κράτη μέλη. Αυτό συνεπάγεται ότι δεν απαιτείται παρέμβαση της νομοθετικής, κανονιστικής ή εκτελεστικής εξουσίας του κάθε κράτους μέλους.

<sup>70</sup> Νομικά δεσμευτική πράξη που εκδίδεται συνήθως από το Συμβούλιο από κοινού με το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο. Χαρακτηρίζεται ως μια ατελής πράξη, διότι καθορίζει το επιδιωκόμενο αποτέλεσμα αφήνοντας στα κράτη-μέλη την ευχέρεια να επιλέξουν τον τύπο και τα μέσα επίτευξής του.

<sup>71</sup> Παπαδοπούλου, Ρ.Ε., Περάκης, Μ, Χριστιανός, Β., (2021), *Εισαγωγή στο Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, 2η έκδοση, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 77-87

<sup>72</sup> Η αρχή της επικουρικότητας ορίζεται στο άρθρο 5 παρ.3 της ΣυνθΕΕ. Στόχος της είναι να εξασφαλίζει ότι οι αποφάσεις λαμβάνονται στο εγγύτερο δυνατό επίπεδο προς τον πολίτη. Είναι η αρχή δυνάμει της οποίας η ΕΕ δεν αναλαμβάνει δράση (εκτός από τους τομείς που εμπίπτουν στην αποκλειστική της αρμοδιότητα), παρά μόνο εφόσον η δράση αυτή είναι πιο αποτελεσματική από την αντίστοιχη δράση σε εθνικό, περιφερειακό ή τοπικό επίπεδο.

<sup>73</sup> Η αρχή της αναλογικότητας ορίζεται στο άρθρο 5 παρ. 4 της ΣυνθΕΕ. Έχει ως στόχο να περιορίσει και να οριοθετήσει τη δράση των οργάνων της Ένωσης, που δεν πρέπει να υπερβαίνει τα αναγκαία όρια για την επίτευξη των στόχων. Με άλλα λόγια, η έκταση της δράσης πρέπει να αντιστοιχεί στον επιδιωκόμενο στόχο της. Όταν η Ένωση διαθέτει διάφορους τρόπους επέμβασης με την ίδια αποτελεσματικότητα, οφείλει να επιλέξει αυτόν που επιτρέπει μεγαλύτερη ελευθερία στα κράτη μέλη.

<sup>74</sup> Hooghiemstra S., (2018) "Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe", PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία σ. 84

<sup>75</sup> Εκδίδονται από την Επιτροπή μόνο εάν υπάρχει εξουσιοδότηση που περιέχεται σε νομοθετική πράξη. Ορίζονται ως μη νομοθετικές πράξεις γενικής ισχύος, καθώς συμπληρώνουν ή τροποποιούν ορισμένα μη ουσιώδη στοιχεία της εν λόγω νομοθετικής πράξης.

290 ΣΛΕΕ) ή εκτελεστικά μέτρα<sup>76</sup> (άρθρο 291 ΣΛΕΕ). Σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Στοκχόλμης, τα μέτρα του επιπέδου 2 θα πρέπει να χρησιμοποιούνται συχνότερα για να εξασφαλίζεται η δυνατότητα προσαρμογής των τεχνικών διατάξεων στις εξελίξεις της αγοράς και των εποπτικών προτύπων.<sup>77</sup>

- Στο  *τρίτο*  επίπεδο, επιδιώκεται η ομοιόμορφη υιοθέτηση και εφαρμογή των συμπεφωνημένων, κατά τα δύο προηγούμενα επίπεδα ρυθμίσεων, από τις εποπτικές αρχές των κρατών μελών. Αυτό επιτυγχάνεται με την έκδοση μη νομικά δεσμευτικών κατευθυντήριων γραμμών, γνωμών και συστάσεων (ήπιο ευρωπαϊκό δίκαιο<sup>78</sup>), από τις επιτροπές των τριών ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών. Την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Αρχών Τραπεζικής Εποπτείας (CEBS που εν συνεχεία αντικαταστάθηκε από την EBA), την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR που εν συνεχεία αντικαταστάθηκε από την ESMA) και την Επιτροπή των Ευρωπαϊκών Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (CEIOPS που εν συνεχεία αντικαταστάθηκε από την ΕΙΟΡΑ), για τους τομείς της τραπεζικής, των κεφαλαιαγορών, και των ασφαλίσεων αντίστοιχα.

- Στο  *τέταρτο*  επίπεδο, σκοπείται η εκτέλεση και υλοποίηση των κοινοτικών πράξεων, μέσω της εναρμόνισης στην εσωτερική νομοθεσία των κρατών μελών.<sup>79</sup> Διασφαλίζεται η σύγκλιση των εποπτικών πρακτικών που υιοθετούνται, από τις ρυθμιστικές αρχές των κρατών μελών.

---

<sup>76</sup> Προβλέπουν λεπτομερείς κανόνες για την εφαρμογή της βασικής πράξης όταν απαιτούνται ενιαίες προϋποθέσεις για τις νομικά δεσμευτικές πράξεις της ΕΕ. Εκδίδονται από την Επιτροπή υπό τον έλεγχο επιτροπών που αποτελούνται από εκπροσώπους των κρατών μελών.

<sup>77</sup> Λαγαρία, Αικ., (2017), *Οι κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση-Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 273

<sup>78</sup> Πρόκειται για πράξεις που θέτουν κανόνες συμπεριφοράς χωρίς να αναπτύσσουν νομική δεσμευτικότητα, επειδή δεν προβλέπουν την επιβολή κυρώσεων σε περίπτωση παραβίασής τους. Θέτουν στόχους, προτεραιότητες και λεπτομέρειες της δράσης που πρόκειται να λάβει η ΕΕ σε διάφορους τομείς.

<sup>79</sup> Γκόρτσος, Χρ., Σταϊκούρας, Π., Λιβαδά, Χ., (2009), *Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών, σ. 19-27

Επίπεδο 1	Νομοθετικές (νομικά δεσμευτικές) πράξεις του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου (άρθρο 294 επ. ΣΛΕΕ)	
Επίπεδο 2	Κατ' εξουσιοδότηση πράξεις της Ευρ. Επιτροπής (άρθρο 290 ΣΛΕΕ)	Ρυθμιστικά/κανονιστικά [sic] τεχνικά πρότυπα Κατάρτιση: ESMA, έγκριση: Ευρ. Επιτροπή (άρθρο 290 ΣΛΕΕ & Α. 10 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010)
	Εκτελεστικές πράξεις της Ευρ. Επιτροπής και της ESC (άρθρο 291 ΣΛΕΕ)	Εκτελεστικά τεχνικά πρότυπα Κατάρτιση: ESMA, έγκριση: Ευρ. Επιτροπή (άρθρο 291 ΣΛΕΕ & Α. 15 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010)
Επίπεδο 3	Μη δεσμευτικές κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις της ESMA (άρθρο 16 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010)	
Επίπεδο 4	Μέτρα επιβολής συμμόρφωσης από την ESMA και την Ευρ. Επιτροπή (άρθρο 17 του Κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 1095/2010)	

**Εικόνα 5.** Διαδικασία Lamfalussy<sup>80</sup>

Η επιτυχία του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες οφείλεται εν μέρει στη συμβολή της διαδικασίας Lamfalussy καθώς βοήθησε να ολοκληρωθούν μια σειρά από σημαντικές οδηγίες, των οποίων οι διαπραγματεύσεις είχαν παγώσει για αρκετά χρόνια.

Σημαντική πρόοδος σημειώθηκε στον τομέα των χρηματαγορών, με βασική εξέλιξη την Οδηγία 2011/61/ΕΕ, η οποία εκδόθηκε κατά το πρώτο στάδιο της διαδικασίας Lamfalussy. Προς συμπλήρωσή της, κανόνες δεύτερου επιπέδου ήρθαν για να καθορίσουν επιμέρους θέματα, όπως οι κανονισμοί 345/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τις ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου (EuVECA), 346/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα ευρωπαϊκά ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας (EuSEF), 760/2015 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για τα ευρωπαϊκά μακροπρόθεσμα επενδυτικά κεφάλαια (ELTIF) και ο κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός της Επιτροπής 231/2013 σχετικά με τις εξαιρέσεις, τους γενικούς όρους λειτουργίας, τους θεματοφύλακες, τη μόχλευση, τη διαφάνεια και την εποπτεία.

<sup>80</sup> Τουντόπουλος, Β. Δ., (2021), *Δίκαιο κεφαλαιαγοράς*, Β' έκδοση, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.16

Επιπλέον, μια αξιοσημείωτη ρυθμιστική επέμβαση, που θεσπίστηκε μέσω της διαδικασίας Lamfalussy, αφορά την υιοθέτηση μέτρων για την επίβλεψη της λειτουργίας των εθνικών χρηματοοικονομικών εποπτικών αρχών, ώστε κατ' επέκταση να τεθούν υπό έλεγχο οι ανεξέλεγκτες μέχρι πρότινος συναλλαγές σε παράγωγα προϊόντα, τα οποία θεωρούνται σε μεγάλο βαθμό υπεύθυνα για την επέκταση και εμβάθυνση της κρίσης.<sup>81</sup>

## 2.2 Θεσμοθέτηση εποπτικού μηχανισμού σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο

### 2.2.1 Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) – Ο ρόλος της ως κύρια εποπτική αρχή

Μετά την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση, που ξεκίνησε το 2007, αναδύθηκαν σοβαρές ελλείψεις του συστήματος εποπτείας της Ευρώπης. Έτσι, τον Φεβρουάριο του 2009 εκδόθηκε κατ'εντολή της Επιτροπής η Έκθεση de Larosière, η οποία περιείχε συστάσεις για την εξυγίανση του ευρωπαϊκού εποπτικού πλαισίου. Αποτέλεσμα ήταν, μεταξύ άλλων, ο Κανονισμός 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου που προέβλεπε την σύσταση της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ), διεθνώς γνωστή ως ESMA (European Securities and Markets Authority).<sup>82</sup>

Η ΕΑΚΑΑ εντάσσεται στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Χρηματοοικονομικής Εποπτείας (ΕΣΧΕ, European System of Financial Supervision- ESFS), το οποίο συνιστά ένα ολοκληρωμένο δίκτυο εποπτικών αρχών της Ένωσης και αποτελείται από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο Συστημικού Κινδύνου (ΕΣΣΚ), τις τρεις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές (ΕΕΑ) —δηλαδή την Ευρωπαϊκή Αρχή Τραπεζών (ΕΒΑ), την Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΣΜΑ) και την Ευρωπαϊκή Αρχή Ασφαλίσεων και Επαγγελματικών Συντάξεων (ΕΙΟΡΑ)— τη Μικτή Επιτροπή των ΕΕΑ και τις εθνικές

---

<sup>81</sup> Κάτσικας, Δ., (2012), *Ανταγωνισμός, σταθερότητα & ρύθμιση στον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα*, Κείμενο Πολιτικής Νο 19, Αθήνα: Ελληνικό Ίδρυμα Ευρωπαϊκής & Εξωτερικής Πολιτικής (ΕΛΙΑΜΕΠ), σ.10-15 προσπελάσιμο στις 30/04/2022 <<https://www.files.ethz.ch/isn/145737/katsikas-keimeno1.pdf>>

<sup>82</sup> Η ΕΑΚΑΑ αντικατέστησε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή Ρυθμιστικών Αρχών των Αγορών Κινητών Αξιών (CESR).

εποπτικές αρχές.<sup>83</sup> Οι εν λόγω εποπτικές αρχές, παρά την ονομασία τους, αποτελούν κατά βάση ρυθμιστικές αρχές, καθώς οι περιπτώσεις άσκησης εποπτικών αρμοδιοτήτων είναι εξαιρετικές. Κατά συνέπεια, πρωτίστως υπεύθυνες για την εποπτεία των επενδυτικών επιχειρήσεων παραμένουν οι αρμόδιες εθνικές αρχές, οι οποίες σε καμία περίπτωση δεν έχουν υποκατασταθεί από αντίστοιχες ενωσιακές.<sup>84</sup>

«Ο σκοπός της Αρχής είναι να προστατεύει το δημόσιο συμφέρον συμβάλλοντας στη βραχυπρόθεσμη, μεσοπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη σταθερότητα και αποτελεσματικότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος, προς όφελος της οικονομίας, των πολιτών και των επιχειρήσεων της Ένωσης».<sup>85</sup> Έτσι, το πλαίσιο των αρμοδιοτήτων της εντάσσεται η διασφάλιση της συνεπούς και αποδοτικής εφαρμογής των πράξεων από τους συμμετέχοντες στις κεφαλαιαγορές, η γνωμοδότηση στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο και την Επιτροπή και η εκτέλεση των καθηκόντων της με ανεξαρτησία και αντικειμενικότητα και μόνο προς το συμφέρον της Ένωσης.<sup>86</sup> Γι' αυτούς τους λόγους, έχει εφοδιαστεί με δική της νομική προσωπικότητα (δηλαδή αναγνωρίζεται ως αυτοτελές υποκείμενο δικαιωμάτων και υποχρεώσεων)<sup>87</sup> ενώ παράλληλα διαθέτει ιδίους οικονομικούς πόρους και διοικητικό προσωπικό («διοικητική και οικονομική αυτονομία»)<sup>88</sup>.

Επίσης, η ΕΑΚΑΑ διαδραματίζει ζωτικό ρόλο στην θεμελίωση ενιαίας ενωσιακής εποπτικής νοοτροπίας και συνεπών εποπτικών πρακτικών, καθώς και στη διασφάλιση ομοιόμορφων διαδικασιών σε όλη την Ένωση. Μέσω του συντονισμού των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών, έχει ως σκοπό τη σύγκλιση κατά την εφαρμογή και την εκτέλεση της ΟΔΟΕΕ. Στο πλαίσιο αυτό, η ΕΑΚΑΑ μπορεί να γνωμοδοτήσει στις αρμόδιες αρχές, να εξασφαλίζει διμερή και πολυμερή ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ αρμόδιων αρχών (τηρώντας τις διατάξεις για την εμπιστευτικότητα και την προστασία των δεδομένων), να συνδράμει στην κατάρτιση ομοιόμορφων εποπτικών προτύπων υψηλής ποιότητας, τομεακών και

---

<sup>83</sup> Αιτιολογική σκέψη 5 του κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=celex:32010R1095>

<sup>84</sup> Gortsos C. V., Lagaria K., (2020), *The European Supervisory Authorities (ESAs) as "direct" supervisors in the EU financial system*, EBI Working Paper Series, no. 57, European Banking Institute, σ. 4

<sup>85</sup> Άρθρο 1 παρ. 5 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>86</sup> Άρθρο 1 παρ. 5 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>87</sup> Άρθρο 5 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>88</sup> Αιτιολογική σκέψη 14 του κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

διατομεακών προγραμμάτων κατάρτισης και εν γένει οποιαδήποτε πράξη με σκοπό την προαγωγή νέων κοινών εποπτικών προσεγγίσεων και πρακτικών.<sup>89</sup> Αξιοσημείωτη είναι επίσης, η συντονιστική αρμοδιότητα της ΕΑΚΑΑ μεταξύ αρμόδιων εθνικών αρχών, «ιδίως σε περιπτώσεις κατά τις οποίες αντίξοες εξελίξεις ενδέχεται να θέσουν σε κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία και την ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών ή τη σταθερότητα του χρηματοοικονομικού συστήματος στην Ένωση».<sup>90</sup>

Βασικές αρμοδιότητες της ΕΑΚΑΑ αποτελούν:

- Ο έλεγχος της εκπλήρωσης των υποχρεώσεων των εθνικών αρχών αναφορικά με την εποπτεία. Η ΕΑΚΑΑ δύναται να διερευνήσει την φερόμενη παραβίαση ή μη εφαρμογή του δικαίου της Ένωσης από την οικεία εθνική αρχή και να της απευθύνει σύσταση για τη συμμόρφωση με το ενωσιακό δίκαιο. Εάν η αρμόδια αρχή δεν συμμορφωθεί, η Επιτροπή μπορεί να διατυπώσει επίσημη γνώμη, απαιτώντας την υπακοή προς το ισχύον δίκαιο. Αν μια αρμόδια αρχή δεν συμμορφωθεί με την επίσημη γνώμη, η ΕΑΚΑΑ μπορεί να εκδώσει μεμονωμένη απόφαση, με την οποία θα απαιτεί να ληφθούν τα απαραίτητα μέτρα για να συμμορφωθεί με τις υποχρεώσεις της σύμφωνα με το ενωσιακό δίκαιο, περιλαμβανομένης της παύσης κάθε πρακτικής.<sup>91</sup>
- Η δράση σε καταστάσεις έκτακτης ανάγκης. «Σε περίπτωση αντίξωων εξελίξεων, οι οποίες μπορούν να θέσουν σε σοβαρό κίνδυνο την εύρυθμη λειτουργία και την ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών ή τη σταθερότητα ολόκληρου ή μέρους του χρηματοοικονομικού συστήματος στην Ένωση, η ΕΑΚΑΑ διευκολύνει ενεργά και, όποτε είναι απαραίτητο, συντονίζει τις ενέργειες που αναλαμβάνουν οι σχετικές εθνικές αρμόδιες εποπτικές αρχές».<sup>92</sup>
- Η επίλυση διαφωνιών μεταξύ αρμόδιων αρχών σε διασυνοριακές καταστάσεις. Η ΕΑΚΑΑ είναι δυνατό να ενεργεί ως μεσολαβητής, ή ακόμα και να λαμβάνει αποφάσεις, απαιτώντας από τα διαφωνούντα κράτη να λάβουν συγκεκριμένα μέτρα ή να μην προβούν σε ενέργειες, ώστε να επιλυθεί η διαφωνία,

<sup>89</sup> Άρθρο 29 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>90</sup> Άρθρο 31 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>91</sup> Άρθρο 17 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>92</sup> Άρθρο 18 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

με δεσμευτική ισχύ για τις ενδιαφερόμενες αρμόδιες αρχές, προκειμένου να διασφαλιστεί η συμμόρφωση προς το δίκαιο της Ένωσης.<sup>93</sup>

Οι προαναφερθείσες αποφάσεις ( καθώς και όσες αποφάσεις λαμβάνονται από την ΕΑΚΑΑ ) υπόκεινται σε προσφυγή από οποιοδήποτε φυσικό ή νομικό πρόσωπο, συμπεριλαμβανομένων και των αρμόδιων εθνικών αρχών ενώπιον της ΕΑΚΑΑ.<sup>94</sup> Ακόμα, είναι εφικτή και η προσφυγή ενώπιον του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σύμφωνα με το άρθρο 263 της ΣΛΕΕ, κατά απόφασης του συμβουλίου προσφυγών ή, σε περιπτώσεις όπου δεν υπάρχει δικαίωμα προσφυγής ενώπιον του συμβουλίου προσφυγών, της ΕΑΚΑΑ.<sup>95</sup>

Για να εκπληρώνει τα καθήκοντα της, διαθέτει την εξουσία να καταρτίζει σχέδια ρυθμιστικών και εκτελεστικών τεχνικών προτύπων, να λαμβάνει αποφάσεις απευθυνόμενες προς αρμόδιες αρχές σε ειδικές περιστάσεις και να γνωμοδοτεί προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, το Συμβούλιο ή την Επιτροπή. Δικαιούται να συλλέγει τις αναγκαίες πληροφορίες σχετικά με τους συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές, να αναπτύσσει κοινές μεθοδολογίες εκτίμησης (των επιπτώσεων, των χαρακτηριστικών και των διαδικασιών διανομής των προϊόντων) για την οικονομική κατάσταση των συμμετεχόντων στις χρηματοοικονομικές αγορές και για ότι αφορά στην προστασία του καταναλωτή. Επιπλέον μπορεί να εκδίδει κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις, σε ό,τι αφορά στην άσκηση των αδειοδοτικών εξουσιών και στις υποχρεώσεις των αρμοδίων εθνικών αρχών.<sup>96</sup> Όπως έχει ήδη αναφερθεί, σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy, οι πράξεις αυτές νοούνται ως κανόνες τρίτου επιπέδου, οπότε είναι φύσει μη δεσμευτικές. Ως κανόνες ήπιου δικαίου (soft law) ασκούν επίδραση στο ενωσιακό και στο εθνικό δίκαιο, καθώς οι εθνικές αρχές και οι συμμετέχοντες στις χρηματοοικονομικές αγορές, ως αποδέκτες αυτών, οφείλουν να καταβάλλουν κάθε δυνατή προσπάθεια για να συμμορφωθούν με τις εν λόγω κατευθυντήριες γραμμές και συστάσεις, ενημερώνοντας και παραθέτοντας στην ΕΑΚΑΑ τους λόγους σε περίπτωση

---

<sup>93</sup> Άρθρο 19 του κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>94</sup> Άρθρο 60 του κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>95</sup> Άρθρο 61 του κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>96</sup> Άρθρο 8 παρ. 1 του κανονισμού της ΕΕ 1095/2010



αδυναμίας ή επιλογής μη συμμόρφωσης.<sup>97</sup> Επιπλέον η ΕΑΚΑΑ δύναται, εφόσον συντρέχουν συνθήκες απειλητικές για την ομαλή λειτουργία των χρηματαγορών και η αρμόδια εθνική αρχή αδρανεί να αντιμετωπίσει την απειλητική κατάσταση, να επιβάλει απαγορεύσεις και περιορισμούς στην εμπορική προώθηση μεριδίων ΟΕΕ.<sup>98</sup>

Η ΕΑΚΑΑ, προκειμένου να ανταποκριθεί σε καθήκοντα που σχετίζονται με την προστασία των καταναλωτών και την προώθηση της ασφάλειας στις χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, κατ' εξαίρεση της αναγνωρίζονται εξουσίες έναντι εκδοτών και προσώπων που συμμετέχουν στις αγορές. Κατά βάση, οι εν λόγω εξουσίες ανατίθενται στις εσωτερικές αρχές των κρατών μελών, γι' αυτό τον λόγο η Αρχή μόνο υπό ορισμένες συνθήκες μπορεί:

- να εκδίδει προειδοποιήσεις σε περίπτωση που κάποια χρηματοοικονομική δραστηριότητα ενέχει σοβαρή απειλή για τις χρηματοοικονομικές αγορές και τον εποπτικό συντονισμό.<sup>99</sup>
- να απαγορεύσει ή να περιορίσει προσωρινά ορισμένες χρηματοοικονομικές δραστηριότητες που απειλούν την εύρυθμη λειτουργία και την ακεραιότητα των χρηματοοικονομικών αγορών ή τη σταθερότητα ολόκληρου ή μέρους του χρηματοοικονομικού συστήματος της Ένωσης.<sup>100</sup>

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται προσπάθεια ως προς την ενίσχυση του κύρους της ΕΑΚΑΑ. Σύμφωνα με τη νομολογία του Δικαστηρίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΔΕΕ) και συγκεκριμένα στις προτάσεις του γενικού εισαγγελέα Jääskinen, επί της υπόθεσης C-270/12 Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και της Βόρειας Ιρλανδίας κατά Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, επισημάνθηκε ότι η σημαντική διαφορά που ξεχωρίζει την ΕΑΚΑΑ από άλλες εποπτικές αρχές και οργανισμούς της ΕΕ είναι η ικανότητά της να εκδίδει νομικά δεσμευτικές αποφάσεις που απευθύνονται σε μεμονωμένες νομικές

---

<sup>97</sup> Άρθρο 16 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>98</sup> Άρθρο 47 παρ.5,6 οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>99</sup> Άρθρο 9 παρ. 3 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

<sup>100</sup> Άρθρο 9 παρ. 5 κανονισμού της ΕΕ 1095/2010

οντότητες υποκαθιστώντας είτε μια απόφαση, είτε την αδράνεια της αρμόδιας εθνικής αρχής.<sup>101</sup>

Μάλιστα, η προαναφερθείσα απόφαση αποτέλεσε σημείο αναφοράς στον εκσυγχρονισμό της υπάρχουσας νομολογίας που βασιζόταν στη υπόθεση *Meroni*<sup>102</sup>. Το ΔΕΕ επιβεβαίωσε ότι η νομιμοποίηση της ΕΑΚΑΑ να ασκεί εξουσίες και να λαμβάνει μέτρα που προβλέπονται στο άρθρο 28 του κανονισμού 236/2012 στηρίζεται στο άρθρο 114 ΣΛΕΕ, το οποίο παρέχει στο Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και στο Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης την εξουσία να εκδίδουν μέτρα σχετικά με την προσέγγιση των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων των κρατών μελών, που έχουν ως αντικείμενο την εγκαθίδρυση και τη λειτουργία της εσωτερικής αγοράς. Σε αυτό το πλαίσιο οι Ευρωπαίοι δικαστές αποφάσισαν ότι η ανάθεση εκτελεστικών αρμοδιοτήτων στην ΕΑΚΑΑ, είναι σαφώς οριοθετημένες και δεν της παρέχουν ευρύτατη διακριτική ευχέρεια ασυμβίβαστη με τη Συνθήκη. Ως εκ τούτου, η άσκηση των σχετικών εξουσιών πρέπει να εποπτεύεται αποτελεσματικά από την εξουσιοδοτούσα αρχή και να υπόκεινται σε δικαστικό έλεγχο, ώστε να εξακριβώνεται ότι η εν λόγω μεταβίβαση εξουσιών συμβαδίζει με τους σκοπούς που έχουν τεθεί από την Συνθήκη για τη Λειτουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΣΛΕΕ).<sup>103</sup>

Το ΔΕΕ διαπίστωσε επίσης ότι το άρθρο 28 του κανονισμού 236/2012 δεν μπορεί να εξεταστεί μεμονωμένα. Αντίθετα, η διάταξη αυτή πρέπει να εκληφθεί ως μέρος μιας σειράς κανόνων, που αποσκοπούν στο να παραχωρηθούν στις αρμόδιες εθνικές αρχές και στην ΕΑΚΑΑ εξουσίες παρέμβασης για την αντιμετώπιση δυσμενών εξελίξεων, που ενδέχεται να απειλήσουν τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα εντός της ΕΕ και να κλονίσουν την εμπιστοσύνη της αγοράς. Για το σκοπό αυτό, πρέπει να είναι σε θέση να επιβάλλουν προσωρινούς περιορισμούς στις ανοικτές πωλήσεις

---

<sup>101</sup>Gortsos C. V., Lagaria K., (2020), *The European Supervisory Authorities (ESAs) as “direct” supervisors in the EU financial system*, EBI Working Paper Series, no. 57, European Banking Institute, p. 8-11

<sup>102</sup> <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=CELEX%3A62014CJ0559>

<sup>103</sup> Απόφαση του Δικαστηρίου της 22ας Ιανουαρίου 2014, υπόθεσης C-270/12 Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και της Βόρειας Ιρλανδίας κατά Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αιτιολογικές σκέψεις 41-55 διαθέσιμο σε:

<https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=80E4BD119E6CCF66D0FA67CE2AA333CE?text=&docid=146621&pageIndex=0&doclang=EL&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=1257768>

ορισμένων χρηματοπιστωτικών αξιών ή άλλων συναλλαγών προκειμένου να αποτραπεί η ανεξέλεγκτη πτώση της τιμής αυτών των μέσων. Οι εν λόγω αρχές έχουν υψηλό βαθμό επαγγελματικής εμπειρίας και συνεργάζονται στενά για την επίτευξη του στόχου της οικονομικής σταθερότητας εντός της ΕΕ.<sup>104</sup>

Το 2017, στο πλαίσιο διαδικασίας μεταρρύθμισης των ευρωπαϊκών εποπτικών αρχών, η Επιτροπή τόνισε την ανάγκη ενίσχυσης του ρόλου της ΕΑΚΑΑ, με απώτερο σκοπό την ευρύτερη τόνωση της εποπτείας των κεφαλαιαγορών. Παρά το γεγονός ότι η εγκαθίδρυση μιας ενιαίας εποπτικής αρχής των κεφαλαιαγορών είναι διακηρυγμένη, το μέχρι τότε έργο της ΕΑΚΑΑ επικρίθηκε, καθώς η αρχή δίσταζε να προβαίνει σε ενέργειες που θα οδηγούσαν σε μια συγκεντρωτική εποπτεία. Οι παρεμβάσεις περιορίζονταν μόνο υπέρ ορισμένων οντοτήτων, όπως τα ευρωπαϊκά επιχειρηματικά κεφάλαια (EuVECA) και τα ευρωπαϊκά ταμεία μακροπρόθεσμων επενδύσεων (ELTIF). Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο συμφώνησαν να δώσουν στην ΕΑΚΑΑ πρόσθετες άμεσες εποπτικές εξουσίες μόνο σε κρίσιμα σημεία αναφοράς εντός της ΕΕ και σε τρίτες χώρες.<sup>105</sup>

### 2.2.2 Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Στο πλαίσιο εξομοίωσης του τρόπου λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, κρίθηκε αναγκαία η θέσπιση μιας αυτόνομης εποπτικής αρχής σε κάθε κράτος μέλος. Στο εσωτερικό δίκαιο, η εξωτραπεζική κρατική εποπτεία της εξωχρηματιστηριακής και χρηματιστηριακής κεφαλαιαγοράς έχει ανατεθεί, βάσει του άρθρου 76 του νόμου 1969/1991, στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.<sup>106</sup> Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι μέλος της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority- ESMA) και μέλος του Διεθνούς Οργανισμού Επιτροπών Κεφαλαιαγοράς (International Organization of Securities Commissions - IOSCO).

---

<sup>104</sup>Απόφαση του Δικαστηρίου της 22ας Ιανουαρίου 2014, υπόθεσης C-270/12 Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και της Βόρειας Ιρλανδίας κατά Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, σκέψεις 84-86

<sup>105</sup>Gortsos C. V., Lagaria K., (2020), *“The European Supervisory Authorities (ESAs) as “direct” supervisors in the EU financial system”*, EBI Working Paper Series, no. 57, European Banking Institute, p. 13-14

<sup>106</sup> Η τραπεζική εποπτεία της αγοράς έχει ανατεθεί στην Τράπεζα της Ελλάδος.

Στην εισηγητική έκθεση του νόμου αυτού, τονίζεται η επιτακτική ανάγκη σύστασης ενός οργάνου, που θα είναι αυτόνομο οικονομικά και νομικά ανεξάρτητο από τον κρατικό παράγοντα και θα χαρακτηρίζεται από ευκινησία και ταχύτητα ενεργειών, ώστε να πετύχει την λειτουργία της εγχώριας κεφαλαιαγοράς υπό τους όρους του ελεύθερου ανταγωνισμού και της διαφάνειας των συναλλαγών. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ουσιαστικά έμεινε αδρανής μέχρι το 1994 και μόνο κατά τη διάρκεια του 1996 ανέλαβε ουσιαστικό ρόλο στο συντονισμό της ελληνικής κεφαλαιαγοράς.<sup>107</sup>

Σύμφωνα με τον συστατικό της νόμο η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αποτελεί νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου, οικονομικά, λειτουργικά και διοικητικά ανεξάρτητο και λειτουργεί προς όφελος του δημοσίου συμφέροντος.<sup>108</sup> Σε αυτό το πλαίσιο, έχουν παραχωρηθεί στην Επιτροπή εξουσίες που της επιτρέπουν να ασκεί διοικητική εποπτεία τόσο με τη μορφή προληπτικού ελέγχου, με σκοπό την εφαρμογή του ισχύοντος δικαίου, όσο και κατασταλτικού, με την επιβολή κυρώσεων.<sup>109</sup>

Η προληπτική εποπτεία αποτελείται αφενός από τη θέσπιση κανόνων δικαίου (κανονιστική αρμοδιότητα) και αφετέρου από την εξέταση της συμμόρφωσης με τους νόμους. Η ΕΚ δικαιούται να εκδίδει πράξεις κανονιστικού περιεχομένου κυρίως επί θεμάτων σχετικών με τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των Ανωμόνων Χρηματιστηριακών Εταιρειών, των Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και των Α.Ε. Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων, επί καθορισμού νέων χρηματιστηριακών πραγμάτων και χρηματιστηριακών συναλλαγών, αποθετηρίου τίτλων, κεφαλαίου ασφαλείας χρηματιστηριακών συναλλαγών.<sup>110</sup> Επιπρόσθετα, γνωμοδοτεί στον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας επί θεμάτων κεφαλαιαγοράς<sup>111</sup>, καθώς επίσης επεμβαίνει και ελεγκτικά για την τήρηση των διατάξεων του νόμου. Αναλυτικότερα, ασκεί έλεγχο σε εταιρίες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο

---

<sup>107</sup> Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ.39

<sup>108</sup> Άρθρο 76α ν. 1996/1991

<sup>109</sup> Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ.81

<sup>110</sup> Άρθρο 78 παρ.1 α ν. 1996/1991

<sup>111</sup> Άρθρο 78 παρ.1 γ ν. 1996/1991

Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, σε Ανώνυμες Χρηματιστηριακές Εταιρείες, σε συμβούλους χρηματιστηριακών επενδύσεων, σε Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου και Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων, στην Α.Ε. Αποθετηρίων Τίτλων σχετικά με περιπτώσεις κατάχρησης της αγοράς και την τήρηση των κανόνων δεοντολογίας από τα στελέχη αυτών των εταιρειών.<sup>112</sup> Τέλος, η ΕΚ δικαιούται να παρέχει άδειες, για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, ύστερα από έλεγχο της εφαρμογής των ευρωπαϊκών κριτηρίων καταλληλότητας, οι οποίες χορηγούνται πλέον με γνώμονα τη χρήση των αδειών αυτών ως 'Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου' για ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση.<sup>113, 114</sup>

Η κατασταλτική εποπτεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συνίσταται στην αρμοδιότητά της να επιβάλλει κυρώσεις και πειθαρχικές ποινές.<sup>115</sup> Αυτές έχουν τη μορφή ατομικών εκτελεστών διοικητικών πράξεων. Επίσης, στην Επιτροπή αναγνωρίζεται η υποχρέωση να συντάξει μηνυτήρια αναφορά προς τις εισαγγελικές αρχές, σε περίπτωση που εξακριβωθεί ποινικώς κολάσιμη παράβαση της χρηματιστηριακής νομοθεσίας.<sup>116</sup> Η συνηθέστερη κύρωση είναι η επιβολή χρηματικού προστίμου, η επιμέτρηση του οποίου υπόκειται στην διακριτική ευχέρεια της Επιτροπής, η οποία σε κάθε περίπτωση πρέπει να ασκείται σύμφωνα με τις συνταγματικές περιωπής αρχές της αναλογικότητας και της ίσης μεταχείρισης των διοικουμένων.<sup>117</sup> Το μέτρο αυτό λαμβάνεται τόσο σε περίπτωση κατάχρησης προνομιακών («εμπιστευτικών») πληροφοριών, οπότε και επιβάλλονται οι διοικητικές κυρώσεις του άρθρου 23 παρ. 1 του νόμου 3340/2005, όσο και σε περίπτωση χειραγώγησης της αγοράς<sup>118, 119</sup> Στις διοικητικές κυρώσεις που μπορεί να

---

<sup>112</sup> Άρθρο 78 παρ.1 δ, στ ν. 1996/1991

<sup>113</sup> Άρθρο 78 παρ.1 β ν. 1996/1991

<sup>114</sup> Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ.100

<sup>115</sup> Άρθρο 78 παρ.1 ε ν. 1996/1991

<sup>116</sup> Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ.114

<sup>117</sup> Τουντόπουλος, Β. Δ., (2021), *Δίκαιο κεφαλαιαγοράς*, Β' έκδοση, εκδ. Σάκκουλα, Αθήνα, σ.576-587

<sup>118</sup> Οι όροι αποσαφηνίστηκαν με τον νόμο 3340/2005, ο οποίος προσάρμοσε τη νομοθεσία προς τις διατάξεις της οδηγίας 2003/6/ΕΚ.

<sup>119</sup> Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ.171-293

απαγγεΐλει η ΕΚ εντάσσεται και η διαγραφή εισηγμένων στο χρηματιστήριο κινητών αξιών. Ο θεσμός αυτός, λόγω του αυστηρού και μη αναστρέψιμου χαρακτήρα του, που συνεπάγεται την οριστική απώλεια της δυνατότητας να αποτελέσει αντικείμενο διαπραγμάτευσης η συγκεκριμένη κινητή αξία, ενεργοποιείται, όχι λόγω μιας απλής παράβασης των νομοθετικών διατάξεων, αλλά μόνο αν, σύμφωνα με το άρθρο 17 παρ. 3 του νόμου 3371/2005, « λόγω ειδικών συνθηκών, δεν διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς ή όταν το επιβάλλει η ανάγκη προστασίας των επενδυτών».<sup>120</sup>

Περαιτέρω δυνατότητα, που αναγνωρίζεται στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, είναι η ανάκληση άδειας λειτουργίας των ανώνυμων χρηματιστηριακών εταιρειών<sup>121</sup>, εάν κριθεί ότι έχουν εκλείψει οι προϋποθέσεις λειτουργίας της ή εάν δεν πληρούνται οι νόμιμες προϋποθέσεις για την επάρκεια ιδίων κεφαλαίων ή εάν η λειτουργία της εταιρείας κριθεί επικίνδυνη για την κεφαλαιαγορά, λόγω σοβαρών παραβάσεων της χρηματιστηριακής νομοθεσίας ή εάν αμελήσει να λειτουργήσει για εύλογο χρονικό διάστημα.<sup>122 123</sup>

Σύμφωνα με δηλώσεις της προέδρου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στο 6ο International Fund Summit (2020), οι πρόσφατες μεταβολές στο θεσμικό πεδίο οδήγησαν στη θέσπιση ενός νέου τύπου fund, που έχει τη μορφή αμοιβαίου κεφαλαίου και ονομάζεται Οργανισμός Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ). Στην πράξη αυτό σημαίνει ότι οι Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΔΟΕΕ) μπορούν να συστήσουν στην Ελλάδα ΟΕΕ, με βάση τις προϋποθέσεις του νόμου 4706/2020, και να διαχειρίζονται εξ' αποστάσεως χαρτοφυλάκια σε άλλα κράτη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Πίσω από τις προαναφερθείσες ρυθμιστικές παρεμβάσεις διαφαίνονται οι προσπάθειες προσέλκυσης κεφαλαίων και

---

<sup>120</sup> Ο.π. σ.272-274

<sup>121</sup> Άρθρο 78 παρ.1 β ν. 1996/1991

<sup>122</sup> Άρθρο 4 παρ. 5 ν. 1806/1998

<sup>123</sup> Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ.284-285

διαχειριστών, που θα έχουν ως αποτέλεσμα την ενίσχυση της εγχώριας κεφαλαιαγοράς και της ελληνικής οικονομίας εν γένει.<sup>124</sup>

Ο νόμος 4706/2020 καθορίζει με τις διατάξεις του για τη σύγχρονη αγορά κεφαλαίου, το πλαίσιο λειτουργίας και διαχείρισης των ΟΕΕ, καθορίζοντας ότι οι μεριδιούχοι δεν φέρουν ευθύνη για τις υποχρεώσεις του ΟΕΕ, πέραν της αξίας των μεριδίων που κατέχουν. Ουσιαστικά το επενδυτικό κεφάλαιο που συγκεντρώνει ο ΟΕΕ λειτουργεί ως ετερόρρυθμη εταιρεία, με τον ΔΟΕΕ να είναι ο ομόρρυθμος εταίρος. Με την εισαγωγή του νόμου 4706/2020 στο εθνικό δίκαιο, που καθιστά δυνατή τη σύσταση ελληνικών Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων και με τις πρόσφατες αδειοδοτήσεις αρκετών ΔΟΕΕ από την ΕΚ, διαφαίνεται μια προσπάθεια προσέγγισης των εναλλακτικών κεφαλαίων, με στόχο να δημιουργηθεί μια σημαντική αγορά εναλλακτικών επενδύσεων στη χώρα.<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> Κοτζαμάνης, Σ., 17/11/2020, “Β. Λαζαράκου: Θεσμικές αλλαγές για προσέλκυση funds και διαχειριστών”, προσπελάσιμο στις 30/04/2022

<<https://www.euro2day.gr/news/market/article/2051876/v-lazarakoy-erhontai-thesmikes-allages-gia-proselk.html?fbclid=IwAR3L7Pq1wuOxdBC6gdfnNQb7EFidtCIUBbPJEn31NWwsfk9mJSAMnfG-eVc>

<sup>125</sup> <https://lawyermagazine.gr/alternative-fundraising-stin-ellada-organismoi-ependusewn-kai-organwmenh-agera-mia-episkopisi/>

### 3. ΤΟ ΕΙΔΙΚΟΤΕΡΟ ΡΥΘΜΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΟΔΗΓΙΑΣ 2011/61/ΕΕ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΕΣ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

#### 3.1 Ρυθμιστικοί στόχοι και πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας (AIFMD)

Μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση του 2007-2009, η ανησυχία μιας επόμενης πιθανής χρηματοπιστωτικής αστάθειας υπό τον φόβο των συστημικών κινδύνων που ελλοχεύουν, λόγω της συνεχούς μεταβλητότητας και καινοτομίας στον τομέα των επενδύσεων σε παγκόσμιο επίπεδο, ώθησε την Ευρωπαϊκή Επιτροπή να προτείνει την εισαγωγή των ΔΟΕΕ σε συνεκτικό και αυστηρό νομοθετικό πλαίσιο, καθότι μπορούν και αυτοί να λειτουργήσουν ως αγωγοί διάδοσης και διασποράς των κινδύνων στους επενδυτές και στις αγορές της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Βάσει της πρώτης αιτιολογικής σκέψης της ΟΔΟΕΕ, οι ΔΟΕΕ «είναι υπεύθυνοι για τη διαχείριση σημαντικού ποσού επενδυμένων περιουσιακών στοιχείων στην Ένωση, καθώς και για σημαντικά ποσά εμπορικών συναλλαγών σε αγορές για χρηματοοικονομικά μέσα, και μπορούν να ασκήσουν σημαντική επιρροή σε αγορές και εταιρείες στις οποίες επενδύουν.»

Οι κύριοι στόχοι της οδηγίας είναι η προστασία του οικονομικού χώρου της ένωσης απέναντι στους συστημικούς κινδύνους, η προστασία των επενδυτών και η δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς στον τομέα των επενδύσεων. Η ΟΔΟΕΕ στοχεύει, μέσω της μέγιστης εναρμόνισης των νομοθεσιών των κρατών μελών, να παρέχει ένα συνεκτικό ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο στο χώρο της ένωσης για τους ΔΟΕΕ. Μέσω της θέσπισης κοινού ευρωπαϊκού πλαισίου, βασισμένο πάντα στην αρχή της αναλογικότητας, έγινε προσπάθεια να καλυφθούν και να γεφυρωθούν οι εθνικές κανονιστικές ελλείψεις και να επιτευχθεί η νομοθετική εναρμόνιση στα κράτη μέλη. Οι διαχειριστές οργανισμών συλλογικών επενδύσεων που δεν ρυθμίζονται από την IORPD ή την UCITSD, υπόκεινται σε ρύθμιση από την AIFMD. Η οδηγία ρυθμίζει συλλογικές επενδύσεις (καταπιστευματικής φύσης), για τις οποίες οι διαχειριστές είναι οι μόνοι υπεύθυνοι ως προς την επιλογή της



επενδυτικής στρατηγικής που θα ακολουθηθεί χωρίς να λαμβάνεται καθοδήγηση ή γνώμη από τους επενδυτές<sup>126</sup>.

### 3.1.1 Ρύθμιση των διαχειριστών των Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, αντί των ίδιων των οργανισμών

Ένας από τους λόγους της επιλογής ρύθμισης των ΔΟΕΕ αντί των ίδιων των ΟΕΕ είναι ότι, στην ΕΕ οι εκτός ΟΣΕΚΑ οργανισμοί είχαν ήδη ρυθμιστεί σε επίπεδο κρατών μελών και ως εκ τούτου, τα κράτη μέλη θα συνεχίσουν να υιοθετούν και να εφαρμόζουν νέους κανονισμούς και απαιτήσεις για τους εγκατεστημένους στην επικράτειά τους ΟΕΕ. Η ΟΔΟΕΕ δύσκολα θα μπορούσε να επιτύχει εκτενή εναρμόνιση ανάμεσα στα κράτη μέλη αν στόχευε στη ρύθμιση των ΟΕΕ, λόγω του υψηλού επιπέδου ποικιλομορφίας στη σύνθεση των χαρτοφυλακίων και στους τύπους των ΟΕΕ.<sup>127</sup> Η πληθώρα επιλογών στην επενδυτική πολιτική που μπορεί να ακολουθήσει ένας ΟΕΕ, η αδιάλειπτη εξέλιξη στα επενδυτικά προϊόντα που προκύπτουν και η κατανόηση της ανάγκης να ανταποκρίνεται η κανονιστική προσέγγιση της οδηγίας στις νέες απαιτήσεις που θα διαμορφώνονται διαρκώς από την αγορά, οδήγησε στην επιλογή ρύθμισης των διαχειριστών, αντί των ΟΕΕ.<sup>128</sup> «Ο κάθε ΟΕΕ που εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της παρούσας οδηγίας έχει έναν και μόνο ΔΟΕΕ, ο οποίος είναι υπεύθυνος για τη συμμόρφωση προς την παρούσα οδηγία.»<sup>129</sup> Συνεπώς, επιβάλλεται από την οδηγία, καθήκον συμμόρφωσης στους ΔΟΕΕ και όχι στους ίδιους τους ΟΕΕ, οι οποίοι υπόκεινται σε εθνικού επιπέδου ρύθμιση. Μέσω της επιλογής του ευρωπαϊού νομοθέτη για τη ρύθμιση της λειτουργίας των διαχειριστών ΟΕΕ και όχι των ίδιων των ΟΕΕ, εκφράζεται η νέα κανονιστική προσέγγιση, που ακολουθείται και από άλλες οδηγίες στον χρηματοπιστωτικό τομέα, αποτυπώνοντας την εξελικτική και πραγματιστική τάση ρύθμισης και ενοποίησης των δυναμικών χρηματοπιστωτικών αγορών των κρατών

<sup>126</sup> Hooghiemstra S., (2018) “Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe”, PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης, Ολλανδία, σ.336

<sup>127</sup> Αιτιολογική σκέψη 10 οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>128</sup> Μούζουλας Σ., (2015) *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα σ.1

<sup>129</sup> Άρθρο 5 παρ. 1 οδηγίας 2011/61/ΕΕ

μελών, εστιάζοντας στους φορείς παροχής των υπηρεσιών και όχι στα προϊόντα της επένδυσης.<sup>130</sup>

### 3.1.2 Πεδίο εφαρμογής της Οδηγίας

Το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας καλύπτει όλους τους ΔΟΕΕ της ΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ της ΕΕ και εκτός ΕΕ, ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ που διαχειρίζονται ΟΕΕ της ΕΕ και ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ που εμπορεύονται ΟΕΕ ΕΕ ή εκτός ΕΕ στην ΕΕ.<sup>131</sup> Ως εκ τούτου, η οδηγία εφαρμόζεται σε τρεις κατηγορίες ΔΟΕΕ:

- 1) ΔΟΕΕ της ΕΕ που διαχειρίζονται έναν ή περισσότερους ανεξάρτητα αν είναι ΟΕΕ της ΕΕ ή ΟΕΕ εκτός ΕΕ.
- 2) ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ που διαχειρίζονται έναν ή περισσότερους ΟΕΕ της ΕΕ: ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ που διαχειρίζεται ΟΕΕ της ΕΕ θα πρέπει να είναι εξουσιοδοτημένος, ανεξαρτήτως από την τοποθεσία των επενδυτών του. Ένας ΔΟΕΕ τρίτης χώρας θα υπόκειται στην οδηγία εάν διαχειρίζεται έναν ΟΕΕ της ΕΕ, λόγω του ότι ο οργανισμός βρίσκεται σε κράτος μέλος της ΕΕ, ανεξαρτήτως αν οι επενδυτές της ΕΕ επενδύουν ή όχι στον συγκεκριμένο ΟΕΕ. Επομένως, ένας ΔΟΕΕ τρίτης χώρας μπορεί να υπόκειται σε ρύθμιση στο κράτος μέλος όπου βρίσκεται ο ΟΕΕ της ΕΕ.<sup>132</sup>
- 3) ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ που εμπορεύονται έναν ή περισσότερους ΟΕΕ στην ΕΕ, ανεξάρτητα αν ο ΟΕΕ είναι εντός ή εκτός ΕΕ. Ένας ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ θα εντάσσεται στο πλαίσιο της οδηγίας, εφ' όσον διαχειρίζεται ή/και εμπορεύεται ΟΕΕ στην ΕΕ. Ως εκ τούτου, οι ξένοι διαχειριστές που εμπορεύονται έναν ΟΕΕ στους επενδυτές της ΕΕ, υπόκεινται στην ΟΔΟΕΕ ανεξαρτήτως της τοποθεσίας του ταμείου. Κατά συνέπεια, το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας εκτείνεται πέρα από τους ΔΟΕΕ της ΕΕ και έξω από τα σύνορα της ΕΕ.

---

<sup>130</sup> Hooghiemstra S., (2018) "Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe", PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία σ. 526

<sup>131</sup> Άρθρο 2 παρ. 1 οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>132</sup> Αιτιολογική σκέψη 15 οδηγίας 2011/61/ΕΕ

### 3.1.3 Εξαιρέσεις εφαρμογής της Οδηγίας

Η ΟΔΟΕΕ δεν μπορεί να έχει εφαρμογή σε εταιρείες χαρτοφυλακίου,<sup>133</sup> ιδρύματα επαγγελματικών συνταξιοδοτικών παροχών και σε υπερεθνικά όργανα.<sup>134</sup> Εξαιρεί, επίσης, από το ρυθμιστικό της πλαίσιο, ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται κεφάλαια κάτω από ορισμένα όρια των υπό διαχείριση κεφαλαίων (AUM Assets under management). Οι εξαιρέσεις, βάσει του άρθρου 3 παραγράφων 1 και 2, είναι οι εξής:

α) δεν εφαρμόζεται η ΟΔΟΕΕ σε ΔΟΕΕ, οι οποίοι διαχειρίζονται έναν ή περισσότερους ΟΕΕ, των οποίων οι μοναδικοί επενδυτές είναι οι ίδιοι οι ΔΟΕΕ ή οι μητρικές τους επιχειρήσεις, ή οι θυγατρικές των ΔΟΕΕ επιχειρήσεις, ή άλλες θυγατρικές αυτών των μητρικών, με την προϋπόθεση ότι δεν αποτελεί ο ίδιος ΟΕΕ κανένας από αυτούς τους επενδυτές.

β) οι ΔΟΕΕ που συνδέονται άμεσα ή έμμεσα με τη διαχείριση χαρτοφυλακίων των ΟΕΕ των οποίων τα υπό διαχείριση κεφάλαια, συμπεριλαμβανομένων των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιήθηκαν με χρήση μόχλευσης, δεν ξεπερνούν τα 100 εκατομμύρια ευρώ.

γ) οι ΔΟΕΕ που διαχειρίζονται χαρτοφυλάκιο ΟΕΕ των οποίων τα υπό διαχείριση κεφάλαια τους βρίσκονται κάτω από το όριο των 500 εκατομμυρίων ευρώ. Αυτή η εξαίρεση ισχύει εάν τα χαρτοφυλάκιά τους αποτελούνται από ΟΕΕ που δεν είναι μοχλευμένοι και δεν έχουν δικαιώματα εξαγοράς, που μπορούν να ασκηθούν για περίοδο 5 ετών, μετά την ημερομηνία της αρχικής επένδυσης σε κάθε ΟΕΕ.<sup>135</sup>

Η υπαγωγή των κεφαλαίων σε ρύθμιση από την οδηγία βασίζεται στον υπολογισμό του AUM (υπό διαχείριση κεφάλαια). Μια σκέψη είναι ότι οι μέθοδοι υπολογισμού θα μπορούν να είναι ευάλωτες στις προθέσεις κάποιων, που θα ήθελαν να "ξεφύγουν" από τις απαιτήσεις του ρυθμιστικού πλαισίου της οδηγίας, να ορίσουν και να υπολογίσουν τα υπό διαχείριση κεφάλαια του ΟΕΕ με τρόπο ο οποίος να

<sup>133</sup> Εταιρείες χαρτοφυλακίου ή αλλιώς συμμετοχών, είναι οι εταιρείες που ο επιχειρηματικός τους σκοπός είναι να κατέχουν μετοχές άλλων εταιρειών

<sup>134</sup> Άρθρο 2 παρ. 3 οδηγίας 2011/61/ΕΕ (όπως η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, Διεθνές Νομισματικό Ταμείο κ.α.)

<sup>135</sup> Άρθρο 3 παρ. 2 στοιχείο β) οδηγίας 2011/61/ΕΕ

τους αφήνει εκτός του φάσματός της. Κάθε ΔΟΕΕ θα μπορούσε να δημιουργήσει αρκετά μικρότερα κεφάλαια κάτω των ρυθμιστικών ορίων της οδηγίας.<sup>136</sup> Δίνεται στα κράτη μέλη η επιλογή της θέσπισης αυστηρότερων κανόνων για τους ΔΟΕΕ που υπόκεινται σε εξαίρεση από το πλαίσιο της οδηγίας.<sup>137</sup>

Ο κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013, συμπληρώνοντας την οδηγία, όσον αφορά τις εξαιρέσεις ορίζει ότι, για να πληρούν οι ΔΟΕΕ τις προϋποθέσεις για τις εξαιρέσεις βάσει του άρθρου 3 παράγραφος 2 της οδηγίας, θα πρέπει να προσδιορίζουν όλους τους υπό διαχείρισή τους ΟΕΕ, να προσδιορίζουν το χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων των ΟΕΕ που βρίσκονται υπό την διαχείρισή τους, καθώς και την αξία τους, συμπεριλαμβάνοντας όλα τα περιουσιακά που αποκτήθηκαν με χρήση μόχλευσης.<sup>138</sup> Θα πρέπει να προσδιορίσει το χαρτοφυλάκιο των περιουσιακών στοιχείων των ΟΕΕ και να προσδιορίσει την αξία του AUM, συμπεριλαμβάνοντας την αξία των περιουσιακών στοιχείων που αποκτήθηκαν μέσω μόχλευσης.<sup>139</sup> Εξειδικεύει ότι, βάσει του αθροίσματος όλων των υπό διαχείριση κεφαλαίων των ΟΕΕ<sup>140</sup>, που διαχειρίζεται ένας ΔΟΕΕ, θα κριθεί εάν βάσει των ορίων που ορίζει η οδηγία, εξαιρείται ή όχι από το ρυθμιστικό της πλαίσιο.<sup>141</sup>

Οι παραπάνω εξαιρούμενοι ΔΟΕΕ δεν απαλλάσσονται από την υποχρέωση εγγραφής και εντάσσονται σε ένα ελάχιστο κανονιστικό πλαίσιο. Η οδηγία υποχρεώνει τα κράτη μέλη να διασφαλίζουν μεταξύ άλλων, ότι οι εξαιρούμενοι ΔΟΕΕ υπόκεινται κατ' ελάχιστο σε καταχώρηση στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τους. Κατά τη στιγμή της καταχώρησής τους γνωστοποιούν πληροφορίες σχετικά με τις επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθούν, ώστε να μπορούν οι εποπτικές αρχές να παρακολουθούν αποτελεσματικά τους συστημικούς κινδύνους.<sup>142</sup> Οι εξαιρούμενοι ΔΟΕΕ μπορούν πάραυτα, να επιλέξουν τη υπαγωγή

---

<sup>136</sup> Αθανασίου Ρ., (2011), The AIFM Directive: An Overview of the Final Rules, Journal of International Banking Law and Regulation, Vol. 26, no. 5 p. 242

<sup>137</sup> Άρθρο 3 παρ. 3 στοιχείο ε) οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>138</sup> Άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο α), κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>139</sup> Άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο β), κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>140</sup> Τα χαρτοφυλάκια των ΟΕΕ που διαχειρίζεται ο ΔΟΕΕ και βρίσκονται υπό ανάθεση θα πρέπει να εξαιρεθούν από τον υπολογισμό.

<sup>141</sup> Άρθρο 2 παράγραφος 1 στοιχείο β), κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>142</sup> Άρθρο 3 παρ. 3 οδηγίας 2011/61/ΕΕ

τους στην οδηγία, η οποία καθίσταται εφαρμοστέα στο σύνολό της και να απολαμβάνουν τα δικαιώματα που χορηγεί η οδηγία.<sup>143</sup>

«Αξίζει να αναφερθεί ότι επαγγελματίες επενδυτές εγκατεστημένοι στην ΕΕ μπορούν να επενδύουν σε ΟΕΕ με δική τους πρωτοβουλία, ανεξάρτητα από το πού είναι εγκατεστημένοι ο ΔΟΕΕ ή/και ο ΟΕΕ. Αυτό δεν επηρεάζεται από την ΟΔΟΕΕ.»<sup>144</sup>

### 3.1.4 Υπολογισμός των υπό διαχείριση κεφαλαίων (Assets Under Management)

Για τον υπολογισμό της συνολικής αξίας του AUM θα πρέπει να εξαιρεθούν οι ΟΕΕ που επενδύουν σε άλλους ΟΕΕ, που τελούν υπό εξωτερική διαχείριση από τον ίδιο ΔΟΕΕ.<sup>145</sup> Όπως και όταν ένα τμήμα ενός ΟΕΕ επενδύει σε άλλο τμήμα του ίδιου ΟΕΕ, μπορεί να υπάρξει εξαίρεση του ποσού της επένδυσης από το AUM του ΔΟΕΕ.<sup>146</sup> Είναι υποχρέωση του ΔΟΕΕ βάσει του κανονισμού (ΕΕ) αριθ. 231/2013 κατά τα άρθρα 2 και 3, να υπολογίζει τη συνολική αξία του AUM τουλάχιστον ετησίως, χρησιμοποιώντας τις πιο πρόσφατες διαθέσιμες αξίες των περιουσιακών στοιχείων, καθώς και να εξασφαλίζεται ότι παρακολουθείται συνεχώς η συνολική αξία του AUM.<sup>147</sup> Η παρακολούθηση θα πρέπει να εμπεριέχει μια ενήμερη επισκόπηση των αναλήψεων και των διανομών κεφαλαίων, παρατήρηση των δραστηριοτήτων εγγραφής και εξαγοράς και των περιουσιακών στοιχείων που επενδύονται για κάθε ΟΕΕ. Κατά το άρθρο 3 του κανονισμού, απαιτείται η συνολική αξία του AUM να εναρμονίζεται ως προς τα όρια που θέτει η ΟΔΟΕΕ στο άρθρο 3 παράγραφος 2.

Εάν η συνολική αξία του AUM ενός ΔΟΕΕ υπερβαίνει τα σχετικά κατώτατα όρια της ΟΔΟΕΕ και θεωρείται ως προσωρινή παραβίαση του ορίου, ο ΔΟΕΕ θα πρέπει χωρίς καθυστέρηση να κοινοποιήσει τις απαραίτητες πληροφορίες υποστηρίζοντας και

<sup>143</sup> Άρθρο 3 παρ. 4 οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>144</sup> Gortsos C. (2018), "The scope of EU Alternative Investment Fund Managers Directive (2011/61/EU) and its significance for EU investment funds law", Άρθρο σε Συλλογικό Έργο, Dignatio Rerum Professor Elias Krispis-Essays of Law and International Relations, Sakkoulas Publications, Athens – Thessaloniki, σ. 15 διαθέσιμο σε: <<https://ssrn.com/abstract=3000356>>

<sup>145</sup> Άρθρο 2 παράγραφος 4 κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>146</sup> Άρθρο 2 παράγραφος 5 κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>147</sup> Σύμφωνα με το άρθρο 1 του κανονισμού αριθ. 231/2013, για τον υπολογισμό του AUM, οι ΟΣΕΚΑ για τους οποίους ο ΔΟΕΕ ενεργεί ως εταιρεία διαχείρισης δεν θα περιλαμβάνονται στον υπολογισμό.

αιτιολογώντας, στην αρμόδια αρχή του κράτους μέλους εγκατάστασης, την εκτίμηση του ως προς την προσωρινότητα της υπέρβασης αυτής.<sup>148</sup> «Μια περίπτωση δεν θεωρείται προσωρινής φύσης εάν είναι πιθανό να συνεχιστεί για περίοδο μεγαλύτερη του τριμήνου.»<sup>149</sup> Εάν, η συνολική αξία των υπό διαχείριση κεφαλαίων υπερβαίνει το κατώτατο όριο και η κατάσταση θεωρηθεί ως μόνιμη από τον ΔΟΕΕ, τότε θα πρέπει, πάντα χωρίς καθυστέρηση, να ενημερωθεί η αρμόδια αρχή του κράτους και να ζητηθεί άδεια εντός 30 ημερών, βάσει του άρθρου 7 της ΟΔΟΕΕ.<sup>150</sup>

## 3.2 Οι οργανισμοί εναλλακτικών επενδύσεων

### 3.2.1 Προσδιορισμός Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων (ΟΕΕ)

Με τη θέσπιση της οδηγίας για τους ΔΟΕΕ τα επενδυτικά κεφάλαια των συλλογικών επενδύσεων στην Ευρώπη ταξινομούνται σε δύο μεγάλες κατηγορίες, σε κεφάλαια που συγκεντρώνονται σε ΟΣΕΚΑ (Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων Κινητών Αξιών) και σε ΟΕΕ (Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων). «Το επενδυτικό κεφάλαιο αντιμετωπίζεται από νομοθεσία ως μια αυτοτελής νομική οντότητα, ανεξάρτητα από το εάν ή όχι έχει νομική προσωπικότητα».<sup>151</sup> Η κατηγορία ΟΣΕΚΑ περιλαμβάνει τα αμοιβαία κεφάλαια, τα συνταξιοδοτικά ταμεία, που ρυθμίζονται από την οδηγία ΟΣΕΚΑ (85/611/ΕΟΚ) και εν συνεχεία από την οδηγία 2009/65/ΕΚ και απευθύνονται σε ιδιώτες επενδυτές. Τα εκτός πεδίου ΟΣΕΚΑ επενδυτικά κεφάλαια, όπως τα αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια, τα αμοιβαία κεφάλαια ακίνητης περιουσίας,<sup>152</sup> εντάσσονται στους ΟΕΕ και διέπονται από την οδηγία για τους ΔΟΕΕ.

Κατά το άρθρο 4 της ΟΔΟΕΕ «Ως οργανισμός εναλλακτικών επενδύσεων νοείται οποιοσδήποτε οργανισμός συλλογικών επενδύσεων, συμπεριλαμβανομένων των

<sup>148</sup> Άρθρο 4 παράγραφος 3 κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>149</sup> Άρθρο 4 παράγραφος 4 κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>150</sup> Άρθρο 4 παράγραφος 2 κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013

<sup>151</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.29

<sup>152</sup> Αφορά στα επενδυτικά κεφάλαια άνω των ορίων που αναφέρονται στο άρθρο 3 παρ. 3 της ΟΔΟΕΕ

τημάτων επενδύσεών του, ο οποίος: i) συγκεντρώνει κεφάλαια από σειρά επενδυτών με σκοπό την επένδυσή τους σύμφωνα με καθορισμένη επενδυτική πολιτική προς όφελος των εν λόγω επενδυτών και ii) δεν χρειάζεται άδεια σύμφωνα με το άρθρο 5 της οδηγίας 2009/65/EK». Στην αιτιολογική σκέψη 7 της οδηγίας αναφέρεται ότι επιχειρήσεις (όπως οικογενειακά γραφεία) που επενδύουν τον ιδιωτικό πλούτο των επενδυτών χωρίς να συμπεριλαμβάνονται και εξωτερικά κεφάλαια, δεν μπορούν να χαρακτηρίζονται ΟΕΕ.

Ο νομοθέτης στην AIFMD δεν προβαίνει σε ρύθμιση της νομικής μορφής<sup>153</sup> που θα έχει ο ΟΕΕ, άρα συμπερασματικά το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας σε σχέση με τους ΟΕΕ είναι νομικά ουδέτερο.<sup>154</sup> Δύναται η σύσταση του ΟΕΕ να έχει βασιστεί στο δίκαιο των συμβάσεων, ή να έχει πραγματοποιηθεί βάσει του νόμου περί καταπιστεύματος ή να έχει οποιαδήποτε άλλη νομική μορφή.<sup>155</sup> Οι πρόσθετες απαιτήσεις για τη σύσταση οντοτήτων που θα χαρακτηριστούν και θα λειτουργήσουν ως ΟΕΕ, αφήνονται σε επίπεδο εθνικής ρύθμισης στην ευχέρεια των κρατών μελών. Η ΟΔΟΕΕ ορίζει γενικά ως ΟΕΕ κάθε συλλογικό επενδυτικό σχήμα, που δεν καλύπτεται από το ρυθμιστικό καθεστώς, που έχει θεσπίσει η οδηγία για τους ΟΣΕΚΑ 2009/65/EK. Η οδηγία προσφέρει έναν πολύ ευρύ ορισμό του ΟΕΕ προσπαθώντας να συμπεριλάβει όλους τους μη ΟΣΕΚΑ κλείνοντας τα πιθανά κενά, ώστε να μην μείνουν επενδυτικά κεφάλαια εκτός του ευρωπαϊκού ρυθμιστικού πλαισίου. Συνεπώς ο ΟΕΕ μπορεί να χαρακτηριστεί ως μια νομική δομή που έχει ως σκοπό τη συγκέντρωση περιουσιακών στοιχείων, και αποκτά «οικονομική ζωή» από τον διαχειριστή του.

---

<sup>153</sup> Η νομική μορφή που μπορεί να έχει ο οργανισμός, ή αν είναι ανοιχτού ή κλειστού τύπου δεν παίζει ρόλο ως προς τον χαρακτηρισμό του ως ΟΕΕ. Ανοιχτού τύπου ΟΕΕ θεωρούνται οι οργανισμοί των οποίων τα μερίδια ή οι μετοχές, μπορούν να εξαγοράζονται ή να εξοφλούνται περιοδικά πριν από την περίοδο εκκαθάρισης ή ρευστοποίησης. Κλειστού τύπου ΟΕΕ θεωρούνται οι οργανισμοί των οποίων τα μερίδια ή οι μετοχές δεν μπορούν να εξαγοράζονται ή να εξοφλούνται πριν από την περίοδο εκκαθάρισης ή ρευστοποίησης, για μια περίοδο τουλάχιστον 5 ετών.

<sup>154</sup> Hooghiemstra S., (2017) *Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe*, διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία σ.396

<sup>155</sup> Gortsos C. (2018), "The scope of EU Alternative Investment Fund Managers Directive (2011/61/EU) and its significance for EU investment funds law", Άρθρο σε Συλλογικό Έργο, *Dignatio Rerum* Professor Elias Krispis-Essays of Law and International Relations, Sakkoulas Publications, Athens – Thessaloniki, σ. 13

### 3.2.2 Προϋποθέσεις για να χαρακτηριστούν οι ΟΣΕ ως ΟΕΕ

Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων είναι ένας απροσδιόριστος ορισμός στην ΟΔΟΕΕ χρησιμοποιούμενος και σε άλλους ευρωπαϊκούς νόμους περί τραπεζών και κινητών αξιών, ο οποίος μπορεί να αποδοθεί βάσει ύπαρξης τεσσάρων απαραίτητων χαρακτηριστικών. Τα βασικά χαρακτηριστικά είναι: α) μια επένδυση β) μια συγκεντρωτική απόδοση γ) συλλογική επένδυση (αριθμός επενδυτών) και δ) διαχείριση της επένδυσης από τρίτους.<sup>156</sup> Οι ΟΣΕ υπό το πρίσμα της ΟΔΟΕΕ, μέσω της συγκέντρωσης κεφαλαίων από επαγγελματίες επενδυτές και την συνεπακόλουθη ανάληψη συλλογικών κινδύνων, δεν έχει ως σκοπό την εμπορία αλλά την επένδυση του συγκεντρωμένου κεφαλαίου και την ομαδική απόδοση.<sup>157</sup> Η εισαγωγή της οδηγίας περί των διαχειριστών ΟΕΕ, αύξησε τη σημασία του ορισμού του ΟΕΕ και ενέταξε στο φάσμα της όλους τους εξαιρούμενους σε πολλά κράτη μέλη ΔΟΕΕ. Η οδηγία υποχρεώνει σε αδειοδότηση όλους τους ΔΟΕΕ, ανεξαρτήτως μεγέθους και αριθμού ΟΕΕ, που βρίσκονται υπό την διαχείρισή του. Ο ορισμός του ΟΕΕ που καθορίζει το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας, έχει αποσαφηνιστεί εν μέρει και αυτό από τις κατευθυντήριες γραμμές της ΕΑΚΑΑ. Καθίσταται σαφές ότι οι ΟΣΕ στον ευρωπαϊκό οικονομικό χώρο πρέπει να οριστούν ως ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ.<sup>158</sup> Οι διαχειριστές οργανισμών συλλογικών επενδύσεων που δεν ρυθμίζονται από την IORPD ή την UCITSD τότε υπόκεινται σε ρύθμιση από την AIFMD.<sup>159</sup>

Οι προϋποθέσεις που πληρούν οι ΟΣΕ για να χαρακτηριστούν ως ΟΕΕ, και ρυθμίζεται από την οδηγία η διαχείρισή τους είναι α) να αντλούν τα κεφάλαιά τους, β) από έναν αριθμό επενδυτών με σκοπό, γ) την επένδυση βάσει καθορισμένης επενδυτικής πολιτικής, δ) προς όφελος των ίδιων επενδυτών.<sup>160</sup> Αν πληρούνται οι παραπάνω προϋποθέσεις τότε ο οργανισμός συλλογικών επενδύσεων κατατάσσεται ως οργανισμός εναλλακτικών επενδύσεων και ο διαχειριστής του,

<sup>156</sup> Hooghiemstra S., (2017) *Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe*, διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Netherlands σ. 347

<sup>157</sup> Μούζουλας Σ., (2015) *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδόσεις Σάκκουλα σ. 27

<sup>158</sup> Hooghiemstra S., (2017) *Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe*, διδακτορική διατριβή, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία σ. 359

<sup>159</sup> Zetzsche D., "The Anatomy of European Investment Fund Law", Άρθρο διαθέσιμο σε:

<https://ssrn.com/abstract=2951681>

<sup>160</sup> Ο. π.



εμπίπτει στο πλαίσιο ρύθμισης της ΟΔΟΕΕ και πρέπει να λάβει άδεια ως ΔΟΕΕ. Οι ΟΕΕ μετά τη δημοσίευση της οδηγίας θα συνεχίσουν να ρυθμίζονται και να βρίσκονται υπό την εποπτεία των αρχών του κράτους μέλους, καθώς μια γενικευμένη ρύθμιση των χαρτοφυλακίων των ΟΕΕ θα ήταν δυσανάλογη για τα κράτη μέλη και δεν θα ήταν εφικτή μια εκτενής εναρμόνιση λόγω της ποικιλομορφίας στους τύπους των υπό διαχείριση ΟΕΕ. Οι εθνικές εποπτικές αρχές του κάθε κράτους μέλους μπορούν να εξακολουθήσουν και μετά την εισαγωγή της οδηγίας, να θέτουν επιπρόσθετες απαιτήσεις στους ΟΕΕ που είναι εγκατεστημένοι στο έδαφός τους.<sup>161</sup> (αιτιολογική σκέψη 10 ΟΔΟΕΕ )

### 3.2.3 Διαφορές ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ

Οι ΟΣΕΚΑ και οι ΟΕΕ διαφέρουν τόσο στις επενδυτικές στρατηγικές που χρησιμοποιούν όσο και στον τύπο των επενδυτών στον οποίο απευθύνονται.<sup>162</sup> Οι ΟΣΕΚΑ διατίθενται στο κοινό με βάση την αρχή διασποράς του κινδύνου. «Η οδηγία 2011/61/ΕΕ θεμελιώνεται συνεπώς σε ένα διαφορετικό στόχο από την οδηγία 2009/65/ΕΕ για τους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ)»<sup>163</sup>. Οι ΟΣΕΚΑ είναι εταιρίες μεταβλητού κεφαλαίου που επενδύουν μεταβιβάσιμους τίτλους στις αγορές της Ευρώπης, όπως άμεσα ρευστοποιήσιμα μέσα, τραπεζικές καταθέσεις, παράγωγα, άμεσα ρευστοποιήσιμα μέσα της αγοράς χρήματος, τραπεζικές καταθέσεις παράγωγα προϊόντα, μετοχές, ομόλογα. Ενώ ΟΕΕ μέσω των διαχειριστών τους επενδύουν σε μη ρευστοποιήσιμα μέσα. Τα παραδοσιακά κεφάλαια των ΟΣΕΚΑ έχουν περιορισμούς ως προς τα ποσοστά επένδυσης ανά τίτλο και ανά κατηγορία ενεργητικού (asset class). Αντιθέτως οι ΟΕΕ έχουν μεγαλύτερη ελευθερία ως προς τα επενδυτικά τους όρια και τις επενδυτικές επιλογές που μπορούν να κάνουν. Τα όρια τους ανά τίτλο είναι περισσότερο ευρέα και μπορούν να χρησιμοποιούν παράγωγα όχι μόνο για την αντιστάθμιση των

<sup>161</sup> Δίνεται η δυνατότητα από την ΟΔΟΕΕ στα κράτη μέλη να επιτρέψουν την εμπορική προώθηση στην επικράτειά τους ορισμένων τύπων ΟΕΕ στο ευρύ επενδυτικό κοινό, θέτοντας αυστηρότερες απαιτήσεις σε σχέση με τους ΟΕΕ που απευθύνονται σε επαγγελματίες επενδυτές (αιτιολογική σκέψη 71 ΟΔΟΕΕ)

<sup>162</sup> Αιτιολογική σκέψη 47 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>163</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.1

κινδύνων, αλλά ως επιλογή επενδυτικής θέσης. Τους επιτρέπεται η χρήση μόχλευσης, βάσει των όρων που θέτει η ΟΔΟΕΕ, για την επίτευξη της στρατηγικής τους.<sup>164</sup>

Η UCITSD (Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities Directive) θεμελιώνεται ως κανονισμός προϊόντων και αυτό εκφράζεται με τον περιορισμό και την οριοθέτηση στην επιλογή χαρτοφυλακίου και στη σύσταση των ΟΣΕΚΑ σε συγκεκριμένους τύπους οντοτήτων σύμφωνα με το δίκαιο των συμβάσεων, το καταστατικό ως εταιρίες επενδύσεων ή σύμφωνα με το νόμο περί καταπιστεύματος.<sup>165</sup> Τούτο, τελεί σε αντίθεση με την AIFMD που θεμελιώνει την αυστηρή ρύθμιση και εποπτεία των διαχειριστών των οργανισμών και όχι των ίδιων των οργανισμών ως προϊόντα. Η λειτουργία των ΟΕΕ αντίθετα με τους ΟΣΕΚΑ δεν ρυθμίζεται άμεσα από την ευρωπαϊκή νομοθεσία, αλλά υπόκειται την εθνική νομοθετική ευχέρεια των κρατών μελών ή τρίτης χώρας.<sup>166</sup>

Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων που εντάσσονται στο καθεστώς ρύθμισης της UCITSD απολαμβάνουν ένα «σήμα-ονομασία ποιότητας»<sup>167</sup> ως ΟΣΕΚΑ και μπορούν να προωθούν εμπορικά τα μερίδιά τους, μέσω του ευρωπαϊκού διαβατηρίου που τους παρέχει, για το εσωτερικό της ένωσης. Η AIFMD, αντιθέτως, επειδή δεν ρυθμίζει απ' ευθείας τους ΟΕΕ αλλά τους διαχειριστές, και εφαρμόζεται με έμμεσο τρόπο μέσω των διαχειριστών στα επενδυτικά κεφάλαια, δεν αποδίδει απ' ευθείας «σήμα-ονομασία» ποιότητας στους οργανισμούς εναλλακτικών επενδύσεων.<sup>168</sup> Ωστόσο, μετά την ένταξη της ΟΔΟΕΕ στο πλαίσιο των κανόνων δικαίου της ένωσης αναμένεται μέσω της επιβολής των ρυθμίσεων που εισήγαγε σε όλο το φάσμα της διαχείρισης, να έχει προσδώσει φερεγγυότητα, ποιότητα και εμπιστοσύνη μεταξύ διαχειριστών, επενδυτών και κρατών μελών.

---

<sup>164</sup> <https://www.iolcus.gr/syxnes-erwtiseis/>

<sup>165</sup> Zetzsche, D., "The Anatomy of European Investment Fund Law", Άρθρο, σ. 53

διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2951681>

<sup>166</sup> <https://www.taxheaven.gr/news/39621/epitroph-kefalaiagoras-enhmerwsh-pros-toys-idiwtes-ependytes-anaforika-me-tis-ependyseis-se-meridia-organismwn-syllogikwn-ependysewn>

<sup>167</sup> καθεστώς οργανωμένης εποπτείας και οργάνωσης

<sup>168</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.2

### 3.3 Διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων

#### 3.3.1 Προσδιορισμός Διαχειριστών Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων

Ένας ΔΟΕΕ είναι νομικό πρόσωπο του οποίου η τακτική δραστηριότητα είναι να διαχειρίζεται έναν ή περισσότερους ΟΕΕ.<sup>169</sup> Δεν δύναται να νομιμοποιηθεί διαχείριση χωρίς να επιτελούνται κατ' ελάχιστο οι δύο βασικές διαχειριστικές λειτουργίες. Ως βασικές δραστηριότητες του διαχειριστή ΟΕΕ θεωρούνται η διαχείριση επενδύσεων και η διαχείριση κινδύνου.<sup>170</sup> Επικουρικά άλλες δραστηριότητες που μπορεί ένας ΔΟΕΕ να διενεργεί είναι οι λειτουργίες διοίκησης, εμπορική προώθηση και υπηρεσίες σχετιζόμενες με τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ.<sup>171</sup> Κάθε ΟΕΕ βρίσκεται υπό τη διαχείριση ενός και μόνο ΔΟΕΕ, ο οποίος και καθίσταται υπεύθυνος για τη λειτουργία του ΟΕΕ, υπό του κανονιστικού πλαισίου της οδηγίας, ακόμα και στην περίπτωση που έχει αναθέσει καθήκοντα σε τρίτο.<sup>172</sup> Πριν προχωρήσει ο διαχειριστής σε ανάθεση λειτουργιών του, οφείλει να έχει ενημερώσει σχετικά, τις αρμόδιες αρχές του κράτους καταγωγής του. Ο ΔΟΕΕ, υπό το πρίσμα της οδηγίας, δεν δύναται να αναθέσει σε τρίτο το σύνολο των λειτουργιών του, είτε μέρος αυτών σε τέτοια έκταση, που ουσιαστικά δεν θα ασκεί πια τη διαχείριση του ΟΕΕ, αλλά θα έχει μετατραπεί και θα λειτουργεί σαν οντότητα-γραμματοθυρίδα (letter box entity), κενής δραστηριότητας. Η όποια ανάθεση λειτουργιών του ΔΟΕΕ σε τρίτο μέρος, δεν θα πρέπει να παρακωλύει την εποπτική λειτουργία του διαχειριστή.<sup>173</sup> Η ΟΔΟΕΕ αποκλείει την ανάθεση της επενδυτικής διαχείρισης, ή της διαχείρισης κινδύνων στον θεματοφύλακα του ΟΕΕ, στοχεύοντας στην αποτροπή των ενδεχόμενων συγκρούσεων συμφερόντων.<sup>174</sup>

#### 3.3.2 ΔΟΕΕ που έχουν υπό τη διαχείρισή τους μικρούς ΟΕΕ

<sup>169</sup> Άρθρο 4 παρ. 1 β της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>170</sup> Άρθρο 6 παρ. 5 στοιχείο δ & Παράρτημα Ι παράγραφος 1 της ΟΔΟΕΕ

<sup>171</sup> Παράρτημα Ι παράγραφος 2 της ΟΔΟΕΕ

<sup>172</sup> Άρθρο 5 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ και Άρθρο 20 παρ. 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>173</sup> Άρθρο 20 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>174</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.268-269

Λιγότερο απαιτητικό καθεστώς προβλέπεται για τους διαχειριστές που διαχειρίζονται ΟΕΕ, των οποίων αθροιστικά τα χαρτοφυλάκιά τους, συμπεριλαμβανομένων και των περιουσιακών που αποκτήθηκαν με χρήση μόχλευσης, είναι κάτω από το όριο των 100 εκατ., καθώς και των 500 εκατ. ευρώ για τους ΔΟΕΕ που δεν κάνουν χρήση μόχλευσης και δεν έχουν στην κατοχή τους δικαιώματα εξαγοράς, που να μπορούν να ασκήσουν εντός πενταετίας από την ημερομηνία της αρχικής επένδυσης στον ΟΕΕ.<sup>175</sup> Για τους εν λόγω ΔΟΕΕ, η οδηγία προβλέπει ένα ιδιαίτερο καθεστώς παρακολούθησης και επιτήρησης.<sup>176</sup> Δεν θα πρέπει να αδειοδοτούνται πλήρως, αλλά θα πρέπει να υπόκεινται σε εγγραφή στις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τους, κατά την οποία πρέπει να πληροφορούν για τις επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθούν οι διαχειριζόμενοι ΟΕΕ. Επίσης να αναφέρουν τα κυριότερα μέσα στα οποία συναλλάσσονται εμπορικά, τους κινδύνους στους οποίους εκθέτονται και τους σημαντικότερους ΟΕΕ που διαχειρίζονται. Πρέπει, επίσης, οι αρμόδιες αρχές του κράτους καταγωγής να ενημερώνονται από τον ΔΟΕΕ, όταν υπερβαίνουν τα ελάχιστα όρια των 100 εκατ. και των 500 εκατ. χωρίς χρήση μόχλευσης.

Όταν τα ελάχιστα όρια των επενδυτικών χαρτοφυλακίων ξεπερνιούνται, τότε οι εποπτικές αρχές του κράτους μέλους καταγωγής είναι αρμόδιες να ελέγξουν αν ο ΔΟΕΕ έχει προχωρήσει σε αίτηση αδειοδότησης εντός διαστήματος 30 ημερολογιακών ημερών και έχει προβεί στις οριζόμενες από την οδηγία διαδικασίες.<sup>177</sup> Τα κράτη μέλη έχουν την δυνατότητα να υιοθετήσουν αυστηρότερους κανόνες και απαιτήσεις στους μικρούς ΔΟΕΕ που δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της ΟΔΟΕΕ.<sup>178</sup> Η επιβολή αυστηρότερων απαιτήσεων για μικρούς ΔΟΕΕ που εμπορεύονται ΟΣΕΚΑ και ΕΜΕΚ (Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια) ταμεία σε αρκετά κράτη μέλη, μπορεί να εξηγηθεί από το υψηλό επίπεδο προστασίας στο οποίο στοχεύουν η ΟΔΟΕΕ και οι κανονισμοί, για την

---

<sup>175</sup> Άρθρο 3 παρ. 2 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>176</sup> Αιτιολογική σκέψη 17 της ΟΔΟΕΕ

<sup>177</sup> Άρθρο 3 παρ. 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>178</sup> Ό.π.

προστασία των επενδυτών και ιδιαιτέρως των ιδιωτών επενδυτών που μπορούν να συμμετέχουν σε αυτά τα επενδυτικά κεφάλαια.<sup>179</sup>

Τα ταμεία ELTIF, EuVECA και EuSEF μπορούν να θεωρηθούν ως υποκατηγορίες ΟΕΕ στην ΕΕ.<sup>180</sup> Δεν θεωρείται ότι μεμονωμένα οι μικροί ΔΟΕΕ μπορούν να δημιουργήσουν συστημικούς κινδύνους, σωρευτικά όμως μπορούν να θέσουν σε σοβαρό κίνδυνο την ενωσιακή χρηματοπιστωτική σταθερότητα.<sup>181</sup> Στους μικρούς ΔΟΕΕ δίνεται η δυνατότητα να επιλέξουν την υπαγωγή τους στο πλαίσιο της οδηγίας. Σε αντίθετη περίπτωση, δεν μπορούν να κάνουν χρήση κανενός δικαιώματος που απορρέει από αυτή.<sup>182</sup>

### 3.4 Ταμεία EuSEF, EuVECA, ELTIF

#### 3.4.1 ELTIF (Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια)

Τα Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια (ΕΜΕΚ) είναι ένα πανευρωπαϊκό καθεστώς, στο οποίο εντάσσονται εναλλακτικά επενδυτικά ταμεία εναρμονισμένα με τις προβλεπόμενες από τον Κανονισμό της ΕΕ 2015/760 ELTIF απαιτήσεις στην επενδυτική τους πολιτική, ώστε να προωθηθούν εμπορικά στην Ένωση.

«Τα ΕΜΕΚ είναι ένας ειδικά ρυθμιζόμενος τύπος ΟΕΕ της ΕΕ ή τμήματα αυτών, που διατίθενται στο εμπόριο σε επαγγελματίες και σε ορισμένους ιδιώτες επενδυτές στην ΕΕ και αντλούν και διοχετεύουν κεφάλαια προς ευρωπαϊκές μακροπρόθεσμες επενδύσεις στην πραγματική οικονομία, σύμφωνα με τον στόχο της ΕΕ έξυπνη, βιώσιμη και χωρίς αποκλεισμούς ανάπτυξη.»<sup>183</sup>

---

<sup>179</sup> Hooghiemstra S., (2018) “Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe”, PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία, σ. 384

<sup>180</sup> Hooghiemstra S., (2018) “Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe”, PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία, σ. 358

<sup>181</sup> Αιτιολογική σκέψη 17 της ΟΔΟΕΕ

<sup>182</sup> Άρθρο 3 παρ. 4 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>183</sup> Gortsos C. (2018), “The scope of EU Alternative Investment Fund Managers Directive (2011/61/EU) and its significance for EU investment funds law”, Άρθρο σε Συλλογικό Έργο, Dignatio Rerum Professor Elias Krispis-Essays of Law and International Relations, Sakkoulas Publications, Athens – Thessaloniki, p.6

Βάσει του Κανονισμού 2015/760 (ΕΕ) και της αιτιολογικής σκέψης 11 αυτού «Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ) και οι ΟΕΕ εκτός ΕΕ δεν θα πρέπει να είναι επιλέξιμοι για να προωθηθούν εμπορικά ως ΕΜΕΚ». Οι κανόνες για τα ΕΜΕΚ «συνδέονται στενά με την οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, δεδομένου ότι η εν λόγω οδηγία αποτελεί το νομικό πλαίσιο που διέπει τη διαχείριση και την εμπορική προώθηση των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΟΕΕ) στην Ένωση. Εξ ορισμού, τα ΕΜΕΚ είναι ΟΕΕ της ΕΕ των οποίων η διαχείριση πραγματοποιείται από διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων (ΔΟΕΕ) που έχουν λάβει άδεια λειτουργίας σύμφωνα με την οδηγία 2011/61/ΕΕ».<sup>184</sup>

Οι επενδυτές επενδύουν σε εταιρείες και έργα υποδομών<sup>185</sup> που χρειάζονται μακροπρόθεσμη προσφορά κεφαλαίου. Η διαχείριση ενός ΕΜΕΚ πρέπει να διενεργείται από εξουσιοδοτημένο ΔΟΕΕ οποίος διαθέτει διαβατήριο που του επιτρέπει να εμπορεύεται και να προωθεί τους ΟΕΕ και τα ΕΜΕΚ (ELTIF) που έχει υπό την διαχείρισή του, σε ολόκληρη την ΕΕ. Οι επενδυτές των ΕΜΕΚ, βάσει του κανονισμού, έχουν τη δυνατότητα να ζητήσουν την εξαγορά των μεριδίων ή μετοχών τους μόνο μετά την ημερομηνία που ορίζεται στον κανονισμό του κεφαλαίου ή στα καταστατικά έγγραφα. Είναι όμως δυνατή η μεταβίβασή τους σε τρίτους. Ο θεματοφύλακας των ΕΜΕΚ φυλάσσει τα περιουσιακά στοιχεία του ταμείου και είναι υπεύθυνος για την παρακολούθηση και επίβλεψη των ταμειακών ροών και των δραστηριοτήτων του επενδυτικού ταμείου.<sup>186</sup>

### 3.4.2 EuVECA και EuSEF

#### 3.4.2.1 EuVECA (Ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου)

---

διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=3000356>

<sup>184</sup> Αιτιολογική σκέψη 8 του Κανονισμού ΕΕ 760/2015

<sup>185</sup> «έργα σε υποδομές» όπως στους τομείς των μεταφορών, της ενέργειας, της υγείας, της κοινωνικής στέγασης

<sup>186</sup> <https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/eltif,-euveca,-eusef>

Σύμφωνα με τον Κανονισμό ΕΕ 345/2013 και εν συνεχεία, με τον αναθεωρητικό Κανονισμό ΕΕ 1991/2017, παρέχεται σε διαχειριστές Ευρωπαϊκών εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου (EuVECA) ένα κοινό πλαίσιο και προσδιορισμός υπό το οποίο μπορούν μικρομεσαίες καινοτόμες και συνήθως νεοσύστατες επιχειρήσεις, που έχουν συσταθεί στον χώρο της ΕΕ και συνδέονται στενά με την πραγματική οικονομία, να χρηματοδοτηθούν με κεφάλαια από επενδυτές της ΕΕ ή και τρίτων χωρών και να προωθηθούν σε όλη την Ένωση.<sup>187</sup> Στόχος του κανονισμού είναι η ρύθμιση ενός διαχειριστικού επενδυτικού πλαισίου, με σκοπό την ενίσχυση μικρομεσαίων καινοτόμων επιχειρήσεων της ένωσης και την ανάπτυξή τους. Θέλει να διασφαλίσει ενιαίους όρους χρήσης αυτού του προσδιορισμού στα κράτη μέλη, έχοντας πάντα ως μέλημα και την ενίσχυση της εμπιστοσύνης των επενδυτών.

Με το σήμα EuVECA που λαμβάνουν οι εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου που πληρούν τις προϋποθέσεις βάσει του κανονισμού, επιτυγχάνουν τον αξιόπιστο και εύκολα αναγνωρίσιμο, από τους επενδυτές, προσδιορισμό τους.<sup>188</sup> Για να επωφεληθούν από τον προσδιορισμό τα ταμεία EuVECA υπόκεινται σε συγκεκριμένες απαιτήσεις σχετικά με την επενδυτική τους πολιτική, τη σύνθεση του επενδυτικού τους χαρτοφυλακίου και των ιδίων κεφαλαίων τους. Οι διαχειριστές EuVECA υποχρεώνονται πάντα σε καταχώριση στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τους σύμφωνα με την ΟΔΟΕΕ, ενώ δεν απαιτείται διορισμός θεματοφύλακα.<sup>189</sup>

#### 3.4.2.2 EuSEF (Ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας)

Ο Κανονισμός ΕΕ 346/2013 εκδόθηκε για να καθορίσει ενιαίες απαιτήσεις, κανόνες και προϋποθέσεις στους διαχειριστές όλων των κρατών μελών, που επιθυμούν να συγκεντρώνουν κεφάλαια με χρήση της ονομασίας EuSEF, με σκοπό πάντα τη διασφάλιση της εμπιστοσύνης των επενδυτών και την εύρυθμη λειτουργία της

<sup>187</sup> Αιτιολογικές σκέψεις 13 & 14 του Κανονισμού ΕΕ 345/2013

<sup>188</sup> Αιτιολογική σκέψη 21 του Κανονισμού ΕΕ 345/2013

<sup>189</sup> <https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/eltif,-euveca,-eusef>

εσωτερικής αγοράς της ένωσης.<sup>190</sup> Τα επενδυτικά ταμεία που επωφελούνται από το σήμα EuSEF είναι εν μέρει ταμεία που παρέχουν χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις που επιδιώκουν και κοινωνικούς στόχους και όχι μόνο οικονομικές αποδόσεις, δίνοντας ώθηση στην κοινωνική αλλαγή.<sup>191</sup> Υπόκεινται σε ειδικές απαιτήσεις σε σχέση με την επενδυτική τους στρατηγική, τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους και των ιδίων κεφαλαίων τους. Ο κανονισμός επιτρέπει στους διαχειριστές να επενδύουν σε ορισμένα είδη περιουσιακών στοιχείων επιχειρήσεων, που έχουν ως πρωταρχικό τους στόχο την επίτευξη θετικού κοινωνικού αποτελέσματος. Η εφαρμογή του κανονισμού αφορά σε διαχειριστές της ΕΕ, που έχουν καταχωριστεί στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής, πάντα σύμφωνα με την ΟΔΟΕΕ.<sup>192</sup> Ο κανονισμός εντάσσεται στο πλαίσιο του στόχου της ΕΕ για την προώθηση της κοινωνικής επιχειρηματικότητας και της κοινωνικής καινοτομίας.

### 3.4.3 Συμπερασματικά για τους «μικρούς ΔΟΕΕ» που διαχειρίζονται ταμεία EuVECA και EuSEF

Μετά τις αναθεωρήσεις των κανονισμών περί διαχείρισης ταμείων EuVECA και EuSEF, η χρήση των ονομασιών είναι ανοιχτή σε ΔΟΕΕ που υπερβαίνουν το όριο των 500 εκατ. ευρώ, οι οποίοι υπόκεινται στις απαιτήσεις της ΟΔΟΕΕ και ταυτοχρόνως συμμορφώνονται με ορισμένες διατάξεις των προαναφερθέντων κανονισμών. Τα ταμεία EuVECA και EuSEF «είναι ΟΕΕ που διαχειρίζονται “μικροί ΔΟΕΕ” (οι οποίοι εξαιρούνται από το πεδίο εφαρμογής του ΔΟΕΕ σύμφωνα με το άρθρο 3 παράγραφος 2 της ΟΔΟΕΕ) με συγκεκριμένη επενδυτική στρατηγική, το πρώτο στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και το δεύτερο σε εταιρείες με κοινωνικά επωφελή προσέγγιση και στρατηγική.»<sup>193</sup> Οι κανονισμοί EuVECA και EuSEF διευκολύνουν και προσφέρουν “δίοδο” στους μικρούς ΔΟΕΕ για τη διασυννοριακή προώθηση και

<sup>190</sup> Αιτιολογική σκέψη 3 του Κανονισμού ΕΕ 346/2013

<sup>191</sup> Αιτιολογική σκέψη 1 του Κανονισμού ΕΕ 346/2013

<sup>192</sup> <https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/eltif,-euveca,-eusef>

<sup>193</sup> Gortsos C. (2018), “The scope of EU Alternative Investment Fund Managers Directive (2011/61/EU) and its significance for EU investment funds law”, Άρθρο σε Συλλογικό Έργο, Dignatio Rerum Professor Elias Krispis-Essays of Law and International Relations, Sakkoulas Publications, Athens – Thessaloniki, p.5, διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=3000356>



εμπορία ΟΕΕ σε επαγγελματίες επενδυτές, ενώ ο κανονισμός ELTIF διευκολύνει την εμπορία ΟΕΕ σε επαγγελματίες αλλά και σε ιδιώτες επενδυτές.

### 3.5 Αδειοδότηση ΔΟΕΕ

#### 3.5.1 Υποχρέωση παροχής πληροφοριών κατά την αδειοδότηση των ΔΟΕΕ

Ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να αιτηθεί για χορήγηση άδειας, στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του. Με την αίτησή του ο διαχειριστής οφείλει να παρέχει μια σειρά πληροφοριών στις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής .

Σε σχέση με τον ίδιο τον ΔΟΕΕ παρέχει πληροφορίες :

- για τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για τις συναλλαγές που διεξάγει ο ΔΟΕΕ
- σχετικά με τα πρόσωπα νομικά ή φυσικά, άμεσων ή έμμεσων, μετόχων ή μελών που κατέχουν ειδικές συμμετοχές, καθώς και για τα ποσά των ειδικών συμμετοχών.
- σχετικά με το πρόγραμμα δραστηριοτήτων του ΔΟΕΕ, καθορίζοντας με αυτό την οργανωτική του δομή και τον τρόπο που θα συμμορφωθεί ως προς τις υποχρεώσεις που ορίζει η ΟΔΟΕΕ και το λοιπό κανονιστικό πλαίσιο της ΕΕ για τους διαχειριστές
- πληροφορίες σχετικά με τις πολιτικές και πρακτικές αμοιβών που εφαρμόζει ο ΔΟΕΕ
- για την όποια ανάθεση εκτέλεσης λειτουργιών, σε τρίτα μέρη

Σε σχέση με τον ΟΕΕ που προτίθεται να διαχειριστεί ή ήδη διαχειρίζεται, ορίζεται ότι πρέπει να παρέχει πληροφορίες :

- σχετικά με τις στρατηγικές επενδύσεων και την πολιτική, που ακολουθεί ο ΔΟΕΕ όσο αφορά στη χρήση μόχλευσης,<sup>194</sup> στα προφίλ κινδύνων και τα συστήματα

---

<sup>194</sup> Βάσει του Κανονισμού ΕΕ 231/2013 άρθρο 6 παρ. 1, η μόχλευση ενός ΟΕΕ εκφράζεται ως ο λόγος της έκθεσης την οποία αναλαμβάνει ο ΟΕΕ και της καθαρής αξίας του ενεργητικού του

διαχείρισής τους, καθώς και πληροφορίες σχετικά με το κράτος μέλος εγκατάστασης του ΟΕΕ ή των ΟΕΕ που έχει ή σκοπεύει να έχει υπό τη διαχείρισή του

- στην περίπτωση που ο ΟΕΕ που διαχειρίζεται είναι τροφοδοτικός, τότε απαιτούνται πληροφορίες για τον κύριο ΟΕΕ
- σχετικά τους κανονισμούς του κεφαλαίου ή τα καταστατικά έγγραφα για κάθε υπό διαχείριση ΟΕΕ
- σχετικά με τον διορισμό θεματοφύλακα, σύμφωνα την ΟΔΟΕΕ, για κάθε ΟΕΕ
- τα κράτη μέλη δύνανται να ορίσουν οποιοσδήποτε επιπλέον απαιτήσεις πληροφόρησης, σύμφωνα με το άρθρο 23 της ΟΔΟΕΕ, με σκοπό την διασφάλιση υψηλού επιπέδου προστασίας των επενδυτών.<sup>195</sup>

### 3.5.2 Προϋποθέσεις για αδειοδότηση των ΔΟΕΕ

Εφ' όσον μια νομική οντότητα διαθέτει και διαχειρίζεται, στην αγορά της Ευρωπαϊκής ένωσης έναν ή περισσότερους ΟΕΕ, υποχρεούται για τη δραστηριότητα αυτή να έχει λάβει άδεια. Για να λάβει ένας ΔΟΕΕ άδεια από τις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του, θα πρέπει:

- α) οι αρχές να βεβαιωθούν ότι ο ΔΟΕΕ πληροί τις προϋποθέσεις που θέτονται στο πλαίσιο της ΟΔΟΕΕ
- β) ο ΔΟΕΕ να διαθέτει τα οριζόμενα, στο άρθρο 9 (ΟΔΟΕΕ), ίδια κεφάλαια και αρχικό κεφάλαιο
- γ) τα τουλάχιστον δύο, πρόσωπα που διενεργούν την επιχειρηματική δραστηριότητα του ΔΟΕΕ, να διαθέτουν καλή φήμη και εμπειρία στις επενδυτικές στρατηγικές που θα ακολουθηθούν από τον ΔΟΕΕ καθώς και τα ονόματα αυτών των προσώπων κοινοποιούνται στις αρμόδιες αρχές του κράτους. Η οποιαδήποτε αλλαγή των προσώπων στη θέση αυτή, θα πρέπει να γνωστοποιείται άμεσα στις αρμόδιες αρχές

---

<sup>195</sup> Άρθρο 7 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

δ) οι μέτοχοι ή τα μέλη που έχουν ειδικές συμμετοχές<sup>196</sup> στον ΔΟΕΕ να θεωρούνται κατάλληλοι, ώστε να εξασφαλίζεται η χρηστή και συνετή διαχείριση του οργανισμού

ε) απαραίτητη προϋπόθεση είναι να βρίσκονται στο ίδιο κράτος μέλος η καταστατική έδρα και τα κεντρικά γραφεία του ΔΟΕΕ.<sup>197</sup>

Η άδεια που χορηγείται στον ΔΟΕΕ είναι έγκυρη σε όλα τα κράτη μέλη. Εάν ένας ΔΟΕΕ βάσει της οδηγίας δεν έχει αδειοδοτηθεί, τότε δεν δικαιούται να διαχειρίζεται ούτε να διαθέτει εμπορικά ΟΕΕ σε επαγγελματίες επενδυτές στην ευρωπαϊκή ένωση. Οι ΔΟΕΕ που βρίσκονται υπό το πρίσμα της οδηγίας και έχουν λάβει άδεια υποχρεούνται σε διαρκή συμμόρφωση προς τους όρους χορήγησης άδειας που θέτει η οδηγία.<sup>198</sup>

### 3.5.3 Εσωτερική-εξωτερική διαχείριση του ΟΕΕ

Σύμφωνα με την ΟΔΟΕΕ ένας διορισμένος ΔΟΕΕ θα πρέπει να παρέχει κατ' ελάχιστο υπηρεσίες διαχείρισης επενδύσεων στον ΟΕΕ, αναλαμβάνοντας οπωσδήποτε και τη διαχείριση του κινδύνου. Βάσει της αιτιολογικής σκέψης 21 της οδηγίας, διαχείριση χαρτοφυλακίου και διαχείριση κινδύνου είναι αλληλένδετες. Ο ΔΟΕΕ δεν θα πρέπει να αποτρέπεται να συμμετάσχει και σε δραστηριότητες σχετικές με τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ καθώς και σε θέματα διοίκησης και εμπορίας του ΟΕΕ.

Η διαχείριση του ΟΕΕ, αναλόγως της νομικής του μορφής, μπορεί να είναι είτε εσωτερική είτε εξωτερική. Όταν δεν έχει ανατεθεί η διαχείριση σε εξωτερικό ΔΟΕΕ, και βάσει της νομικής μορφής του ΟΕΕ, επιτρέπεται οι λειτουργίες διαχείρισης του ΟΕΕ να διενεργούνται από οποιοδήποτε εσωτερικό του μέσο, τότε ο οργανισμός διαχειρίζεται εσωτερικά, ο ΟΕΕ είναι και ΔΟΕΕ οπότε και εντάσσεται στο ρυθμιστικό πλαίσιο της ΟΔΟΕΕ. Βάσει της ΟΔΟΕΕ ένας εσωτερικά διαχειριζόμενος ΟΕΕ δεν

---

<sup>196</sup> Ειδική συμμετοχή εννοείται μια άμεση ή έμμεση συμμετοχή που αντιπροσωπεύει το λιγότερο το 10% του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου κατά όσων ορίζονται στα άρθρα 9 και 10 της οδηγίας 2004/109/ΕΚ

<sup>197</sup> Άρθρο 8 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>198</sup> Αιτιολογική σκέψη 18 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

ασκεί άλλες δραστηριότητες από την αυτοδιαχείρισή του.<sup>199</sup> Δεν δύναται να διαχειριστεί άλλον ΟΕΕ (αφού καθίσταται ΔΟΕΕ του εαυτού του). Συμπερασματικά παρά τη ρητή και σαφή δήλωση ότι «η οδηγία δεν ρυθμίζει τους ΟΕΕ» σε περίπτωση ΟΕΕ εσωτερικής διαχείρισης, στους οποίους το διοικητικό όργανο του ΟΕΕ επιλέγει να μην διορίσει έναν εξωτερικό ΔΟΕΕ, ο ίδιος ο ΟΕΕ θα είναι εξουσιοδοτημένος ως ΔΟΕΕ και θα ρυθμίζεται από την οδηγία ως ΔΟΕΕ.<sup>200</sup> Αυτό σημαίνει ότι σε μία τέτοια περίπτωση, τα εσωτερικά διαχειριζόμενα hedge funds θα ρυθμίζονται απ' ευθείας από την ΟΔΟΕΕ. Στις διατάξεις της οδηγίας φαίνεται ξεκάθαρα η πρόθεση των συντακτών που είναι ενδεικτική της άμεσης ρύθμισης των αμοιβαίων κεφαλαίων κινδύνου.

Στην εσωτερική διαχείριση του ΟΕΕ τα κράτη μέλη υποχρεούνται να απαιτούν από τους διαχειριστές να έχουν αρχικό κεφάλαιο από 300.000 ευρώ και πάνω.<sup>201</sup> Ένας εσωτερικά διαχειριζόμενος ΔΟΕΕ δεν θε πρέπει, κατά την αιτιολογική σκέψη 20 της οδηγίας, να αδειοδοτείται για την εξωτερική διαχείριση άλλων ΟΕΕ.

Στην εξωτερική διαχείριση του ΟΕΕ απαιτείται οι ΔΟΕΕ να έχουν τουλάχιστον αρχικό κεφάλαιο 125.000 ευρώ.<sup>202</sup> Η οδηγία απαιτεί πρόσθετα ίδια κεφάλαια από τον διαχειριστή, στην περίπτωση που η αξία των διαχειριζόμενων χαρτοφυλακίων<sup>203</sup> υπερβαίνει τα 250 εκατ. ευρώ, ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να παράσχει επιπλέον ποσό ιδίων κεφαλαίων ίσο με το 0,02% της αξίας των διαχειριζόμενων χαρτοφυλακίων άνω των 250 εκατ. ευρώ. Το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων του που παρέχει ο ΔΟΕΕ δεν πρέπει να ξεπερνά το ποσό των 10 εκατομμυρίων ευρώ.<sup>204</sup>

### 3.6 Η πληροφόρηση των αρμοδίων αρχών και των επενδυτών, βάσει της ΟΔΟΕΕ

<sup>199</sup> Άρθρο 6 παρ. 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>200</sup> Άρθρο 5 παρ. 1 στοιχείο β της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>201</sup> Άρθρο 9 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>202</sup> Άρθρο 9 παρ. 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>203</sup> «ΟΕΕ τον οποίο διαχειρίζεται ο ΔΟΕΕ, συμπεριλαμβανομένων των ΟΕΕ για τους οποίους ο ΔΟΕΕ έχει αναθέσει λειτουργίες σύμφωνα με το άρθρο 20, αλλά εξαιρούμενων των χαρτοφυλακίων ΟΕΕ τα οποία ο ΔΟΕΕ διαχειρίζεται υπό ανάθεση, θεωρούνται ως χαρτοφυλάκια του ΔΟΕΕ.»

<sup>204</sup> Άρθρο 9 παρ. 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

### 3.6.1 Απαιτήσεις διαφάνειας και υποχρεώσεις γνωστοποίησης

Οι ΔΟΕΕ που βρίσκονται υπό το πρίσμα της ΟΔΟΕΕ υποχρεούνται να καλύπτουν διαρκώς τις απαιτήσεις διαφάνειας που θέτει η οδηγία. Ο ΔΟΕΕ για κάθε ΟΕΕ της ΕΕ και για κάθε ΟΕΕ που βρίσκεται υπό την διαχείρισή του, είτε είναι ΟΕΕ της ΕΕ είτε τρίτης χώρας, τον οποίο προωθεί εμπορικά στον χώρο της ένωσης, υποχρεούται σε αναφορά στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του και σε πληροφόρηση/γνωστοποίηση στους επενδυτές, των στοιχείων που θέτονται από την ΟΔΟΕΕ. Οι ΔΟΕΕ θα πρέπει να παρέχουν τακτικά πληροφορίες σχετικά με τις βασικές αγορές και τα κύρια μέσα, στα οποία πραγματοποιούν εμπορικές συναλλαγές, εκ μέρους των ΟΕΕ που έχουν υπό την διαχείρισή τους.<sup>205</sup> Οι διαχειριστές θα πρέπει να γνωστοποιούν τις σημαντικότερες συγκεντρώσεις και τα κεφαλαιακά ανοίγματα των ΟΕΕ, στις εποπτικές αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τους, ώστε να μπορούν να παρακολουθούνται αποτελεσματικά οι συστημικοί κίνδυνοι.

### 3.6.2 Υποχρέωση για πληροφόρηση των αρμόδιων αρχών

Προκειμένου να συμμορφωθεί ως προς τις απαιτήσεις του νομοθετικού πλαισίου για την διαχείριση των ΟΕΕ, ένας ΔΟΕΕ θα πρέπει να παρέχει τις ακόλουθες πληροφορίες προς αρμόδιες αρχές:

1. Πληροφορίες σχετικά με τα κύρια μέσα με τα οποία συναλλάσσεται, δηλαδή με τα χρηματοοικονομικά μέσα και όποια άλλα περιουσιακά στοιχεία, με τις επενδυτικές στρατηγικές που ακολουθεί, καθώς και με την γεωγραφική και τομεακή επενδυτική του εστίαση.<sup>206</sup>
2. Πληροφορίες σχετικά με τις αγορές στις οποίες διαπραγματεύεται και δραστηριοποιείται.<sup>207</sup>

---

<sup>205</sup> Άρθρο 24 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>206</sup> Άρθρο 110 παρ. 1 στοιχείο α του Κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

<sup>207</sup> Άρθρο 110 παρ. 1 στοιχείο β του Κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

3. Πληροφορίες σχετικά με τη διαφοροποίηση που έχει στο χαρτοφυλάκιο του ΟΕΕ και των πιο σημαντικών συγκεντρώσεων κεφαλαίων,<sup>208</sup> ώστε να είναι σε θέση οι αρχές να παρακολουθούν τη συστημική σταθερότητα της χρηματοπιστωτικής αγοράς.

Αυτές οι πληροφορίες θα πρέπει να γνωστοποιούνται, στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του ΔΟΕΕ, το συντομότερο δυνατό και το αργότερο ένα μήνα μετά το τέλος των χρονικών περιόδων που αναφέρονται στην παράγραφο 3 του άρθρου 110 του κανονισμού (ΕΕ) 231/2013 που απαιτούν τριμηνιαίες, εξαμηνιαίες και ετήσιες υποχρεώσεις υποβολής εκθέσεων. Εάν ο ΟΕΕ είναι αμοιβαίο κεφάλαιο (hedge fund), αυτή η περίοδος μπορεί να πάρει παράταση και να φτάσει τις 45 ημέρες.<sup>209</sup>

Για καθέναν από τους ΟΕΕ της ΕΕ που διαχειρίζεται και για κάθε ΟΕΕ που εμπορεύεται στην ΕΕ ο ΔΟΕΕ, θα πρέπει να καταθέτει ετησίως και το αργότερο έως έξι μήνες μετά το τέλος του οικονομικού έτους στις εποπτικές αρχές, τις ετήσιες οικονομικές εκθέσεις. Οι ετήσιες εκθέσεις θα πρέπει επίσης να κοινοποιούνται στους επενδυτές κατόπιν αιτήματός τους.<sup>210</sup>

Οι ετήσιες εκθέσεις που ελέγχονται θα πρέπει τουλάχιστον να περιέχουν τα ακόλουθα στοιχεία:

- α) τον ισολογισμό.
- β) λογαριασμό των εσόδων και των δαπανών του οικονομικού έτους.
- γ) έκθεση με περιγραφή των δραστηριοτήτων του έτους.
- δ) οποιεσδήποτε σημαντικές αλλαγές στις πληροφορίες που θα πρέπει να γνωστοποιούνται στους επενδυτές, κατά το άρθρο 23 της ΟΔΟΕΕ, κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους που αφορά η έκθεση.

---

<sup>208</sup> Άρθρο 110 παρ. 1 στοιχείο γ του Κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

<sup>209</sup> Άρθρο 110 παρ. 1 κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

<sup>210</sup> Άρθρο 22 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

ε) το συνολικό ποσό των αποδοχών του οικονομικού έτους, διαχωρισμένες σε σταθερές και μεταβλητές αμοιβές, που καταβάλλονται από τον ΔΟΕΕ στο προσωπικό του.

στ) τον αριθμό των δικαιούχων και τους μεταφερόμενους τόκους που καταβάλλονται από τον ΟΕΕ στο προσωπικό του.

ζ) το συνολικό ποσό των αποδοχών για κάθε ανώτερο στέλεχος και μέλος του προσωπικού του ΔΟΕΕ, των οποίων ο ρόλος και οι ενέργειες έχουν ουσιώδη αντίκτυπο στο προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ.<sup>211</sup>

### 3.6.3 Υποχρεώσεις διαφάνειας και γνωστοποίησης του ΔΟΕΕ προς το κράτος μέλος καταγωγής του

Στο άρθρο 24 και παράγραφος 2, της ΟΔΟΕΕ, περιγράφονται οι ειδικές απαιτήσεις τακτικής υποβολής εκθέσεων για έναν ΔΟΕΕ ο οποίος διαχειρίζεται τους ΟΕΕ της ΕΕ και τους ΟΕΕ που εμπορεύονται στην ΕΕ. Ο διαχειριστής θα πρέπει να αναφέρει στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τα εξής:

1) Το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ που διαχειρίζεται, τα οποία υπόκειται σε ειδικές ρυθμίσεις λόγω του ότι δεν είναι δυνατή η ρευστοποίησή τους. Καθώς και οποιοδήποτε νέο διακανονισμό έχει συναφθεί για την διαχείριση της ρευστότητας του ΟΕΕ.<sup>212</sup>

2) Αναφορά των συστημάτων διαχείρισης κινδύνων που χρησιμοποιεί ο ΔΟΕΕ για την προστασία του ΟΕΕ, για μια σειρά από κινδύνους όπως ρευστότητας, λειτουργικού κινδύνου, αντισυμβαλλομένων, κίνδυνος αγοράς κ.α.<sup>213</sup> Οι πληροφορίες σχετικά με το τρέχον προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ πρέπει να περιλαμβάνουν «το προφίλ κινδύνου αγοράς των επενδύσεων του ΟΕΕ, συμπεριλαμβανομένης της αναμενόμενης απόδοσης και μεταβλητότητας του ΟΕΕ υπό κανονικές συνθήκες αγοράς»<sup>214</sup>, καθώς και το προφίλ ρευστότητας των

<sup>211</sup> Άρθρο 22 παρ. 2 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>212</sup> Άρθρο 24 παρ. 2 στοιχεία α & β της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>213</sup> Άρθρο 24 παρ. 2 στοιχείο γ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>214</sup> Άρθρο 110 παρ. 2 στοιχείο δ) σημείο Ι του κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

επενδύσεων του ΟΕΕ, του προφίλ ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων, των όρων εξαγοράς και χρηματοδότησης του ΟΕΕ.<sup>215</sup>

3) Πληροφορίες για τις κύριες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων, στις οποίες επενδύει ο ΟΕΕ, συμπεριλαμβανομένων της αντίστοιχης αγοραίας αξίας των θέσεων long και short, του κύκλου εργασιών και της απόδοσης κατά την περίοδο αναφοράς.<sup>216</sup>

4) Τα αποτελέσματα των περιοδικών προσομοιώσεων ακραίων καταστάσεων που διενεργούνται υπό κανονικές και εξαιρετικές συνθήκες και περιστάσεις.<sup>217</sup>

Πληροφορίες που πρέπει να παρέχονται τακτικά στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής από τους διαχειριστές, «σχετικά με τα κύρια μέσα με τα οποία πραγματοποιούν εμπορικές συναλλαγές και τις βασικές εκθέσεις σε κινδύνους των ΟΕΕ τους οποίους διαχειρίζονται», σύμφωνα με το άρθρο 3 παράγραφο 3 στοιχείο δ της ΟΔΟΕΕ, θα πρέπει να κοινοποιούνται στις αρμόδιες αρχές της ΕΕ, την ΕΑΚΑΑ και το ΕΣΣΚ όταν αυτό είναι απαραίτητο για την εκπλήρωση των καθηκόντων τους.<sup>218</sup> Οι αρμόδιες αρχές του κράτους καταγωγής του ΟΕΕ μπορούν να λάβουν μετά από αίτησή τους την ετήσια οικονομική έκθεση που υποχρεούται να διαθέτει ο ΔΟΕΕ.<sup>219</sup> Για τους ΔΟΕΕ που χρησιμοποιούν συστηματικά μόχλευση, απαιτείται επιπλέον σχετική πληροφόρηση, καθώς και υποβολή εκθέσεων, σχετικές με τη χρήση της μόχλευσης, στις αρμόδιες αρχές.

### 3.6.4 Υποχρέωση των ΔΟΕΕ για πληροφόρηση των επενδυτών

Ο διαχειριστής έχει την υποχρέωση να παρέχει μια σειρά πληροφοριών στους επενδυτές πριν από τη συμμετοχή τους στην επένδυσή, καθώς και να γνωστοποιεί όποιες ουσιαστικές αλλαγές κατά τη διάρκεια της επένδυσής τους, με τρόπο που

<sup>215</sup> Άρθρο 110 παρ. 2 στοιχείο δ) σημείο ii του κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

<sup>216</sup> Άρθρο 110 παρ. 2 στοιχείο ε) του κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

<sup>217</sup> Άρθρο 24 παρ. 2 στοιχείο ε) της ΟΔΟΕΕ & άρθρο 110 παρ. 2 στοιχείο ε) του κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

<sup>218</sup> Άρθρο 5 παρ. 4 του κανονισμού (ΕΕ) 231/2013

<sup>219</sup> Άρθρο 24 παρ. 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ



ορίζει το καταστατικό ή ο κανονισμός των οργανισμών. Ειδικότερα θα πρέπει να παρέχει:

α) περιγραφή των επενδυτικών στρατηγικών και των στόχων του ΟΕΕ. Αν ο ΟΕΕ εντάσσεται σε άλλο αμοιβαίο κεφάλαιο, θα πρέπει να πληροφορεί σχετικά με την τοποθεσία ή τη δικαιοδοσία στην οποία είναι εγκατεστημένοι ο κύριος ΟΕΕ και τα υποκείμενα κεφάλαια. Πληροφορίες σχετικά με τους τύπους περιουσιακών στοιχείων στα οποία μπορεί να επενδύσει ο ΟΕΕ, τις τεχνικές που μπορεί να χρησιμοποιήσει και τους σχετικούς κινδύνους που μπορούν να έχουν οι επενδυτικές κινήσεις του. Να παρέχει πληροφορίες σχετικά με τις συνθήκες υπό τις οποίες ένας ΟΕΕ μπορεί να χρησιμοποιήσει μόχλευση, τις πηγές της εν λόγω μόχλευσης, τους σχετικούς κινδύνους και όλους τους ισχύοντες επενδυτικούς περιορισμούς. Πρέπει να έρχονται σε γνώση των επενδυτών όλες οι πληροφορίες σχετικά με πρόσθετες ασφάλειες ή συμφωνία επαναχρησιμοποίησης περιουσιακών στοιχείων, καθώς και το μέγιστο επίπεδο μόχλευσης που δικαιούται να χρησιμοποιήσει ο ΔΟΕΕ για λογαριασμό του ΟΕΕ<sup>220</sup>

β) πληροφορίες σχετικά με τις διαδικασίες με τις οποίες ο ΟΕΕ αλλάζει τις επενδυτικές του στρατηγικές ή πολιτικές ή και τις δύο,<sup>221</sup>

γ) πληροφόρηση περί των κυρίων νομικών επιπτώσεων των συμβατικών σχέσεων του κράτους που είναι εγκατεστημένος ο ΟΕΕ,<sup>222</sup>

δ) υποχρέωση γνωστοποίησης της ταυτότητας του ΔΟΕΕ, του θεματοφύλακα, του ελεγκτή του ΟΕΕ καθώς και την ταυτότητα οποιουδήποτε άλλου παρόχου υπηρεσιών στον ΟΕΕ ή στον ΔΟΕΕ, πλήρη περιγραφή των καθηκόντων του και των δικαιωμάτων που φέρουν οι επενδυτές προς αυτά τα "τρίτα" μέρη,<sup>223</sup>

ε) πληροφορίες σχετικά με τη συμμόρφωση του ΔΟΕΕ ως προς τις απαιτήσεις του άρθρου 9 παράγραφος 7 της ΟΔΟΕΕ για την κάλυψη πιθανών κινδύνων

---

<sup>220</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο α) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>221</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο β) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>222</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο γ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>223</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο δ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

επαγγελματικής ευθύνης μέσω ιδίων κεφαλαίων και ασφάλισης επαγγελματικής ευθύνης,<sup>224</sup>

στ) περιγραφή οποιασδήποτε ανάθεσης λειτουργίας διαχείρισης και φύλαξης που ανατίθεται από τον θεματοφύλακα σε άλλο φορέα. Πληροφορίες για τον ανάδοχο φορέα καθώς και των μέτρων για την αποφυγή συγκρούσεων συμφερόντων που μπορεί να προκύψουν από τις εν λόγω αναθέσεις,<sup>225</sup>

ζ) πληροφορίες σχετικά με τη διαδικασία αποτίμησης του ΟΕΕ και με τη μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων του οργανισμού,<sup>226</sup>

η) πληροφορίες σχετικά με τη διαχείριση του κινδύνου ρευστότητας του ΟΕΕ, τα δικαιώματα εξαγοράς υπό κανονικές και υπό εξαιρετικές συνθήκες και με τους διακανονισμούς εξαγοράς από επενδυτές,<sup>227</sup>

θ) πλήρη περιγραφή όλων των αμοιβών και των δαπανών που αφορούν στον ΟΕΕ και τη διαχείρισή του καθώς και των μέγιστων άμεσων και έμμεσων επιβαρύνσεων των επενδυτών,<sup>228</sup>

ι) πληροφόρηση σχετικά με τις ρυθμίσεις που έχει θεσπίσει ο ΔΟΕΕ για τη διασφάλιση της ίσης μεταχείρισης των επενδυτών και στην περίπτωση που ένας τύχει προνομιακής μεταχείρισης ή αποκτά το δικαίωμα της προνομιακής μεταχείρισης, περιγραφή της εν λόγω μεταχείρισης, του τύπου των επενδυτών που τη λαμβάνουν καθώς και τους νομικούς και οικονομικούς δεσμούς των επενδυτών αυτών με τον ΟΕΕ ή τον ΔΟΕΕ,<sup>229</sup>

κ) την τελευταία ετήσια έκθεση,<sup>230</sup>

λ) να γνωστοποιεί «τη διαδικασία και τους όρους έκδοσης και διάθεσης των μεριδίων ή μετοχών»<sup>231</sup>

---

<sup>224</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ε) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>225</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο στ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>226</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ζ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>227</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο η) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>228</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο θ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>229</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ι) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>230</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ια) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

μ) «την τελευταία καθαρή αξία ενεργητικού του ΟΕΕ ή την τελευταία αγοραία τιμή του μεριδίου ή της μετοχής του ΟΕΕ»<sup>232</sup>

ν) κοινοποιεί τις ιστορικές αποδόσεις του ΟΕΕ, αν υπάρχουν,<sup>233</sup>

ξ) πληροφορίες για την ταυτότητα των βασικών μεσιτών, τους τρόπους διαχείρισης των συγκρούσεων συμφερόντων του με τους μεσίτες, για τη δυνατότητα του θεματοφύλακα να μεταβιβάσει και να επαναχρησιμοποιήσει τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ, καθώς και πληροφορίες σχετικά με τη μεταβίβαση ευθύνης στον βασικό μεσίτη,<sup>234</sup>

ο) πληροφορίες σχετικά με τον τρόπο και το χρόνο που θα γίνεται περιοδική δημοσιοποίηση των πληροφοριών, που αναφέρονται στο άρθρο 23 παράγραφος 4 της ΟΔΟΕΕ, στους επενδυτές και τακτική γνωστοποίηση των πληροφοριών σχετικά με τη μόχλευση κεφαλαίων, που αναφέρονται στην παράγραφο 5 του ίδιου άρθρου, εφ' όσον χρησιμοποιείται στους διαχειριζόμενους ΟΕΕ.

Επιπροσθέτως οποιαδήποτε συμβατική συμφωνία μεταξύ του ΔΟΕΕ και του θεματοφύλακα σχετικά με την απαλλαγή από την ευθύνη του θεματοφύλακα, πρέπει να γνωστοποιείται στους επενδυτές. Για τυχόν περαιτέρω αλλαγές στη συμφωνία μεταξύ του ΔΟΕΕ και του θεματοφύλακα, θα πρέπει επίσης, να λάβουν γνώση άμεσα οι επενδυτές.<sup>235</sup>

### 3.6.5 Ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των αρμοδίων εποπτικών αρχών των κρατών μελών

Η ΟΔΟΕΕ απαιτεί ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών των κρατών μελών, για την αποφυγή των πιθανών συστημικών συνεπειών των δραστηριοτήτων του ΔΟΕΕ. Οι αρμόδιες αρχές που είναι υπεύθυνες για την αδειοδότηση ή και την εποπτεία του ΔΟΕΕ απαιτείται να κοινοποιούν τις

---

<sup>231</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ιβ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>232</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ιγ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>233</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ιδ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>234</sup> Άρθρο 23 παρ. 1 στοιχείο ιε) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>235</sup> Άρθρο 23 παρ. 2 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

πληροφορίες στις αρμόδιες αρχές των άλλων κρατών μελών, εφ' όσον οι πληροφορίες αυτές είναι σημαντικές για την παρακολούθηση και την αντιμετώπιση πιθανών επιπτώσεων για την σταθερότητα των συστημικά σχετικών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και την ομαλή λειτουργία των αγορών στις οποίες δραστηριοποιούνται οι ΔΟΕΕ. Εκτός από την παραπάνω απαίτηση, θα πρέπει να ενημερωθούν η ΕΑΚΑΑ και το ΕΣΣΚ που με τη σειρά τους θα πρέπει να διαβιβάσουν τις πληροφορίες αυτές στις αρμόδιες αρχές των κρατών μελών.<sup>236</sup> Με την επιφύλαξη των όρων του άρθρου 35 του κανονισμού ΕΕ 1095/2010, ο ΔΟΕΕ θα πρέπει να κοινοποιεί τις συγκεντρωτικές πληροφορίες στην ΕΑΚΑΑ και το ΕΣΣΚ.<sup>237</sup>

Η ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των ρυθμιστικών αρχών σκοπεύει στο να παρέχει τα απαραίτητα στοιχεία για την παρακολούθηση της ευρωπαϊκής αγοράς και τη μέτρηση της σταθερότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Επομένως, οι απαιτήσεις γνωστοποίησης είναι από τις βασικές πτυχές του μακρο-προληπτικού κανονιστικού πλαισίου της ΕΕ για την προστασία από τη συστημική αστάθεια των χρηματοπιστωτικών αγορών. Δεδομένου ότι η συσσώρευση μόχλευσης και συστημικών κινδύνων μπορεί να συμβεί πολύ γρήγορα, η γνωστοποίηση των απαραίτητων στοιχείων στις ευρωπαϊκές εποπτικές αρχές και στις αρχές του κράτους μέλους απαιτείται να γίνεται έγκαιρα, ώστε να προληφθούν ή να αντιμετωπιστούν οι συστημικοί κίνδυνοι, και να διαφυλάσσεται η εύρυθμη λειτουργία της ενιαίας χρηματοπιστωτικής αγοράς της Ένωσης.

### 3.7 Η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων

#### 3.7.1 Διαχείριση κινδύνων, τα καθήκοντα του Διαχειριστή

Η διαχείριση κινδύνων περιλαμβάνει το σύνολο των κινδύνων που ενδέχεται να εκτεθεί ένας ΟΕΕ, εντός του επιχειρηματικού και επενδυτικού περιβάλλοντος που δραστηριοποιείται ο ΔΟΕΕ. Το νομοθετικό και κανονιστικό πλαίσιο που εισάγεται

---

<sup>236</sup> Άρθρο 53 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>237</sup> Άρθρο 53 παρ. 2 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

ως προς τη λειτουργία διαχείρισης κινδύνων, μέσω της ΟΔΟΕΕ και του κατ' εξουσιοδότηση κανονισμού της ΕΕ 231/2013, καθιστά τη λειτουργία της διαχείρισης κινδύνου ως μέγιστης σημασίας, καθώς η αποτελεσματική λειτουργία της, ακουμπά στο αιτιολογικό σκεπτικό και βασικό στόχο της νομοθέτησης των προαναφερθέντων, δηλαδή την προστασία του οικονομικού χώρου της ένωσης έναντι των συστηματικών κινδύνων,<sup>238</sup> την προστασία των επενδυτών και τη δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς.

Σε κάθε επενδυτική στρατηγική ο εντοπισμός, η παρακολούθηση, η μέτρηση κάθε σχετικού κινδύνου, καθώς και αντιμετώπιση του με τα κατάλληλα συστήματα διαχείρισης, είναι στις υποχρεώσεις του κάθε διαχειριστή, βάσει του άρθρου 15 της ΟΔΟΕΕ. Με το να ορίζονται διακριτά επίπεδα ανοχής ανάληψης κινδύνου, ο διαχειριστής έχει τη δυνατότητα να ελέγχει και να λαμβάνει εγκαίρως τις κατάλληλες αποφάσεις. Η λήψη κάθε εύλογου μέτρου για τη διαχείριση των κινδύνων βρίσκεται στην κατεύθυνση να εξυπηρετήσει κατ' ελάχιστο τους δύο κύριους στόχους της ΟΔΟΕΕ, την προστασία των επενδυτών και την προστασία του χρηματοπιστωτικού συστήματος από τη συσσώρευση συστημικών κινδύνων από εξωτερικές επιδράσεις. Η τακτική παρακολούθηση κινδύνων έχει ως στόχο να εντοπίζει έγκαιρα και να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά τους λειτουργικούς, τους πιστωτικούς και τους κινδύνους αγοράς και ρευστότητας.

### 3.7.2 Διαχωρισμός λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων λειτουργικά και ιεραρχικά

Η οδηγία απαιτεί λειτουργικό και ιεραρχικό διαχωρισμό της διαχείρισης κινδύνου στους ΔΟΕΕ.<sup>239</sup> Οι διαχειριστές διαχωρίζουν οποιαδήποτε καθήκοντα και λειτουργίες τμημάτων ή στελεχών στο εσωτερικό του οργανισμού, που είναι ασυμβίβαστα μεταξύ τους.<sup>240</sup> Επιχειρείται σαφής διαχωρισμός των προσώπων που έχουν την ευθύνη της λειτουργίας της διαχείρισης των κινδύνων, με εκείνα που

---

<sup>238</sup> τον συστημικό κίνδυνο μπορούμε να τον χαρακτηρίσουμε ως υποπροϊόν της διασύνδεσης του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος.

<sup>239</sup> Άρθρο 15 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>240</sup> «σύστημα σινικών τειχών» διαχωρισμός ώστε να προλαμβάνεται η διαρροή πληροφοριών μεταξύ των μονάδων του διαχειριστή

είναι υπεύθυνα για διαχείριση του χαρτοφυλακίου των ΟΕΕ, την επιλογή της επενδυτικής στρατηγικής και όποια άλλη δραστηριότητα του ΔΟΕΕ. Ρητή είναι και η αποσύνδεση των αμοιβών των προσώπων που είναι υπεύθυνα για τη λειτουργία διαχείρισης κινδύνων, με τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων των ΟΕΕ.

Η λειτουργία διαχείρισης κινδύνων θεωρείται συνακόλουθη με τα οριζόμενα στην ΟΔΟΕΕ και στον κανονισμό της ΕΕ 231/2013, εφ' όσον ικανοποιούνται οι εξής όροι:

1. δεν δραστηριοποιούνται και δεν εμπλέκονται τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για την εκτέλεση της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνου, στις υπόλοιπες λειτουργικές μονάδες του ΔΟΕΕ, συμπεριλαμβανομένης της λειτουργίας διαχείρισης χαρτοφυλακίων.<sup>241</sup> Οι υπεύθυνοι λειτουργίας των διάφορων επιχειρησιακών μονάδων που σχετίζονται με τις επιδόσεις των μονάδων αυτών, δεν θα πρέπει να βρίσκονται ταυτοχρόνως και σε θέση επόπτη για τα υπεύθυνα πρόσωπα για τη διαχείριση των κινδύνων.<sup>242</sup>

2. τα πρόσωπα τα οποία έχουν ως καθήκον να εκτελούν τη λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων, πρέπει να αποζημιώνονται σύμφωνα με την επίτευξη των στόχων που έχουν τεθεί για την προστασία των ΟΕΕ από τους κινδύνους, ανεξάρτητα από την απόδοση των λειτουργικών μονάδων ως προς το κέρδος και τις αποδόσεις των μεριδίων των επενδυτών.<sup>243</sup>

3. εφ' όσον έχει συσταθεί επιτροπή αποδοχών, τότε οι αμοιβές των ανώτατων στελεχών θα επιβλέπονται και θα ελέγχονται από την εν λόγω επιτροπή.<sup>244</sup>

Για τα στελέχη του τμήματος διαχείρισης κινδύνων των ΔΟΕΕ, τα οποία αντικειμενικά με την επαγγελματική τους δραστηριότητα έχουν αντίκτυπο στο προφίλ κινδύνου<sup>245</sup> του ΔΟΕΕ ή των υπό διαχείριση ΟΕΕ, πρέπει να προβλέπονται πολιτικές αμοιβών που συνάδουν με τη χρηστή διαχείριση κινδύνων και δεν

---

<sup>241</sup> Άρθρο 42 παρ. 1 στοιχείο β) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>242</sup> Άρθρο 42 παρ. 1 στοιχείο α) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>243</sup> Άρθρο 42 παρ. 1 στοιχείο γ) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>244</sup> Άρθρο 42 παρ. 1 στοιχείο δ) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>245</sup> Το προφίλ κινδύνου συντίθεται από ουσιώδεις κινδύνους, όπως κίνδυνος αγοράς, λειτουργικός, επιτοκιακός, πιστωτικός, συναλλαγματικός, κίνδυνος ρευστότητας, θεματοφύλακα και παραγώγων.

ενθαρρύνουν δραστηριότητες ασύμβατες με το καταστατικό και το προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ, ως προς την άσκηση των καθηκόντων τους.<sup>246</sup>

Η λειτουργική αυτοτέλεια της διαχείρισης κινδύνου θα πρέπει να είναι διασφαλισμένη σε όλη την ιεραρχική δομή του ΔΟΕΕ. Αρμοδιότητα για την εποπτεία της σωστής εφαρμογής της απαίτησης του διαχωρισμού, με βάση την αρχή της αναλογικότητας, έχουν οι αρχές του κράτους καταγωγής του ΔΟΕΕ.<sup>247</sup> Οι ΔΟΕΕ θα πρέπει επίσης, να διενεργούν προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων (stress testing), για τους κινδύνους που συνδέονται με τις επενδύσεις που πραγματοποιούνται από τους ΟΕΕ στο πλαίσιο της διαχείρισής τους, οι οποίες διενεργούνται με την κατάλληλη, τεκμηριωμένη, τακτικά επικαιροποιημένη και με τη δέουσα επιμέλεια, διαδικασία. Με τον τρόπο αυτόν, διασφαλίζεται ότι το προφίλ κινδύνου για το χαρτοφυλάκιο κάθε ΟΕΕ ξεχωριστά, περιγράφεται σωστά και αντιστοιχεί στο μέγεθος, τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου, την επενδυτική στρατηγική και τους στόχους του ΟΕΕ, όπως περιγράφονται στα καταστατικά έγγραφα και τα έγγραφα προσφοράς του οργανισμού.<sup>248</sup>

Για τους μικρούς μη μοχλευμένους ΟΕΕ, λόγω του αμελητέου συστημικού κινδύνου που μπορούν να προκαλέσουν, αρκούν μετρήσεις κινδύνου με ποιοτικά χαρακτηριστικά ανά διαστήματα, ανάλογα με την επενδυτική τους στρατηγική. Στους μεσαίου μεγέθους ΟΕΕ πρέπει να διενεργούν οι ΔΟΕΕ ανά μικρότερα χρονικά διαστήματα ελέγχους, χρησιμοποιώντας ποσοτικά κριτήρια μέτρησης, με συστήματα διαχείρισης κινδύνου εστιασμένα στην απόδοση των χαρτοφυλακίων.

Εν αντιθέσει στους μεγάλους ΟΕΕ θα πρέπει να γίνονται μετρήσεις βάσει χρήσης προηγμένων τεχνικών, σε ημερήσια βάση,<sup>249</sup> λόγω του μεγέθους τους και των τεράστιων συνεπειών που μπορεί να προκαλέσουν στο χρηματοοικονομικό σύστημα. Τα συστήματα διαχείρισης κινδύνου ορίζονται ως τα συστήματα που αποτελούνται από τα στοιχεία της οργανωτικής δομής του ΔΟΕΕ, από τα οποία καθορίζονται η λειτουργία διαχείρισης κινδύνου, οι πολιτικές και οι διαδικασίες

---

<sup>246</sup> Άρθρο 13 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>247</sup> Άρθρο 15 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>248</sup> Άρθρο 15 παρ. 3 στοιχεία β & γ της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>249</sup> Μούζουλας, Σ., (2015), *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα σ. 307-308

που συνδέονται με τη διαχείριση των κινδύνων που ενδέχεται να προκύψουν ως αποτέλεσμα της επενδυτικής στρατηγικής που ακολουθεί ο ΔΟΕΕ και τις ρυθμίσεις, τις διαδικασίες και τις τεχνικές που συνδέονται με την αναγνώριση, την παρακολούθηση και διαχείριση κινδύνου που εφαρμόζει ο διαχειριστής για κάθε ΟΕΕ που έχει υπό τη διαχείρισή του.<sup>250</sup> Για την αναγνώριση και διαχείριση των κινδύνων στους οποίους ενδέχεται να εκτεθεί ο ΟΕΕ, ο ΔΟΕΕ θα πρέπει:

1. να διασφαλίσει με τις αναγκαίες ρυθμίσεις, διαδικασίες και τεχνικές μέτρησης κινδύνου, ότι οι κίνδυνοι των θέσεων και η συνολική επίδρασή τους στο χαρτοφυλάκιο του ΟΕΕ, μετρώνται έγκυρα και αξιόπιστα βάσει των δεδομένων<sup>251</sup>
2. να διεξάγει περιοδικές αναδρομικές μετρήσεις κινδύνου, οι οποίες είναι απαραίτητες για την επανεξέταση της ορθότητας των ρυθμίσεων μέτρησης κινδύνων οι οποίοι περιλαμβάνουν προβλέψεις και εκτιμήσεις βάσει ειδικών μοντέλων<sup>252</sup>
3. να παρακολουθεί πιθανές αλλαγές στην κατάσταση των αγορών, που ενδέχεται να επηρεάσουν δυσμενώς τον ΟΕΕ και να πραγματοποιεί περιοδικά κατάλληλες προσομοιώσεις ακραίων καταστάσεων και αναλύσεις σεναρίων προς αντιμετώπιση των κινδύνων που μπορεί να ανακύψουν<sup>253</sup>
4. να διασφαλίζει ότι το τρέχον επίπεδο κινδύνου συμμορφώνεται με τα καθορισμένα<sup>254</sup> από τον ίδιο τον ΔΟΕΕ ποσοτικά ή ποιοτικά όρια κινδύνου που έχει θέσει σε προηγούμενο επίπεδο, τα οποία κατ' ελάχιστο καλύπτουν πιστωτικούς κινδύνους, κινδύνους ρευστότητας και αγοράς, τους κινδύνους αντισυμβαλλομένου και τους λειτουργικούς κινδύνους<sup>255</sup>
5. να θεσπίζει, να εφαρμόζει και να διατηρεί κατάλληλες διαδικασίες που θα επιτρέψουν στο διαχειριστή να λάβει έγκαιρα διορθωτικά μέτρα ως προς την

---

<sup>250</sup> Άρθρο 38 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>251</sup> Άρθρο 45 παρ. 3 στοιχείο α) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>252</sup> Άρθρο 45 παρ. 3 στοιχείο β) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>253</sup> Άρθρο 45 παρ. 3 στοιχείο γ) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>254</sup> Άρθρο 45 παρ. 3 στοιχείο δ) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>255</sup> Άρθρο 44 παρ. 2 του κανονισμού ΕΕ 231/2013



προστασία και το συμφέρον των επενδυτών, στην περίπτωση διαφαινόμενων ή πραγματικών παραβιάσεων των ορίων κινδύνου του ΟΕΕ<sup>256</sup>

6. να διασφαλίζει την χρήση κατάλληλων συστημάτων και διαδικασιών διαχείρισης ρευστότητας για κάθε υπό διαχείριση ΟΕΕ.<sup>257</sup> Οι ρυθμίσεις αυτές θα πρέπει να συνάδουν με το προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ που γνωστοποιείται στους επενδυτές. Θα πρέπει επίσης, να είναι ανάλογα με τη φύση, την κλίμακα και την πολυπλοκότητα των εργασιών του κάθε υπό διαχείριση ΟΕΕ και συνολικά του ΔΟΕΕ.<sup>258</sup>

Η ΕΑΚΑΑ επισημαίνει ότι «τα χαρακτηριστικά κινδύνου μπορεί να μεταβληθούν ραγδαία, καθώς οι αντιδράσεις των παραγόντων της αγοράς που δραστηριοποιούνται στο σύστημα μπορεί να επιφέρει αντανακλαστικά αποτελέσματα (feedback effects) και να οδηγήσει σε αλληλεπιδράσεις στο επίπεδο του συστήματος.»<sup>259</sup> Η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνου είναι βασική λειτουργία του ΔΟΕΕ, με συνεχή διάρκεια και ανεξαρτησία από τις άλλες επιχειρησιακές μονάδες του ΔΟΕΕ, κατά τη διαχείριση ενός ΟΕΕ. Σύμφωνα με την αιτιολογική σκέψη 21 και το άρθρο 6 παράγραφος 5 στοιχείο δ της ΟΔΟΕΕ, δεν επιτρέπεται ένας ΔΟΕΕ να παρέχει διαχείριση σε έναν ΟΕΕ αν δεν παρέχει και τη διαχείριση των κινδύνων.

Ο κανονισμός της ΕΕ 231/2013 έρχεται να συμπληρώσει την ΟΔΟΕΕ και επιβάλλει την παρακολούθηση σε συνεχή βάση, μέτρηση και διαχείριση των διαφόρων ειδών κινδύνων λαμβάνοντας έγκαιρα και κατάλληλα μέτρα. Ορίζει επιπλέον την υποχρέωση ενημέρωσης από τους λειτουργούς της διαχείρισης κινδύνων προς τα διευθυντικά στελέχη, τα ανώτερα στελέχη του ΔΟΕΕ καθώς και στους επενδυτές του κάθε ΟΕΕ. Ο ΔΟΕΕ οφείλει να καθιερώσει μόνιμη λειτουργία διαχείρισης κινδύνου, η οποία θα πρέπει να εξασφαλίζει τις δέουσες πολιτικές και διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου, ώστε να είναι σε θέση να εντοπίζει, να μετρά, να παρακολουθεί και να διαχειρίζεται διαρκώς και αποτελεσματικά όλους τους κινδύνους που μπορεί να προκύψουν, ως απόρροια της επενδυτικής στρατηγικής

<sup>256</sup> Άρθρο 45 παρ. 3 στοιχείο ε) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>257</sup> Άρθρο 45 παρ. 3 στοιχείο στ) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>258</sup> Άρθρο 45 παρ. 2 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>259</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.306

που ακολουθείται για τον κάθε ΟΕΕ.<sup>260</sup> Διασφαλίζει ότι το προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ που γνωστοποιείται στους επενδυτές είναι συνεπές με τα όρια κινδύνου που έχουν οριστεί, και παρακολουθεί τη συμμόρφωση του ΔΟΕΕ ως προς τα όρια αυτά. Όταν θεωρηθεί ότι το προφίλ κινδύνου ξεφεύγει από τα όρια κινδύνου ή εντοπίζεται ενδεχόμενο τέτοιας ασυνέπειας, τούτο πρέπει να γνωστοποιηθεί έγκαιρα στα διευθυντικά στελέχη και στην εποπτική λειτουργία του ΔΟΕΕ.<sup>261</sup>

Στο πλαίσιο της μόνιμης λειτουργίας της διαχείρισης κινδύνων, θα πρέπει να ενημερώνεται τακτικά το διευθυντικό στέλεχος του ΔΟΕΕ. Αναλόγως με τη φύση, την πολυπλοκότητα των χαρτοφυλακίων του ΟΕΕ, των στρατηγικών και των δραστηριοτήτων του ΔΟΕΕ, παρέχεται ενημέρωση και στην εποπτική λειτουργία για τα εξής: α) το κατά πόσο συμβαδίζει και συμμορφώνεται το προφίλ κινδύνου του ΟΕΕ που έχει γνωστοποιηθεί στους επενδυτές, σε σχέση με τα όρια κινδύνου που ορίζονται στο άρθρο 44 της ΟΔΟΕΕ και αναλύθηκαν παραπάνω β) την αποδοτικότητα, τη συμβατότητα και την επάρκεια των μέτρων αντιμετώπισης και πρόληψης κινδύνου που λαμβάνει το σύστημα διαχείρισης κινδύνου, καθώς και πληροφόρηση σχετικά με εναλλακτικά ή διορθωτικά μέτρα σε περίπτωση που εντοπίζονται σε τρέχοντα χρόνο αδυναμίες, ή μακροπρόθεσμα αν αναμένονται αδυναμίες στην αντιμετώπιση των κινδύνων.<sup>262</sup> Η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνων, αντλεί κατ' ευθείαν από τον κανονισμό ΕΕ 231/2013 την εξουσία και την πρόσβαση στις απαραίτητες πληροφορίες από τις υπόλοιπες επιχειρησιακές μονάδες του ΔΟΕΕ, ως προς την εκπλήρωση των καθηκόντων λειτουργίας της που αναλύθηκαν παραπάνω.<sup>263</sup>

### 3.7.3 Πολιτική διαχείρισης κινδύνων

Ο ΔΟΕΕ οφείλει να σχεδιάζει, να υλοποιεί και να εφαρμόζει πολιτική διαχείρισης κινδύνων για τον κάθε ΟΕΕ που διαχειρίζεται ξεχωριστά, η οποία είναι επαρκής και συνακόλουθη με την επενδυτική στρατηγική, το μέγεθος, και τη διάρθρωση του

<sup>260</sup> Άρθρο 39 παρ. 1 στοιχείο α) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>261</sup> Άρθρο 39 παρ. 1 στοιχεία α & β του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>262</sup> Άρθρο 39 παρ. 1 στοιχείο δ) του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>263</sup> Άρθρο 39 παρ. 2 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

χαρτοφυλακίου του κάθε ΟΕΕ, σύμφωνα με τους ενδεχόμενους κινδύνους στους οποίους μπορεί να εκτεθεί ο ΟΕΕ.<sup>264</sup> Η πολιτική έκθεσης κινδύνων που καταρτίζεται προκύπτει από επιμελή αξιολόγηση της έκθεσης σε κινδύνους, του κάθε ΟΕΕ<sup>265</sup> και θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει κατ' ελάχιστο: α) τον επιμερισμό των αρμοδιοτήτων της διαχείρισης κινδύνων εντός του ΔΟΕΕ, β) υπολογισμό των ορίων κινδύνου και στοιχειοθέτηση της ευθυγράμμισής τους με το προφίλ κινδύνων που έχει υποχρέωση ο διαχειριστής να γνωστοποιεί στους επενδυτές, γ) τις τεχνικές, τα εργαλεία και τις ρυθμίσεις που χρησιμοποιούν για την παρακολούθηση, μέτρηση και αξιολόγηση του κινδύνου ρευστότητας που αντιμετωπίζει ή μπορεί να αντιμετωπίσει ένας ΟΕΕ σε κανονικές και έκτακτες καταστάσεις, δ) τις τεχνικές, τις ρυθμίσεις και τα εργαλεία που χρησιμοποιεί ως προς τη συμμόρφωση με τα ορισμένα στο άρθρο 45 της ΟΔΟΕΕ, ε) τον καθορισμό του περιεχομένου, των όρων, τη συχνότητα και τον ορισμό των παραληπτών, στους οποίους θα υποβάλλεται η έκθεση κινδύνων.<sup>266</sup> Στην πολιτική διαχείρισης κινδύνων πρέπει να αναφέρονται, η φύση και περιγραφή των ενδεχομένων συγκρούσεων συμφερόντων, τα διορθωτικά μέτρα που θα ληφθούν σε αυτή την περίπτωση καθώς και να εμπεριέχεται αιτιολόγηση των λόγων, για τους οποίους η εφαρμογή των μέτρων αυτών εξασφαλίζει ανεμπόδιστη λειτουργία του συστήματος της διαχείρισης κινδύνων.<sup>267</sup> Η πολιτική διαχείρισης κινδύνων θα πρέπει να καταρτίζεται και να εφαρμόζεται από τον διαχειριστή, πάντα υπό την αρχή της αναλογικότητας σύμφωνα με τη φύση των δραστηριοτήτων, την πολυπλοκότητα της επενδυτικής στρατηγικής του ΔΟΕΕ και του χαρτοφυλακίου του υπό διαχείριση ΟΕΕ.<sup>268</sup>

Στην ΟΔΟΕΕ κατά το άρθρο 9, παράγραφος 7 και στοιχείο α, δημιουργείται η απαίτηση προς τους διαχειριστές να διατηρούν ένα πρόσθετο ποσό ίδιων κεφαλαίων προκειμένου να καλύψουν τους ενδεχόμενους κινδύνους ευθύνης που μπορεί να προκύψουν από επιχειρηματική αμέλεια. Απαιτείται επίσης, ο διαχειριστής να έχει ασφάλιση επαγγελματικής ευθύνης έναντι πιθανών ευθυνών

---

<sup>264</sup> Άρθρο 40 παρ. 1 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>265</sup> Άρθρο 40 παρ. 2 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>266</sup> Άρθρο 40 παρ. 3 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>267</sup> Άρθρο 40 παρ. 4 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>268</sup> Άρθρο 40 παρ. 5 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

που προκύπτουν λόγω επαγγελματικής αμέλειας.<sup>269</sup> Τα πρόσθετα ίδια κεφάλαια και η ασφάλιση επαγγελματικής ευθύνης στοχεύουν στον περιορισμό των αρνητικών συνεπειών για τους επενδυτές, είτε λόγω αποτυχίας του ΟΕΕ είτε λόγω επαγγελματικής αμέλειας του ΔΟΕΕ.

Η ΟΔΟΕΕ συγκριτικά, με την οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων MiFID και την οδηγία για τις κεφαλαιακές απαιτήσεις CRD, περιέχει ελαφρύτερες ρυθμιστικές κεφαλαιακές απαιτήσεις. Σε αντίθεση με τις άλλες δύο οδηγίες, η ΟΔΟΕΕ δεν απαιτεί από τους διαχειριστές να διενεργούν εσωτερική διαδικασία αξιολόγησης κεφαλαιακής επάρκειας (ICAAP) ή να κάνουν προσαρμογές για πιστωτικούς κινδύνους.<sup>270</sup> Κύριο μέλημα οφείλει να είναι, η εποπτεία και η παρακολούθηση του συστημικού κινδύνου, εξαλείφοντας φαινόμενα όπως οι συμπεριφορές «της αγέλης» από τα Funds ώστε να αποφευχθούν διαταραχές που θα μπορούσαν να πυροδοτήσουν νέες χρηματοοικονομικές κρίσεις.

### 3.8 Θεσμοθέτηση πολιτικής αμοιβών – Αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων

#### 3.8.1 Πολιτική αμοιβών

Πριν από την εισαγωγή της ΟΔΟΕΕ οι αποδοχές των διαχειριστών αμοιβαίων κεφαλαίων ήταν απλά θέμα διαπραγμάτευσης και συμφωνίας μεταξύ των διαχειριστών και τον επενδυτών. Ωστόσο, μετά την υιοθέτηση της ΟΔΟΕΕ έπαψαν να ισχύουν οι απλές συμβατικές διευθετήσεις και καθιερώθηκε ειδικό καθεστώς για τις αποδοχές στελεχών των ΔΟΕΕ. Οι πρακτικές των αμοιβών είναι πιθανό να διαδραματίσουν καθοριστικό ρόλο στη συμπεριφορά των στελεχών, που σχετίζονται με τη διαχείριση κινδύνων, και να οδηγήσουν σε αποφάσεις ή παραλείψεις που ενδεχομένως να εκθέσουν τον οργανισμό σε συστημικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο. Η καθιέρωση ειδικού καθεστώτος για τις αποδοχές των στελεχών των ΔΟΕΕ μπορεί να προστατεύσει τους επενδυτές και να

<sup>269</sup> Άρθρο 9 παρ. 7 στοιχείο β της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>270</sup> Duncan, Curtin, Grosignani, (2011), "Alternative regulation: Directive on alternative investment fund managers", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6 No.3, Oxford University Press, p. 355

χαλιναγωγήσει ενδεχόμενα κίνητρα των στελεχών να αναλάβουν ακραίους κινδύνους.<sup>271</sup> Ο ΔΟΕΕ υποχρεούται να καθορίσει την πολιτική αμοιβών του σύμφωνα με το παράρτημα ΙΙ της ΟΔΟΕΕ και με τις εξειδικεύσεις των κατευθυντήριων γραμμών της ΕΑΚΑΑ.

Στο παράρτημα ΙΙ καθορίζονται οι γενικές απαιτήσεις ευθυγράμμισης των αμοιβών με τη διαχείριση κινδύνου. Δεν επιτρέπεται στα στελέχη να επιλέγουν προσωπικές στρατηγικές αντιστάθμισης.<sup>272</sup> Το επαρκώς υψηλό μέρος των σταθερών αμοιβών των στελεχών, που ασχολούνται με τον τομέα της διαχείρισης κινδύνων, οδηγούν σε περιορισμό του ποσοστού των μεταβλητών αμοιβών.<sup>273</sup> Δεν επιτρέπονται πολιτικές αποδοχών που έχουν σαν παράπλευρο αποτέλεσμα την ανταμοιβή της αποτυχίας.<sup>274</sup> Τουλάχιστον το 50% της όποιας μεταβλητής αμοιβής πρέπει να περιλαμβάνει μερίδια, μετοχές ή άλλα περιουσιακά στοιχεία του ίδιου του ΟΕΕ αποσκοπώντας στην ευθυγράμμιση των κινήτρων και των συμφερόντων των στελεχών του ΔΟΕΕ, με τα συμφέροντα του ίδιου του ΔΟΕΕ και του ΟΕΕ, καθώς και τα συμφέροντα των επενδυτών.<sup>275</sup> Στα μέλη του προσωπικού που έχουν ως καθήκον τη διενέργεια ελέγχων, η αποζημίωσή τους υπολογίζεται βάσει της επίτευξης των τεθειμένων στόχων τους, ανεξάρτητα από τις επιδόσεις των ελεγχόμενων επιχειρηματικών τομέων.<sup>276</sup>

Οι κανόνες της ΕΑΚΑΑ δεν παράγουν τυπική δέσμευση στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του ΔΟΕΕ. Οι ΔΟΕΕ όταν δεν τις ακολουθούν υποχρεούνται μόνο σε αιτιολόγηση της μη συμμόρφωσής τους.<sup>277</sup> Αναγνωρίζεται στην αιτιολογική σκέψη 25 της ΟΔΟΕΕ, η δυνατότητα διαφοροποίησης κάθε διαχειριστή ως προς την εφαρμογή ορθής πολιτικής αμοιβών, με βάση την αναλογικότητα, ως προς το μέγεθος το ίδιου του ΔΟΕΕ και του κάθε ΟΕΕ που βρίσκεται υπό τη διαχείρισή του, τη φύση, την κλίμακα, την πολυπλοκότητα της

---

<sup>271</sup> Duncan, Curtin, Grosignani, (2011), "Alternative regulation: Directive on alternative investment fund managers", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6 No.3, Oxford University Press, p. 355-356

<sup>272</sup> Παράρτημα ΙΙ παράγραφος 1 στοιχείο ιζ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>273</sup> Παράρτημα ΙΙ παράγραφος 1 στοιχείο ι) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>274</sup> Παράρτημα ΙΙ παράγραφος 1 στοιχείο ια) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>275</sup> Παράρτημα ΙΙ παράγραφος 1 στοιχείο ιγ) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>276</sup> Παράρτημα ΙΙ παράγραφος 1 στοιχείο ε) της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>277</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.231-232

επενδυτικής θέσης του κάθε ΟΕΕ, και την εσωτερική οργάνωση του ΔΟΕΕ. Η πολιτική αποδοχών θα πρέπει να εφαρμόζεται με συνέπεια, προωθώντας την ορθή και αποτελεσματική διαχείριση κινδύνου και αποθαρρύνοντας την ανάληψη υψηλού ρίσκου και κινδύνων που δεν συνάδουν με το προφίλ κινδύνου των οργανισμών.<sup>278</sup> Το σύστημα αποδοχών της ΟΔΟΕΕ καλύπτει τα ανώτερα διοικητικά στελέχη, τα στελέχη που διαχειρίζονται τους κινδύνους, τα πρόσωπα που ασκούν λειτουργίες ελέγχου, και όσα στελέχη λαμβάνουν αμοιβές, ανάλογες σε ποσό, με αυτές των ανώτερων στελεχών. Τα προαναφερθέντα, καλύπτουν και τα τρίτα πρόσωπα στα οποία γίνεται ανάθεση των καθηκόντων της διαχείρισης επενδύσεων ή κινδύνων, κατά την έννοια της οδηγίας. Στην περίπτωση που η ανάθεση γίνεται σε φορέα ο οποίος δεν είναι εγκατεστημένος σε κράτος μέλος αλλά σε τρίτη χώρα, δεν μπορεί να έχει ισχύ η ΟΔΟΕΕ.

Για να μην υπάρχει κανονιστικό κενό και περιθώριο για αποφυγή των ρυθμίσεων ως προς τις αμοιβές των στελεχών που απασχολούνται στα προαναφερθέντα τμήματα, η ΕΑΚΑΑ εισήγαγε διάταξη, στην οποία απαιτείται από τον ΔΟΕΕ, να διασφαλίζει ότι υπόκειται η οντότητα, στην οποία έχει αναθέσει τις λειτουργίες διαχείρισης χαρτοφυλακίου ή κινδύνου, σε ρυθμίσεις ή συμβατικές διευθετήσεις που παράγουν ισοδύναμα αποτελέσματα με αυτά που καθορίζει η ΟΔΟΕΕ.<sup>279</sup>

### 3.8.2 Σύγκρουση συμφερόντων

Η ΟΔΟΕΕ απαιτεί από τους ΔΟΕΕ να εντοπίζουν και να προλαμβάνουν κάθε πιθανή σύγκρουση συμφερόντων που μπορεί να προκύψει κατά τη διαχείριση, λαμβάνοντας κάθε εύλογο μέτρο για την αποφυγή της. Εκ φύσεως του καθήκοντός της, η λειτουργία της διαχείρισης κινδύνου είναι πιθανό να εκτεθεί σε καταστάσεις σύγκρουσης συμφερόντων. Χρειάζεται να οριστούν δικλείδες ασφαλείας έναντι

---

<sup>278</sup> Άρθρο 13 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>279</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ. 236

των συγκρούσεων, ώστε να διευκολύνεται η ανεξάρτητη εκτέλεση των δραστηριοτήτων διαχείρισης κινδύνων.<sup>280</sup>

Στις διασφαλίσεις για την αποφυγή της σύγκρουσης συμφερόντων θα πρέπει να προκύπτουν τα εξής: α) η λήψη των αποφάσεων της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων, συμβαίνει κατόπιν αξιολόγησης αξιόπιστων δεδομένων τα οποία έχουν περάσει από έλεγχο από τη διαχείριση κινδύνων,<sup>281</sup> β) η αμοιβή των στελεχών της διαχείρισης κινδύνων συσχετίζεται με επίτευξη των στόχων της διαχείρισης κινδύνων και όχι με τις επιδόσεις των άλλων τομέων δραστηριότητας του ΔΟΕΕ,<sup>282</sup> γ) η λειτουργία διαχείρισης κινδύνου επανεξετάζεται κατάλληλα και ανεξάρτητα ώστε να εξασφαλίζεται η απρόσκοπτη λήψη των αποφάσεών της,<sup>283</sup> δ) η λειτουργία της διαχείρισης των κινδύνων εκπροσωπείται στα διευθυντικά ή εποπτικά όργανα, κατ' ελάχιστο με ίδιου επιπέδου εξουσία όπως της διαχείρισης χαρτοφυλακίων,<sup>284</sup> ε) τυχόν αντικρουόμενα καθήκοντα μεταξύ στελεχών ή λειτουργιών να διαχωρίζονται κατάλληλα.<sup>285</sup>

Η πολιτική για τις συγκρούσεις συμφερόντων που εφαρμόζεται από τον ΔΟΕΕ πρέπει να καθορίζεται γραπτώς λαμβάνοντας υπόψη όλες τις περιστάσεις και τις αλληλεπιδράσεις (με άλλους υπό διαχείριση ΟΕΕ, ενδο-ομιλικές, με επενδυτές, με αναδόχους ή τρίτα μέρη) κατά την άσκηση των δραστηριοτήτων του.<sup>286</sup> Κατά περίπτωση, θα πρέπει να προβαίνει σε γνωστοποίηση συγκεκριμένων συγκρούσεων με στόχο την αποτροπή της αρνητικής επίδρασής τους στα συμφέροντα των ΟΕΕ και των επενδυτών, και να διασφαλίζει την ίση και δίκαιη μεταχείριση μεταξύ των υπό τη διαχείρισή του ΟΕΕ.<sup>287</sup>

Οι διασφαλίσεις έναντι των συγκρούσεων συμφερόντων πρέπει να βασίζονται στην αναλογικότητα, τη φύση, την κλίμακα δραστηριοτήτων και την πολυπλοκότητα του κάθε ΔΟΕΕ, και να εγγυώνται ότι: α) θα γίνεται τακτική επανεξέταση της εύρυθμης

---

<sup>280</sup> Άρθρο 14 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>281</sup> Άρθρο 43 παρ. 1 στοιχείο α του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>282</sup> Άρθρο 43 παρ. 1 στοιχείο β του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>283</sup> Άρθρο 43 παρ. 1 στοιχείο γ του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>284</sup> Άρθρο 43 παρ. 1 στοιχείο δ του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>285</sup> Άρθρο 43 παρ. 1 στοιχείο ε του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>286</sup> Άρθρο 31 παρ. 1 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>287</sup> Μούζουλας, Σ., (2015) *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα, σ.228

λειτουργίας της διαχείρισης κινδύνου από τον εσωτερικό έλεγχο ή από ορισμένο τρίτο πρόσωπο,<sup>288</sup> β) στην περίπτωση που προβλέπεται επιτροπή κινδύνων, τα μη ανεξάρτητα μέλη ασκούν μόνο τη δέουσα επιρροή κατά την εκτέλεση της διαχείρισης κινδύνων.<sup>289</sup>

Η αποφυγή των ασυμβίβαστων καθηκόντων που επιφέρουν πιθανή σύγκρουση συμφερόντων αποτελεί, επομένως, βασική αιτία για τον διαχωρισμό του τομέα των επενδύσεων και του τομέα της διαχείρισης. Ο διαρθρωτικός διαχωρισμός των επενδύσεων και της διαχείρισης αυξάνει την προστασία των επενδυτών, προστατεύει τα συμφέροντα των ΟΕΕ και παράλληλα μειώνει τις πιθανές συγκρούσεις συμφερόντων.

---

<sup>288</sup> Άρθρο 43 παρ. 2 στοιχείο α του κανονισμού ΕΕ 231/2013

<sup>289</sup> Άρθρο 43 παρ. 2 στοιχείο β του κανονισμού ΕΕ 231/2013



## 4. ΘΕΜΑΤΟΦΥΛΑΚΕΣ

### 4.1 Διορισμός και καθήκοντα

Παραδοσιακά το χρηματοοικονομικό δίκαιο εξυπηρετεί την προστασία των επενδυτών, τη σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος και την ακεραιότητα της αγοράς.<sup>290</sup> Υπεύθυνος θεσμός για τη διαρκή συμμόρφωση με την νομοθεσία και τη φύλαξη των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ, υπό το πρίσμα της ΟΔΟΕΕ, είναι ο θεματοφύλακας. Βασική δραστηριότητα για την οποία πρέπει να διορισθεί θεματοφύλακας είναι η φύλαξη των περιουσιακών στοιχείων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ορίζεται ο υποχρεωτικός διορισμός ενός και μόνο θεματοφύλακα για τον κάθε ΟΕΕ,<sup>291</sup> ο οποίος οφείλει να επιτελείται μόνο μέσω γραπτής σύμβασης.<sup>292</sup> Με τη σύμβαση αυτή, αποδεικνύεται η θέση ευθύνης που καταλαμβάνει ο θεματοφύλακας έναντι των επενδυτών και του ίδιου του ΟΕΕ, ως προς τη διαφύλαξη των περιουσιακών στοιχείων και την εποπτεία των χρηματοροών του οργανισμού. Στη σύμβαση δηλώνεται ρητά ότι, οποιαδήποτε ανάθεση των καθηκόντων φύλαξης δεν μεταφέρει ή επηρεάζει την ευθύνη που φέρει ο θεματοφύλακας, εκτός και αν συνίσταται δικαίωμα απαλλαγής από την ευθύνη για τον θεματοφύλακα βάσει των αναφερόμενων παρακάτω<sup>293</sup>. Οι διατάξεις που περιλαμβάνονται στην οδηγία καθορίζουν το πλαίσιο για τον διορισμό και τη λειτουργία του θεματοφύλακα ως προς: α) τις επιλέξιμες οντότητες που μπορούν να διοριστούν ως θεματοφύλακες, β) το καθεστώς ανάθεσης, γ) τα καθήκοντα φύλαξης, δ) τα καθήκοντα εποπτείας, ε) τους όρους για επαναχρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων και στ) το καθεστώς ευθύνης του θεματοφύλακα.

Μόλις αναλάβει τα καθήκοντά του ο θεματοφύλακας, πρέπει θεσπίσει την αρμόζουσα εποπτική διαδικασία, λαμβάνοντας υπόψη τη φύση της οντότητας του ΟΕΕ, τη φύση του χαρτοφυλακίου, την πολυπλοκότητα των επενδυτικών στρατηγικών που επιλέγει ο ΔΟΕΕ και τους τύπους των περιουσιακών στοιχείων που

---

<sup>290</sup> Hooghiemstra S., (2018) "Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe", PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία, σ.316

<sup>291</sup> Άρθρο 21 παρ. 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>292</sup> Άρθρο 21 παρ. 2 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>293</sup> Ενότητα 4.5

θέτονται σε θεματοφυλακή. Ο εποπτικός σχεδιασμός πρέπει να αξιολογείται και να επικαιροποιείται συχνά.<sup>294</sup>

Οι επιλέξιμες οντότητες, για διορισμό ως θεματοφύλακες, είναι τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις επενδύσεων που εδρεύουν καταστατικά στην Ευρωπαϊκή Ένωση, καθώς και άλλες ειδικές κατηγορίες ιδρυμάτων που κρίνονται ως επιλέξιμα βάσει των ΟΔΟΕΕ και της οδηγίας για τους ΟΣΕΚΑ.<sup>295</sup> Ως θεματοφύλακας (depository) δεν μπορεί να θεωρηθεί μια εταιρεία που φυλάσσει περιουσιακά βάσει μιας συμφωνίας ασφάλειας.<sup>296</sup> Οι υπηρεσίες θεματοφυλακής είναι σύνηθες να ενσωματώνονται στο πεδίο δραστηριοτήτων των μεγάλων τραπεζών, οπότε είναι επόμενο να ελλοχεύει κίνδυνος για σύγκρουση συμφερόντων.

#### 4.2 Κριτήρια για την ανάληψη καθηκόντων θεματοφυλακής

Για τους ΟΕΕ εκτός ΕΕ ο θεματοφύλακας μπορεί να είναι πιστωτικό ίδρυμα ή οποιαδήποτε άλλη, επιλέξιμη σύμφωνα με την ΟΔΟΕΕ, οντότητα της ΕΕ ή τρίτης χώρας, υπό τον όρο ότι ο θεματοφύλακας υπόκειται σε αποτελεσματικό κανονιστικό πλαίσιο προληπτικής ρύθμισης, με επιβολή ελάχιστων ορίων κεφαλαιακών απαιτήσεων και καθεστώς εποπτείας, που τελικά θα επιφέρει και θα παράγει ισοδύναμο αποτέλεσμα με αυτό της Ένωσης.<sup>297</sup>

Ως προς το κράτος εγκατάστασης του θεματοφύλακα, για τους ΟΕΕ της ΕΕ απαιτείται ο θεματοφύλακας να είναι εγκατεστημένος στο κράτος μέλος καταγωγής του ΟΕΕ. Ενώ για ΟΕΕ εκτός ΕΕ, δίνεται η δυνατότητα ο θεματοφύλακας να είναι εγκατεστημένος στην τρίτη χώρα που είναι εγκατεστημένος ο ΟΕΕ ή στο κράτος μέλος καταγωγής του ΔΟΕΕ που διαχειρίζεται τον ΟΕΕ ή στο κράτος μέλος αναφοράς του εν λόγω ΔΟΕΕ.<sup>298</sup>

---

<sup>294</sup> Άρθρο 92 παρ. 1 του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>295</sup> Άρθρο 21 παρ. 3 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>296</sup> Duncan, Curtin, Grosignani, (2011), "Alternative regulation: Directive on alternative investment fund managers", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6 No.3, Oxford University Press, p.360

<sup>297</sup> Άρθρο 21 παρ. 3 & 6 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>298</sup> Άρθρο 21 παρ. 5 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

Για να αποκλείσει, μια δομική περίπτωση σύγκρουσης συμφερόντων, η οδηγία ορίζει ρητά ότι ο διαχειριστής του ΟΕΕ δεν μπορεί να ενεργεί και ως θεματοφύλακας του ιδίου ΟΕΕ. Επιπλέον αποκλείει τους βασικούς μεσίτες,<sup>299</sup> να ενεργούν ως αντισυμβαλλόμενοι σε έναν ΟΕΕ και να εκτελούν λειτουργίες θεματοφυλακής για τον συγκεκριμένο ΟΕΕ, εκτός αν έχει συμβεί σαφής λειτουργικός και ιεραρχικός διαχωρισμός των λειτουργιών της θεματοφυλακής και της μεσιτείας, καθώς και να έχει προχωρήσει ο βασικός μεσίτης στην αναγνώριση, διαχείριση, παρακολούθηση και γνωστοποίηση των πιθανών συγκρούσεων συμφερόντων στους επενδυτές του ΟΕΕ.<sup>300</sup>

Ένα «υγιές» χρηματοπιστωτικό σύστημα προϋποθέτει την προστασία των επενδυτών, των οποίων τα συμφέροντα είναι επιρρεπή σε κινδύνους που προκύπτουν από ασυμμετρίες πληροφοριών, σύγκρουση συμφερόντων και ενδεχόμενες δόλιες πρακτικές. Η ΟΔΟΕΕ επιβάλλει υποχρεώσεις στους θεματοφύλακες, όπως η διασφάλιση της σωστής παρακολούθησης των ταμειακών ροών του ΟΕΕ, φερεγγυότητα ως προς την είσπραξη των πληρωμών από ή για λογαριασμό των επενδυτών κατά την εγγραφή μεριδίων ή μετοχών του ΟΕΕ, και να εξασφαλίζεται η ορθή καταχώριση των μετρητών του ΟΕΕ σύμφωνα με τα οριζόμενα στην οδηγία.<sup>301</sup> Ο ΔΟΕΕ οφείλει να παρέχει κατά την ανάληψη των καθηκόντων του θεματοφύλακα και σε διαρκή βάση, στον θεματοφύλακα όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για τους λογαριασμούς μετρητών που υφίστανται ή δημιουργούνται, για λογαριασμό του ΟΕΕ, έτσι ώστε να παρακολουθούνται ορθά και σε συνεχή βάση οι ταμειακές ροές.<sup>302</sup>

---

<sup>299</sup> Οι βασικές υπηρεσίες μεσιτείας περιλαμβάνουν: εισαγωγή ή άντληση κεφαλαίου, χρηματοδότηση αρχικής επένδυσης, φύλαξη, εκτέλεση συναλλαγών, διακανονισμοί, πρόσβαση σε αγορές και προϊόντα, έρευνα και παροχή πληροφοριών για αγορές και προϊόντα, διαχείριση λογαριασμών, λογιστική διαχείρισή και διαχείριση κινδύνων.

<sup>300</sup> Άρθρο 21 παρ. 4 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>301</sup> Άρθρο 21 παρ. 7 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>302</sup> Άρθρο 85 του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

### 4.3 Κανόνες για ασφαλή φύλαξη

Βάσει της οδηγίας θα πρέπει να γίνει ανάθεση των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ ή του ΔΟΕΕ σε θεματοφύλακα. Τα χρηματοοικονομικά μέσα που μπορούν να τεθούν σε θεματοφυλακή, πρέπει να είναι καταχωρημένα στο βιβλίο του θεματοφύλακα σε χωριστό λογαριασμό για τον εν λόγω ΟΕΕ ή ΔΟΕΕ.<sup>303</sup> Ο θεματοφύλακας θα πρέπει να βεβαιωθεί ότι τα χρηματοοικονομικά μέσα που χρήζουν καταχώρισης, είναι με ορθό τρόπο καταχωρημένα σύμφωνα με τις διατάξεις της ΟΔΟΕΕ.<sup>304</sup> Τα αρχεία και οι λογαριασμοί τηρούνται με τρόπο που διασφαλίζεται η ακρίβειά τους και η ορθή αντιστοίχιση των καταγεγραμμένων με τα πραγματικά στοιχεία που κατέχει ο θεματοφύλακας στο «όνομα» του ΟΕΕ.<sup>305</sup> Στην περίπτωση της ανάθεσης της λειτουργίας της θεματοφυλακής, ο θεματοφύλακας υποχρεούται σε διενέργεια τακτικής συμφωνίας των λογαριασμών και των αρχείων του, με τα αντίστοιχα που διατηρεί το τρίτο μέρος.<sup>306</sup> Ενεργεί πάντα, με τη μέγιστη επιμέλεια και προσοχή ως προς τα χρηματοοικονομικά μέσα που βρίσκονται σε φύλαξη, με σκοπό την παροχή υψηλού επιπέδου προστασίας των επενδυτών.<sup>307</sup> Οι πιθανοί κίνδυνοι που μπορεί να ανακύψουν, σε σχέση με τη λειτουργία της θεματοφυλακής, παρακολουθούνται και αξιολογούνται ανά πάσα στιγμή και γνωστοποιούνται στον ΔΟΕΕ.<sup>308</sup> Θα πρέπει ο θεματοφύλακας να καταβάλει διαρκώς προσπάθεια, καθορίζοντας τις κατάλληλες οργανωτικές ρυθμίσεις, για να ελαχιστοποιεί τον κίνδυνο απομείωσης ή απώλειας των χρηματοοικονομικών μέσων ή των δικαιωμάτων που έχουν τεθεί σε θεματοφυλακή, αποσκοπώντας στην εξάλειψη των κινδύνων για τα περιουσιακά στοιχεία του ΟΕΕ που προκύπτουν λόγω απάτης, κακής διαχείρισης, μη ορθής καταχώρισης ή και αμέλειας.<sup>309</sup> Οφείλει να επαληθεύει την κυριότητα των περιουσιακών στοιχείων του ΟΕΕ ή του ΔΟΕΕ.<sup>310</sup>

<sup>303</sup> Άρθρο 21 παρ. 8 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>304</sup> Βάσει των οριζόμενων στο άρθρο 21 παράγραφος 8 στοιχείο α της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>305</sup> Άρθρο 89 παρ. 1 στοιχείο β του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>306</sup> Άρθρο 89 παρ. 1 στοιχείο γ του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>307</sup> Άρθρο 89 παρ. 1 στοιχείο δ του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>308</sup> Άρθρο 89 παρ. 1 στοιχείο ε του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>309</sup> Άρθρο 89 παρ. 1 στοιχείο στ του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>310</sup> Άρθρο 89 παρ. 1 στοιχείο ζ του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

Οποιαδήποτε ανάθεση των καθηκόντων φύλαξης δεν πρέπει να θίγει τις ανωτέρω απαιτήσεις και συνεχίζει ο θεματοφύλακας να διασφαλίζει τη συμμόρφωση ως προς τα οριζόμενα.<sup>311</sup>

#### 4.4 Υποχρεώσεις γνωστοποίησης στις αρμόδιες εποπτικές αρχές

Η οδηγία ορίζοντας πλαίσιο απαιτήσεων για τους θεματοφύλακες, αποσκοπεί στον άμεσο εντοπισμό και την καλύτερη παρακολούθηση συστημικών κινδύνων μέσω και των θεματοφυλάκων. Οι πληροφορίες που συλλέγονται κατά τη λειτουργία της θεματοφυλακής, πρέπει να γνωστοποιούνται στις αρμόδιες εποπτικές αρχές μετά από σχετικό αίτημά τους. Στην περίπτωση που οι αρμόδιες εποπτικές αρχές του ΔΟΕΕ είναι διαφορετικές από τις εποπτικές αρχές για τον θεματοφύλακα, τότε θα πρέπει να γίνεται άμεσα η ανταλλαγή των πληροφοριών μεταξύ των αρχών.<sup>312</sup>

Ο θεματοφύλακας οφείλει να διενεργεί ελέγχους όλων των κινήσεων των ταμειακών ροών του ΔΟΕΕ, ακόμα και σε καθημερινή βάση ή όποτε μια κίνηση χρήζει ιδιαίτερης προσοχής και ελέγχου. Παρακολουθεί ενδελεχώς τα αποτελέσματα των ελέγχων, και μεριμνά σε διαρκή βάση για την ταύτιση των αποτελεσμάτων των ελέγχων με αυτά που τηρεί ο ίδιος στα αρχεία του, και αν διαπιστωθούν τυχόν αποκλίσεις ή παρατυπίες πρέπει άμεσα να ενημερώσει τον ΔΟΕΕ για να προβεί στις απαραίτητες ρυθμίσεις. Στην περίπτωση που δεν διενεργήσει ο ΔΟΕΕ τις αρμόζουσες διορθωτικές κινήσεις, τότε ο θεματοφύλακας οφείλει να ενημερώσει τις αρμόδιες εποπτικές αρχές.<sup>313</sup>

---

<sup>311</sup> Άρθρο 89 παρ. 2 του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>312</sup> Άρθρο 21 παρ. 16 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>313</sup> Άρθρο 86 στοιχεία β & ε του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

#### 4.5 Ευθύνη θεματοφύλακα – Ανάθεση λειτουργιών σε τρίτο μέρος

Η AIFMD έχει εισάγει την υποχρέωση εγγύησης του θεματοφύλακα, ο οποίος θεωρείται κατά αυτή, πλήρως υπεύθυνος για απώλεια χρηματοοικονομικών μέσων σε όλη την αλυσίδα φύλαξης.<sup>314</sup> Ο θεματοφύλακας ευθύνεται για ζημιές έναντι του ΟΕΕ ή των επενδυτών του, εάν οι ζημιές αυτές προκύπτουν από αμέλεια του ή εκ προθέσεως παράλειψή του ως προς την εκπλήρωση των καθηκόντων του.<sup>315</sup>

Ωστόσο ο θεματοφύλακας δεν θα ευθύνεται εάν είναι σε θέση να αποδείξει ότι οι ζημιές ή οι απώλειες προέκυψαν ως αποτέλεσμα ενός εξωτερικού γεγονότος, πέρα από τον εύλογο έλεγχο του οι συνέπειες του οποίου θα ήταν αναπόφευκτες παρ' όλες τις εύλογες προσπάθειες για το αντίθετο.<sup>316</sup>

Εάν ο θεματοφύλακας έχει αναθέσει τις υπηρεσίες του σε τρίτο, θα πρέπει να διασφαλίζει ότι το τρίτο μέρος συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις της φύλαξης και ότι τα χρηματοοικονομικά μέσα των πελατών του προστατεύονται από οποιαδήποτε αφερεγγυότητα του τρίτου μέρους.<sup>317</sup>

Συμπερασματικά, η AIFMD απαιτεί την ύπαρξη ενός παρεμβατικού θεματοφύλακα, αποδίδοντάς του βασικό ρόλο στην προστασία των περιουσιακών στοιχείων των επενδυτών. Εκτός από τις υπηρεσίες φύλαξης, του αποδίδει εποπτικό ρόλο και κατοχή επενδυτικών κεφαλαίων. Επομένως, ο θεματοφύλακας γίνεται το σημείο επαφής για τη ροή των κεφαλαίων από και προς τους επενδυτές, μειώνοντας την πρόσβαση του ΔΟΕΕ στα περιουσιακά στοιχεία, παρέχοντας μεγαλύτερη ασφάλεια στις συναλλαγές που πραγματοποιούνται, για τους επενδυτές και την χρηματοπιστωτική σταθερότητα της αγοράς. Εν τέλει, τόσο ο διαχειριστής όσο και ο θεματοφύλακας επιβλέπουν ο ένας τη δραστηριότητα του άλλου, αποτελώντας τον νομικό δεσμό μεταξύ του ΔΟΕΕ και των επενδυτών.<sup>318 319</sup>

<sup>314</sup> Hooghiemstra S., (2018) "Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe", PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία, σ.327

<sup>315</sup> Άρθρο 21 παρ. 12 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>316</sup> Άρθρο 21 παρ. 12 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>317</sup> Άρθρο 99 παράγραφος 2 του Κανονισμού της ΕΕ 231/2013

<sup>318</sup> Hooghiemstra S., (2018) "Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe", PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία σ.346

<sup>319</sup> Βλέπε ενότητα 2.1.2 Επενδυτικό τρίγωνο

## 5. ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΔΙΑΒΑΤΗΡΙΟΥ - ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΠΡΟΩΘΗΣΗ, ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΟΕΕ

### 5.1 Πορεία προς την αμοιβαία αναγνώριση και το ευρωπαϊκό διαβατήριο

Η πρόσβαση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων σε χρηματοπιστωτική αγορά κράτους μέλους της ένωσης, περιοριζόταν από τους κανόνες που έθετε το κράτος μέλος, οι οποίοι κατά κανόνα ήταν πιο απαιτητικοί συγκριτικά με τους επενδυτικούς οργανισμούς που δραστηριοποιούνταν ήδη στην εν λόγω αγορά. Από τα μέσα της δεκαετίας του '90 αναπτύχθηκε η «αμοιβαία αναγνώριση» μεταξύ των κρατών μελών, κατά την οποία οι φορείς που δραστηριοποιούνται στις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, εφόσον πληρούν τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την οικονομική δραστηριότητά τους σε ένα κράτος μέλος της ένωσης, λαμβάνουν Ευρωπαϊκό διαβατήριο και κάνοντας χρήση αυτού, μπορούν να αποκτήσουν πρόσβαση στις αγορές των άλλων κρατών μελών.<sup>320</sup>

### 5.2 Το καθεστώς του ευρωπαϊκού διαβατηρίου

Με την εισαγωγή του καθεστώτος του διαβατηρίου στον ευρωπαϊκό οικονομικό χώρο, η χρηματοπιστωτική αγορά, ως προς τη νομική της φύση, καθίσταται λειτουργικά ως μια ενιαία αγορά. Το διαβατήριο παρέχεται μόνο για τις δραστηριότητες που βρίσκονται υπό το πρίσμα του κανονιστικού πλαισίου της ΕΕ (διαχείριση και εμπορική προώθηση) και εποπτεύονται από το κράτος μέλος καταγωγής. Με το καθεστώς διαβατηρίου αποσκοπείται η δημιουργία πρόσβασης των μερών της χρηματοπιστωτικής αγοράς σε κάθε κράτος μέλος με ίσους όρους ανταγωνισμού. Θα ισχύει το ίδιο νομικό καθεστώς σε όλα τα κράτη μέλη και όλα τα

---

<sup>320</sup> Wymeersch, E., (2019), *Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union*, EBI Working Paper Series no.36, European Banking Institute, p.4  
Διαθέσιμο: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3360540](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3360540)

μέρη που συμμετέχουν στην αγορά θα μπορούν να αναμένουν να έχουν την ίδια προστασία με αυτή που λαμβάνουν στο κράτος καταγωγής τους.<sup>321</sup>

Ο νομοθέτης της ΟΔΟΕΕ προσπαθώντας να επιτύχει την καλύτερη δυνατή εναρμόνιση και ρύθμιση, αποδεχόμενος την έλλειψη προηγούμενης εμπειρίας και ρύθμισης του τομέα της διαχείρισης ΟΕΕ εκτός ΕΕ από ΔΟΕΕ της ΕΕ, καθώς και για τους ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ που δραστηριοποιούνται στην ΕΕ, προέβλεψε μηχανισμό επανεξέτασης ως προς το καθεστώς του διαβατηρίου. Μετά την καταληκτική ημερομηνία ενσωμάτωσης της οδηγίας στο εθνικό δίκαιο των κρατών μελών, έχοντας λάβει υπόψη τη σχετική συμβουλή που θα έχει εκδοθεί από την ΕΑΚΑΑ, θα υπάρξει μεταβατική περίοδος δύο ετών, με την έκδοση κατ' εξουσιοδότηση πράξης της Επιτροπής. Με τη λήξη της διετούς μεταβατικής περιόδου, σκοπός είναι να εφαρμόζεται εναρμονισμένο καθεστώς διαβατηρίου, κατά το οποίο οι εγκεκριμένοι ΔΟΕΕ της ΕΕ θα μπορούν να εμπορεύονται ΟΕΕ εκτός ΕΕ στα κράτη μέλη, και ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ θα έχουν τη δυνατότητα διαχείρισης ή/και εμπορίας ΟΕΕ στην Ένωση.<sup>322</sup>

<sup>323</sup> Μετά την πάροδο της διετούς αυτής περιόδου, προβλέφθηκε περίοδος τριών ετών (έως το 2018), κατά την οποία θα συνυπάρχουν το διαβατήριο και τα εθνικά καθεστώτα ιδιωτικής τοποθέτησης.<sup>324</sup> Με γνωμοδότηση της ΕΑΚΑΑ σχετικά με τη λειτουργία του διαβατηρίου και του καθεστώτος ιδιωτικής τοποθέτησης, η Επιτροπή θα λάβει απόφαση για την ημερομηνία περάτωσης των καθεστώτων ιδιωτικής τοποθέτησης.<sup>325</sup>

Το καθεστώς του διαβατηρίου δεν είναι δυνατό να προσφέρεται σε ιδιώτες επενδυτές. Ένας εξουσιοδοτημένος ΔΟΕΕ σε ένα κράτος μέλος κάνοντας χρήση του καθεστώτος διαβατηρίου, θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως εξουσιοδοτημένο νομικό πρόσωπο και σε κάθε άλλο ενωσιακό κράτος που μπορεί να ασκεί τη διαχείριση ΟΕΕ ή/και την προώθηση των επενδυτικών προϊόντων του αποκλειστικά σε επαγγελματίες επενδυτές.<sup>326</sup> Με την προϋπόθεση ότι ένας ΔΟΕΕ της ΕΕ

---

<sup>321</sup> Ό.π.

<sup>322</sup> Αιτιολογική σκέψη 4 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>323</sup> Αιτιολογική σκέψη 62 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>324</sup> Λεπτομερής ανάλυση στην ενότητα

<sup>325</sup> Αιτιολογική σκέψη 90 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>326</sup> Duncan, Curtin, Grosignani, (2011), "Alternative regulation: Directive on alternative investment fund managers", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6 No.3, Oxford University Press, p. 327



συμμορφώνεται προς τις διατάξεις της οδηγίας μπορεί να κάνει χρήση του διαβατηρίου και να προωθήσει εμπορικά ΟΕΕ της ΕΕ, στον χώρο της Ένωσης, χωρίς αυτό να αποκλείει ή να θίγει τους μικρούς ΔΟΕΕ (οι οποίοι βρίσκονται κάτω από τα ελάχιστα όρια ένταξης στο πλαίσιο της ΟΔΟΕΕ) να προωθούν εμπορικά τους ΟΕΕ σύμφωνα με τις εθνικές διατάξεις του κάθε κράτους μέλους.<sup>327</sup>

Το σκεπτικό της ενοποίησης της ευρωπαϊκής επενδυτικής αγοράς είναι ότι αναμένεται να μειωθούν τα διαχειριστικά κόστη και να αυξηθεί η ποικιλία των επενδυτικών προϊόντων, στα οποία δίνεται πρόσβαση και στις μικρές χώρες της Ένωσης. Η πρόσβαση στην ευρωπαϊκή αγορά για τους διαχειριστές λειτουργεί και ως αντισταθμιστικό μέτρο, της αυστηρής ρύθμισης που επιβάλλεται με την ΑΙΦΜΔ.<sup>328</sup> Οι ρυθμιστικές αρχές της ένωσης έχοντας επίγνωση ότι μόνο η επιβολή αυστηρών απαιτήσεων και ευθυνών θα επιφέρει ως αποτέλεσμα την μετεγκατάσταση του επενδυτικού κεφαλαίου από την Ευρώπη σε υπεράκτιες χώρες με πιο ελκυστικά ρυθμιστικά καθεστώτα, προσφέρει οφέλη μέσω και του συστήματος του διαβατηρίου στην προσπάθειά τους για ισορροπία. Το διαβατήριο δίνεται στον ΔΟΕΕ είτε για διασυνοριακή εμπορική προώθηση είτε για διαχείριση ΟΕΕ σε διασυνοριακή βάση. Στοχεύει στην οικονομική ανάπτυξη, καταργώντας τα εμπόδια στις διασυνοριακές υπηρεσίες. Όμως, το ευρωπαϊκό διαβατήριο χωρίς επαρκές ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο, μπορεί να επιτρέψει στις αδυναμίες της εσωτερικής αγοράς κράτους μέλους να επιφέρουν αρνητικές επιπτώσεις σε άλλο κράτος μέλος.<sup>329</sup>

### 5.3 Διασυνοριακή διαχείριση ΟΕΕ

Όπως προαναφέρθηκε, ένας Διαχειριστής Οργανισμού Εναλλακτικών Επενδύσεων εξ' ορισμού και κατ' ελάχιστο ασκεί τη λειτουργία διαχείρισης επενδύσεων χωρίς

---

<sup>327</sup> Αιτιολογική σκέψη 59 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>328</sup> Zetzsche, D. A., (2017), *The Anatomy of European Investment Fund Law*, p.30

διαθέσιμο SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2951681>

<sup>329</sup> Hooghiemstra S., (2018) "Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe", PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία, σ. 319

απαραιτήτως να εκτελεί και τη λειτουργία της εμπορικής προώθησης μεριδίων και μετοχών του ΟΕΕ.<sup>330</sup>

### 5.3.1 Διαχείριση ΟΕΕ της ΕΕ σε άλλο κράτος μέλος

Δύναται ένας εγκεκριμένος ΔΟΕΕ της ΕΕ να διαχειρίζεται άμεσα ή μέσω ίδρυσης υποκαταστήματος, ΟΕΕ της ΕΕ που είναι εγκατεστημένος σε άλλο κράτος μέλος, το οποίο ορίζεται ως κράτος υποδοχής<sup>331</sup>. Έχοντας λάβει άδεια (από το κράτος μέλος καταγωγής του) για τη διαχείριση ΟΕΕ εγκατεστημένο σε άλλο κράτος μέλος, οφείλει να γνωστοποιήσει στις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του α) το άλλο κράτος μέλος στο οποίο προτίθεται να διαχειριστεί ΟΕΕ, β) τους εν λόγω ΟΕΕ, γ) καθώς και ποιες υπηρεσίες διαχείρισης θα παρέχει στους οργανισμούς. Εάν σκοπεύει να υλοποιήσει τη διαχείριση στο κράτος μέλος μέσω ίδρυσης υποκαταστήματος θα πρέπει να γνωστοποιήσει, πάντα στο κράτος μέλος καταγωγής του, τα πλήρη στοιχεία του υποκαταστήματος, της διαχειριστικής δομής του και τα στοιχεία των υπεύθυνων προσώπων.<sup>332</sup>

### 5.3.2 Διαχείριση ΟΕΕ κράτους μέλους της ΕΕ άλλο από το κράτος μέλος αναφοράς του ΔΟΕΕ τρίτης χώρας

Δύναται, βάσει της οδηγίας, ΔΟΕΕ τρίτης χώρας να έχει υπό την διαχείρισή του ΟΕΕ, εγκατεστημένο σε κράτος της ένωσης, διαφορετικό από το κράτος μέλος αναφοράς του ΔΟΕΕ. Η διαχείριση μπορεί να διενεργηθεί από τον εγκεκριμένο ΔΟΕΕ είτε άμεσα είτε με την ίδρυση υποκαταστήματος στο κράτος μέλος που προτίθεται να διαχειριστεί τον ΟΕΕ. Ο ΔΟΕΕ οφείλει να γνωστοποιήσει στις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του: α) το άλλο κράτος μέλος στο οποίο προτίθεται να

---

<sup>330</sup> Παράρτημα 1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>331</sup> ως κράτος μέλος υποδοχής εννοείται α) το κράτος, εκτός του κράτους μέλους καταγωγής του ΔΟΕΕ, στο οποίο ΔΟΕΕ της ΕΕ ή εκτός ΕΕ, θα διαχειρίζεται ΟΕΕ της ΕΕ, β) ή το κράτος, εκτός του κράτους μέλους καταγωγής του ΔΟΕΕ, στο οποίο ΔΟΕΕ της ΕΕ προωθεί εμπορικά ΟΕΕ της ΕΕ ή εκτός ΕΕ. γ) ή το κράτος, εκτός του κράτους μέλους αναφοράς (αναφοράς επειδή πρόκειται για ΔΟΕΕ τρίτης χώρας) του ΔΟΕΕ, στο οποίο ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ προωθεί εμπορικά ΟΕΕ εντός ή εκτός ΕΕ.

<sup>332</sup> Άρθρο 33 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

διαχειριστεί ΟΕΕ, β) τους εν λόγω ΟΕΕ, γ) καθώς και ποιες υπηρεσίες διαχείρισης θα παρέχει στους οργανισμούς. Εάν σκοπεύει να υλοποιήσει τη διαχείριση στο κράτος μέλος μέσω ίδρυσης υποκαταστήματος θα πρέπει να γνωστοποιήσει, πάντα στο κράτος μέλος καταγωγής του, τα πλήρη στοιχεία του υποκαταστήματος, της διαχειριστικής δομής του και τα στοιχεία των υπεύθυνων προσώπων.<sup>333</sup>

### 5.3.3 Διαχείριση ΟΕΕ εκτός ΕΕ σε Τρίτη χώρα

Ένας ΔΟΕΕ της ΕΕ μπορεί να επιτελεί τη διαχείριση ΟΕΕ τρίτης χώρας χωρίς να κάνει το μάρκετινγκ του οργανισμού στην ένωση. Για τη δυνατότητα αυτή, πέραν των λοιπών απαιτήσεων της ΟΔΟΕΕ, πρέπει να εξασφαλίζεται μεταξύ των αρχών του κράτους μέλους καταγωγής του ΔΟΕΕ και των αρμόδιων εποπτικών αρχών της τρίτης χώρας, η κατάλληλη συνεργατική σχέση με ελάχιστο σκοπό την ανταλλαγή των απαραίτητων πληροφοριών.<sup>334</sup>

Για την εναρμονισμένη και γόνιμη συνεργασία των εποπτικών αρχών του κράτους μέλους με τις αντίστοιχες τρίτης χώρας, θα πρέπει οι όροι και οι ρυθμίσεις της συνεργασίας να συνάπτονται γραπτώς, ώστε να ορίζεται και να εξειδικεύεται το πλαίσιο που θα καλύπτει όλα τα πιθανά ενδεχόμενα που μπορεί να κληθούν οι εποπτικές αρχές των κρατών να εντοπίσουν και να διαχειριστούν, μέσω συστηματικής ανταλλαγής πληροφοριών και διαβούλευσης. Απαραίτητα πρέπει να ορίζεται στη γραπτή σύμβαση η ειδική ρήτρα, που υποχρεώνει την ενωσιακή εποπτική αρχή να κοινοποιεί τις πληροφορίες που λαμβάνει από την τρίτη χώρα στην ΕΑΚΑΑ, στο ΕΣΣΚ και σε άλλες ενωσιακές αρχές που πρέπει να είναι ενήμερες, σύμφωνα με τα οριζόμενα στην ΟΔΟΕΕ.<sup>335</sup>

---

<sup>333</sup> Άρθρο 41 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>334</sup> Άρθρο 34 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>335</sup> Άρθρο 113 του κανονισμού ΕΕ 231/2013

Η οδηγία πλαισιώνει και ρυθμίζει τις σχέσεις συνεργασίας με τρίτες χώρες, και αυτό αναμένεται να προστατεύσει την αγορά της Ένωσης και το επενδυτικό κοινό, χωρίς να αυξηθούν υπέρμετρα και ατελέσφορα τα κόστη συμμόρφωσης και ρύθμισης.<sup>336</sup>

## 5.4 Εμπορική προώθηση ΟΕΕ

### 5.4.1 Προώθηση μεριδίων ή μετοχών ΟΕΕ

Ως εμπορική προώθηση κατά την οδηγία 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».<sup>337</sup> Η έννοια της προώθησης βάσει της οδηγίας, εξειδικεύει και καθορίζει την απαραίτητη ύπαρξη του νομικού προσώπου ΔΟΕΕ, ως ενδιάμεσου μεταξύ του ΟΕΕ και των επενδυτών, και διαχωρίζει κατά μία έννοια την άντληση των επενδυτικών κεφαλαίων είτε μέσω της εμπορικής προώθησης από τον ΔΟΕΕ που πλαισιώνεται από τις ρυθμίσεις της οδηγίας, είτε μέσω της διάθεσης ή πώλησης των επενδυτικών μεριδίων στους επενδυτές από άλλες οντότητες ή παρόχους. Διάθεση ή πώληση μεριδίων ΟΕΕ που πραγματοποιείται με πρωτοβουλία των επενδυτών ή μέσω ενδιάμεσης άλλης οντότητας πέραν του ΔΟΕΕ δεν νοείται και εμπορική προώθηση.

### 5.4.2 Εμπορική προώθηση ΟΕΕ της ΕΕ, στην Ένωση

Στο πλαίσιο της ΟΔΟΕΕ, δίνεται το δικαίωμα να προωθούνται εμπορικά στην ένωση, ΟΕΕ της ΕΕ από διαχειριστές της ΕΕ που έχουν λάβει άδεια βάσει της οδηγίας.<sup>338</sup> Ο

---

<sup>336</sup> Duncan, Curtin, Grosignani, (2011), "Alternative regulation: Directive on alternative investment fund managers", *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6 No.3, Oxford University Press, p. 350

<sup>337</sup> Άρθρο 4 παρ. 1 στοιχείο κδ της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>338</sup> υπό τον όρο, αν πρόκειται για τροφοδοτικό ΟΕΕ, ότι και ο κύριος ΟΕΕ είναι επίσης της ΕΕ υπό τη διαχείριση ΔΟΕΕ της ΕΕ. Ως «τροφοδοτικός ΟΕΕ» χαρακτηρίζεται ο ΟΕΕ ο οποίος (α) επενδύει τουλάχιστον 85% των περιουσιακών του στοιχείων σε μερίδια άλλου ΟΕΕ (κύριος ΟΕΕ), ή (β) επενδύει τουλάχιστον 85% των περιουσιακών του στοιχείων σε περισσότερους του ενός κύριους ΟΕΕ, εφόσον αυτοί οι κύριοι ΟΕΕ έχουν ταυτόσημες επενδυτικές στρατηγικές, ή (γ) έχει κατ' άλλο

ΔΟΕΕ οφείλει να κοινοποιήσει όλα τα απαραίτητα έγγραφα και πληροφορίες στις αρμόδιες αρχές του κράτους μέλους καταγωγής του, σχετικά με κάθε ΟΕΕ που έχει σκοπό να προωθήσει, καθώς και στα άλλα κράτη μέλη υποδοχής που προτίθεται να προωθήσει μετοχές ή εμπορικά μερίδια ΟΕΕ. Εφόσον ,του κοινοποιηθεί από το κράτος μέλος καταγωγής του, ότι δίνουν έγκριση<sup>339</sup> ή/και πραγματοποιήθηκε η διαβίβαση των απαραίτητων στοιχείων στα εμπλεκόμενα κράτη μέλη, μπορεί τότε να πραγματοποιήσει την εμπορική προώθηση.<sup>340</sup>

#### 5.4.3 Εμπορική προώθηση στην Ένωση ΟΕΕ εκτός ΕΕ, διαχειριζόμενοι από ΔΟΕΕ της ΕΕ, με διαβατήριο

Μπορεί ένας ΔΟΕΕ της ΕΕ, που διαχειρίζεται ΟΕΕ εκτός ΕΕ και τροφοδοτικών ΟΕΕ της ΕΕ (που ο κύριος ΟΕΕ ή/και ο ΔΟΕΕ που διαχειρίζεται τον κύριο ΟΕΕ δεν είναι της ΕΕ), να τους προωθήσει εμπορικά στην Ένωση με χρήση του διαβατηρίου. Οι απαραίτητες προϋποθέσεις που πρέπει να ικανοποιούνται, για να υπαχθούν οι εν λόγω ΟΕΕ στο καθεστώς του διαβατηρίου είναι, να έχει ρυθμιστεί κατάλληλα η συνεργασία μεταξύ των αρχών του κράτους καταγωγής του ΔΟΕΕ με τις εποπτικές αρχές της τρίτης χώρας, που έχει την εγκατάστασή του ο ΟΕΕ. Η εν λόγω τρίτη χώρα να μην είναι καταχωρημένη ως μη συνεργάσιμη και έχει να υπογράψει συμφωνία φορολογικής συμμόρφωσης σύμφωνα με τα διεθνή πρότυπα φορολογικής σύμβασης του ΟΟΣΑ.<sup>341</sup>

#### 5.4.4 Προώθηση ΟΕΕ της ΕΕ ή εκτός ΕΕ από ΔΟΕΕ εκτός Ευρωπαϊκής Ένωσης, κάνοντας χρήση διαβατηρίου

Οι ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ που σκοπεύουν τη διαχείριση ή/και το μάρκετινγκ ΟΕΕ στην επικράτεια της ένωσης, οφείλουν να αιτηθούν χορήγηση αδειάς από το κράτος μέλος αναφοράς, όπως αυτό ορίζεται για την κάθε περίπτωση διαχειριστή,

---

τρόπο έκθεση ύψους τουλάχιστον 85% των περιουσιακών του στοιχείων σε έναν ή περισσότερους κύριους ΟΕΕ

<sup>339</sup> Όταν πρόκειται για εμπορική προώθηση, αποκλειστικά στο κράτος καταγωγής του ΔΟΕΕ.

<sup>340</sup> Άρθρα 31-32 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>341</sup> Άρθρο 35 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

σύμφωνα με τις διατάξεις και τα κριτήρια που καλύπτει ο κάθε ΔΟΕΕ, του άρθρου 37 της ΟΔΟΕΕ. Το κράτος μέλος αναφοράς θα είναι υπεύθυνο για την διαρκή εποπτεία του ΔΟΕΕ τρίτης χώρας και τη συμμόρφωσή του με την οδηγία. Εγκεκριμένοι ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ, βάσει της οδηγίας, μπορούν κάνοντας χρήση του διαβατηρίου να προωθήσουν εμπορικά στην ένωση ΟΕΕ της ΕΕ και ΟΕΕ εκτός ΕΕ που έχουν υπό τη διαχείρισή τους, σε επαγγελματίες επενδυτές.

Για τους ΟΕΕ εκτός ΕΕ που είναι υπό την διαχείριση ΔΟΕΕ τρίτης χώρας θα πρέπει η τρίτη χώρα που είναι εγκατεστημένος ο εκτός ΕΕ ΟΕΕ, να μην βρίσκεται στη λίστα μη συνεργάσιμων χωρών και να έχει ρυθμιστεί καταλλήλως η συνεργασία μεταξύ των αρχών του κράτους μέλους αναφοράς του ΔΟΕΕ με τις εποπτικές αρχές της τρίτης χώρας που έχει την εγκατάστασή του ο ΟΕΕ για την ανταλλαγή των πληροφοριών και για την εκτέλεση των καθηκόντων των εποπτικών αρχών. Η ΕΑΚΑΑ καταρτίζει το κανονιστικό πλαίσιο για την εξασφάλιση ότι οι αρμόδιες αρχές λαμβάνουν τις απαραίτητες πληροφορίες για την ενάσκηση των καθηκόντων τους, δηλαδή την εποπτεία και τον έλεγχο.<sup>342</sup> Οποιοδήποτε θέμα ανακύψει μεταξύ κρατών τίθεται ενώπιον της ΕΑΚΑΑ. Απαιτείται η γραπτή συμφωνία μεταξύ της τρίτης χώρας που είναι εγκατεστημένος ο ΟΕΕ, του κράτους μέλους αναφοράς και κάθε κράτους μέλους που πρόκειται να προωθηθούν εμπορικά σε επαγγελματίες επενδυτές τα επενδυτικά προϊόντα του εκτός ΕΕ ΟΕΕ.<sup>343</sup>

Για τους ΟΕΕ της ΕΕ που είναι υπό την διαχείριση ΔΟΕΕ τρίτης χώρας και πρόκειται να προωθηθούν: α) στο ίδιο το κράτος μέλος αναφοράς του ΔΟΕΕ με χρήση διαβατηρίου, απαιτείται η κοινοποίηση στο κράτος μέλος αναφοράς όλων των σχετικών εγγράφων και πληροφοριών, β) σε διαφορετικό από το κράτος μέλος αναφοράς του ΔΟΕΕ, απαιτείται επίσης, η κοινοποίηση των εγγράφων και πληροφοριών του κάθε ΟΕΕ που έχει πρόθεση να προωθήσει στο κράτος μέλος που αναφέρεται ο ΔΟΕΕ. Εν συνεχεία, το κράτος μέλος αναφοράς πρέπει να διαβιβάσει τα σχετικά έγγραφα της πλήρους τεκμηρίωσης στα κράτη μέλη υποδοχής του ΔΟΕΕ.<sup>344</sup>

---

<sup>342</sup> Άρθρο 35 παρ. 13 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>343</sup> Άρθρο 40 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>344</sup> Άρθρο 39 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

#### 5.4.5 Εμπορική προώθηση στην Ένωση, ΟΕΕ εκτός ΕΕ διαχειριζόμενοι από ΔΟΕΕ της ΕΕ, χωρίς διαβατήριο (ιδιωτική τοποθέτηση)

Ένα κράτος μέλος έχει τη δυνατότητα να δώσει έγκριση σε ΔΟΕΕ της ΕΕ που διαχειρίζεται ΟΕΕ εκτός ΕΕ και τροφοδοτικών ΟΕΕ (που ο κύριος ΟΕΕ ή/και ο ΔΟΕΕ που τον διαχειρίζεται δεν είναι της ΕΕ), να τον προωθήσει εμπορικά σε επαγγελματίες επενδυτές στην επικράτειά του χωρίς διαβατήριο με την επιφύλαξη του άρθρου 35 της ΟΔΟΕΕ. Η οδηγία απαιτεί από τον διαχειριστή να μην ασκεί τη λειτουργία της θεματοφυλακής και να γνωστοποιήσει στις αρμόδιες αρχές τα στοιχεία της ή των οντοτήτων που εξασφαλίζει ότι εκτελούν τις λειτουργίες αυτές.<sup>345</sup> Απαιτείται επίσης, η τρίτη χώρα εγκατάστασης του εκτός ΕΕ ΟΕΕ, να μην βρίσκεται στη λίστα μη συνεργάσιμων χωρών και να έχει ρυθμιστεί καταλλήλως η συνεργασία μεταξύ των αρχών του κράτους καταγωγής του ΔΟΕΕ με τις εποπτικές αρχές της τρίτης χώρας που έχει την εγκατάστασή του ο ΟΕΕ, με στόχο την αποτελεσματική εποπτεία των συστημικών κινδύνων. Κάθε κράτος μέλος έχει τη δυνατότητα να εφαρμόσει αυστηρότερο κανονιστικό πλαίσιο σχετικά με την εμπορική προώθηση των εκτός ΕΕ ΟΕΕ, για την προστασία των επενδυτών που δραστηριοποιούνται στη επικράτειά του.<sup>346</sup>

#### 5.4.6 Εμπορική προώθηση στην Ένωση, ΟΕΕ εκτός ΕΕ διαχειριζόμενοι από ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ, χωρίς διαβατήριο (ιδιωτική τοποθέτηση)

Κράτος μέλος έχει τη δυνατότητα, από την ΟΔΟΕΕ,<sup>347</sup> να επιτρέπει σε ΟΕΕ εκτός ΕΕ να προωθούνται εμπορικά στην επικράτειά του, από διαχειριστή τρίτης χώρας, χωρίς διαβατήριο. Ο ΔΟΕΕ πρέπει να καλύπτει τουλάχιστον τις απαιτήσεις της οδηγίας στον τομέα της διαφάνειας, για υποχρέωση πληροφόρησης των επενδυτών και των αρμόδιων εποπτικών αρχών του κράτους μέλους και να επιτυγχάνει επαρκή και κατάλληλη συνεργασία για ανταλλαγή στοιχείων και πληροφοριών μεταξύ των

<sup>345</sup> Καθήκοντα που αναφέρονται στο άρθρο 21 παράγραφοι 7,8,9 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>346</sup> Άρθρο 36 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>347</sup> Με επιφύλαξη των άρθρων 37,39,40 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

εμπλεκόμενων κρατών. Οι τρίτες χώρες εγκατάστασης, δεν μπορούν να συγκαταλέγονται στις μη συνεργάσιμες χώρες.<sup>348</sup>

Ουσιαστικά, τα άρθρα 36 και 42 της οδηγίας ρυθμίζουν, το εναπομένον προνόμιο κράτους μέλους να μπορεί να επιτρέψει την εμπορία εκτός ΕΕ ΟΕΕ, αποκλειστικά στην επικράτειά του, έχοντας τη δυνατότητα επιβολής αυστηρότερων κανόνων ως προς τη διάθεση αυτών στους επενδυτές τους.

#### 5.4.7 Εμπορική προώθηση στο ευρύ κοινό

Τα κράτη μέλη έχουν τη δυνατότητα να επιτρέπουν (εκτιμώντας κατά περίπτωση) την εμπορική προώθηση ορισμένων τύπων ΟΕΕ από τους διαχειριστές του στο ευρύ επενδυτικό κοινό της επικράτειά τους, και εφόσον επιτρέπουν την προώθηση αυτή, θα πρέπει να διατίθεται η δυνατότητα προώθησης σε διασυνοριακή βάση και σε ΔΟΕΕ ή ΟΕΕ που έχουν ως χώρα εγκατάστασης άλλο κράτος μέλος, χωρίς να επιβάλλονται αυστηρότερες ρυθμίσεις από αυτές που επιβάλλονται στους εγχώριους ΔΟΕΕ ή ΟΕΕ. Ωστόσο, λόγω του ότι οι συγκεκριμένοι ΟΕΕ θα διατεθούν όχι σε επαγγελματίες επενδυτές αλλά στο ευρύ κοινό, θα πρέπει τα κράτη μέλη να έχουν τη δυνατότητα να επιβάλλουν αυστηρότερες επιπρόσθετες απαιτήσεις.<sup>349</sup>

### 5.5 Αποτίμηση του καθεστώτος διαβατηρίου

Ο στόχος της ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς, που επιδιώκεται με οδηγίες και κανονισμούς, για να επιτευχθεί πρέπει η εφαρμογή των κανονισμών και η μεταφορά των οδηγιών μέσω των εθνικών νόμων να γίνεται από τα κράτη μέλη με στοχοπροσήλωση και ομοιομορφία. Η μεταφορά των οδηγιών στο εθνικό δίκαιο των κρατών μελών, ως προς το αποτέλεσμα του σκοπού της θέσπισής τους, μπορεί να εμφανίζει αποκλίσεις, λόγω διαφορών μεταξύ των εθνικών νομοθεσιών περί εταιριών, συμβάσεων, κ.α. ή τοπικών χαρακτηριστικών, όπως η διαφορά γλώσσας, οι πρόσθετες εποπτικές διαδικασίες και όροι. Επειδή, οι οδηγίες μπορεί να

---

<sup>348</sup> Άρθρο 42 παρ.1 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ

<sup>349</sup> Αιτιολογική σκέψη 71 της οδηγίας 2011/61/ΕΕ



αφήνουν κάποια σχετική ελευθερία επιλογής σε ζητήματα ως προς τη μεταφορά στο εθνικό δίκαιο, ενδεχόμενες διαφορές μεταξύ κρατών μελών μπορεί να αιτιολογούνται λόγω πρόθεσης των εθνικών αρμόδιων εποπτικών αρχών προστασίας των εγχώριων επενδυτών, ή να επιδιώκεται η πρόσβαση σε ελκυστικότερες αγορές.

Με την εισαγωγή του καθεστώτος διαβατηρίου ο νομοθέτης αποσκοπεί στη διαμόρφωση ίσων όρων ανταγωνισμού στην ενιαία αγορά. Κατά τα αποτελέσματα έκθεσης της Επιτροπής (2020), αποτυπώνεται ότι το διαβατήριο αποτέλεσε σημαντικό παράγοντα και συνέβαλε στον διπλασιασμό της διασυνοριακής διανομής ΟΕΕ στην ΕΕ (από 3% σε 5,8%).<sup>350</sup> Για τους ΔΟΕΕ της ΕΕ όμως διαπιστώνεται ότι η αποτελεσματικότητα του διαβατηρίου περιορίζεται, από τις αποκλίσεις των εθνικών κανόνων των κρατών μελών για την εμπορική προώθηση και τις διαφοροποιήσεις ως προς την ερμηνεία της ΟΔΟΕΕ, των εθνικών εποπτικών αρχών. Οι μικροί ΔΟΕΕ που βρίσκονται στο «κατώφλι» της ΟΔΟΕΕ και δεν είναι στη θέση να ανταποκριθούν σε όλες τις απαιτήσεις της οδηγίας, πιθανά λόγω και της αύξησης του διαχειριστικού κόστους για τη συμμόρφωση τους με τις διατάξεις της ΟΔΟΕΕ, αναγκάζονται να έρθουν αντιμέτωποι με φραγμούς για την είσοδό τους στην αγορά ή να εγκαταλείψουν την προσπάθεια για ανεύρεση επενδυτικών κεφαλαίων στις αγορές κρατών μελών. Η προώθηση των ΟΕΕ στο ευρύ επενδυτικό κοινό γίνεται, κατά κύριο λόγο, από τις τράπεζες και τις ασφαλιστικές εταιρείες, για τις οποίες παρατηρείται η ιδιοτελής προώθηση των εσωτερικών τους κεφαλαίων και επενδυτικών προϊόντων σε αντιδιαστολή με τη προώθηση ΟΕΕ τρίτων. Οι ΟΕΕ και οι ΔΟΕΕ τρίτων χωρών κατά κύριο λόγο μπορούν να βρουν πρόσβαση στους επενδυτές μεμονωμένα σε κράτος μέλος μέσω των εθνικών καθεστώτων ιδιωτικής τοποθέτησης, δεδομένο που φαίνεται να αλλάζει με την ολοένα και αυξανόμενη τάση της χρήσης διαδικτυακών πλατφορμών.

---

<sup>350</sup> COM(2020) 232 final ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ για την αξιολόγηση της εφαρμογής και του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων διαθέσιμο <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2020:232:FIN>

## 5.6 Ειδικά καθεστώτα τοποθέτησης (NPPR)

Η ΟΔΟΕΕ επιτρέπει την εφαρμογή εθνικών καθεστώτων ιδιωτικής τοποθέτησης (NPPR), κατά τη διακριτή ευχέρεια των κρατών μελών, που παρέχουν ένα σύστημα εξουσιοδότησης σε ΔΟΕΕ τρίτων χωρών και ΔΟΕΕ της ένωσης, που προωθούν εμπορικά ΟΕΕ τρίτων χωρών. Οι συμφωνίες συνεργασίας μεταξύ κρατών του ΕΟΧ και τρίτων χωρών, πρέπει να βασίζονται: σε ενδεδειγμένη εποπτεία από την τρίτη χώρα, σε συνεχή ανταλλαγή πληροφοριών με κανόνες επαγγελματικού απορρήτου και προστασίας δεδομένων. Επίσης, απαιτείται και στην τρίτη χώρα οι εποπτικές αρχές, να εφαρμόζουν κανόνες να και ρυθμίζουν τα επενδυτικά κεφάλαιά τους με τρόπο που παράγεται ισοδύναμο αποτέλεσμα με τη ρύθμιση της ΟΔΟΕΕ.<sup>351</sup>

Το NPPR είναι ο μηχανισμός που επιτρέπει στους ΔΟΕΕ να εμπορευτούν ΟΕΕ στην αγορά κράτους μέλους, όταν δεν καλύπτει τις απαιτήσεις της ΟΔΟΕΕ, ώστε να διατεθεί στην αγορά υπό το καθεστώς διαβατηρίου. Οι ΔΟΕΕ τρίτων χωρών μπορούν να προωθούν και να εμπορεύονται τα επενδυτικά τους κεφάλαια, είτε υπό το καθεστώς του διαβατηρίου που ορίζει η ΟΔΟΕΕ είτε χρησιμοποιώντας τα εθνικά καθεστώτα ιδιωτικής τοποθέτησης των κρατών μελών. Οι ΔΟΕΕ τρίτων χωρών μπορούν να διενεργούν προώθηση και εμπορία μεριδίων ΟΕΕ στα κράτη μέλη μόνο εάν έχουν λάβει έγκριση από την ΕΑΚΑΑ ότι πληρούν τις προϋποθέσεις για τη διάθεση υπό το καθεστώς του διαβατηρίου, ειδάλλως μέσω του καθεστώτος ιδιωτικής τοποθέτησης, αν υφίσταται στο κράτος μέλος στο οποίο θέλει να δραστηριοποιηθεί.<sup>352</sup> «Επί του παρόντος, οι ΟΕΕ και οι ΔΟΕΕ που εδρεύουν σε τρίτες χώρες, μπορούν να έχουν πρόσβαση μόνο σε επενδυτές σε μεμονωμένα κράτη μέλη βάσει της εθνικής νομοθεσίας που ορίζεται στα εθνικά καθεστώτα ιδιωτικής τοποθέτησης.»<sup>353</sup> Τα NPPR χαρακτηρίζονται ως παράγοντας ανάπτυξης

---

<sup>351</sup> Zetzsche, D., "The Anatomy of European Investment Fund Law", Άρθρο, p.31-33

διαθέσιμο σε: <https://ssrn.com/abstract=2951681>

<sup>352</sup> Buettner, H., (2017), "The European Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD): impacts on existing alternative fund managers traditional business models", PhD Thesis, University of Gloucestershire, p.67-68

<sup>353</sup> El Semari, J., "Challenges and regulatory prospects in EU cross-border UCITS/AIF registration", Journal of Securities Operations & Custody, Volume 13, Number 1, Henry Stewart Publications, pp. 62-71, p.68, προσπελάστηκε στις 31/03/2022

[journal.securitiesoperationscustody.com/vol13\\_1\\_75b77d9734.pdf](http://journal.securitiesoperationscustody.com/vol13_1_75b77d9734.pdf) (acolin.com)

της αγοράς, έχοντας ως δεδομένη τη μη ενεργοποίηση του διαβατηρίου για τους ΔΟΕΕ τρίτων χωρών.<sup>354</sup> Λειτουργεί ως δίοδος για τους επενδυτές της παγκόσμιας αγοράς, προσφέροντας ευρύτερη ποικιλία επενδυτικών προϊόντων και δίνει τη δυνατότητα διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου τους, στην προσπάθεια μεγιστοποίησης των κερδών και περιορισμού των κινδύνων. Επειδή τα καθεστάτα ιδιωτικής τοποθέτησης δεν υπόκεινται σε ενιαία ευρωπαϊκή ρύθμιση, παρουσιάζουν διαφορές ανάμεσα στα κράτη μέλη και θέτουν ελάχιστες υποχρεώσεις στους ΔΟΕΕ, οπότε καταλήγουν να διαμορφώνουν άνισους όρους ανταγωνισμού μεταξύ διαχειριστών της ΕΕ και εκτός ΕΕ.

Συμπερασματικά, η οδηγία αποκλείει μια ιδιωτική τοποθέτηση ΟΕΕ της ΕΕ από ΔΟΕΕ της ΕΕ.<sup>355</sup> Οι λιγότερο επιτυχημένοι διαχειριστές αναζητούν, μέσω αναδιάρθρωσης των λειτουργιών τους, να ενταχθούν στο πλαίσιο ρύθμισης της ΟΔΟΕΕ ώστε να μπορέσουν να υπαχθούν στο καθεστώς του διαβατηρίου.<sup>356</sup> Όσο ο θεσμός των NPPR εξακολουθεί να υφίσταται σαν επιλογή για τους διαχειριστές εκτός ΕΕ, το καθεστώς διαβατηρίου έρχεται σαν δεύτερη επιλογή, και δεν διαφαίνεται οι εν λόγω διαχειριστές να είναι διατεθειμένοι να προσαρμόσουν το επιχειρηματικό τους μοντέλο και να ενταχθούν στο αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο της ΟΔΟΕΕ.<sup>357</sup> Διάφορες απόψεις αποτυπώνονται σε ολόκληρη την ΕΕ σχετικά με την πρόσβαση των τρίτων χωρών στον ευρωπαϊκό χώρο. Μια άποψη είναι να κατευθυνθούν οι προσπάθειες προς την εναρμόνιση των NPPR στα κράτη μέλη. Αντιστρόφως, υποστηρίζεται από άλλους φορείς η θέση ότι τα NPPR πρέπει να οδηγηθούν προς κατάργηση και να προχωρήσει η ενεργοποίηση του διαβατηρίου, όπως όριζε η ΟΔΟΕΕ. Ενώ, εκφράζεται και η ανησυχία για το εάν η λειτουργία του

---

<sup>354</sup> COM(2020) 232 final ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ για την αξιολόγηση της εφαρμογής και του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων, διαθέσιμο σε:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=COM:2020:232:FIN>

<sup>355</sup> Duncan, Curtin, Grosignani, "Alternative regulation: Directive on alternative investment fund managers" Capital Markets Law Journal, Vol. 6 No.3, Oxford University Press, 2011 σ. 348

<sup>356</sup> Buettner, H., (2017), "The European Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD): impacts on existing alternative fund managers traditional business models", PhD Thesis, University of Gloucestershire, p. 68

<sup>357</sup> Ο.π., σ. 209

διαβατηρίου, θα αποδείξει ότι είναι μια βιώσιμη λύση λειτουργικά και από άποψη κόστους, κέρδους.<sup>358</sup>

## 5.7 Επίκαιρα στατιστικά στοιχεία

Σύμφωνα με αποτελέσματα της στατιστικής έκθεσης της ΕΑΚΑΑ (Απρίλιος 2021), για τα ταμεία εναλλακτικών επενδύσεων (αφορά το έτος 2019), παρατηρείται μια συνεχής αύξηση στην καθαρή αξία ενεργητικού (AUM) των ΟΕΕ που φτάνει τα 6,8 τρις στο τέλος του 2019, αυξημένο κατά 15% σε σύγκριση με την ίδια περίοδο του προηγούμενου έτους. Η αύξηση αυτή, προκύπτει από την έναρξη νέων οργανισμών και την αύξηση συνολικά της αξίας των ΟΕΕ.<sup>359</sup> Οι επενδύσεις σε συλλογικά κεφάλαια (ΟΣΕΚΑ) ανέρχονται σε 11 τρις, και στο σύνολο τους οι ΟΕΕ και οι ΟΣΕΚΑ αντιπροσωπεύουν περίπου το 40% των κεφαλαίων στην ΕΕ.<sup>360</sup> Το μεγαλύτερο μέρος της αγοράς συγκεντρώνεται σε λίγους μεγάλους ΟΕΕ, με ΚΑΕ μεγαλύτερη του 1 δις, (το 4% όλων των ΟΕΕ της ΕΕ), οι οποίοι αντιπροσωπεύουν το 56% της καθαρής αξίας ενεργητικού της Ένωσης. Το 92% της ενωσιακής αγοράς εναλλακτικών επενδυτικών ταμείων αντιπροσωπεύουν οι μικροί ΟΕΕ (με ΚΑΕ μικρότερη των 500 εκατ. ευρώ), ενώ κατέχουν μόλις το 30% της καθαρής αξίας ενεργητικού της Ένωσης. Ο κύριος όγκος της βιομηχανίας των ΟΕΕ (με σύνολο ΚΑΕ της ΕΕ 90%) εδρεύει, κατά σειρά μεγέθους συγκέντρωσης στη Γερμανία, στο Ηνωμένο Βασίλειο, στην Ολλανδία, στο Λουξεμβούργο, στη Γαλλία και στην Ιρλανδία.<sup>361</sup>

Συγκριτικά με τα αντίστοιχα στοιχεία της έκθεσης του 2018, η δραστηριότητα των ΟΕΕ αυξήθηκε κατά 15%. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου εδρεύουν το 20% του συνόλου των ΟΕΕ της ΕΕ και με ΚΑΕ 1,3 τρις ευρώ, δεν παρατηρήθηκε αύξηση των εργασιών των ΟΕΕ, πιθανώς λόγω της απόφασης εξόδου από την ΕΕ. Οι ΔΟΕΕ του ΗΒ μετά το τέλος του 2020 «έχουν την επιλογή να μετεγκατασταθούν στην ΕΕ (για

<sup>358</sup> El Semari, J., "Challenges and regulatory prospects in EU cross-border UCITS/AIF registration", Journal of Securities Operations & Custody, Volume 13, Number 1, Henry Stewart Publications, pp. 62-71, p.69, προσπελάστηκε στις 31/03/2022

διαθέσιμο σε: <[journal.securitiesoperationscustody.com/vol13\\_1\\_75b77d9734.pdf](http://journal.securitiesoperationscustody.com/vol13_1_75b77d9734.pdf) (acolin.com)>

<sup>359</sup> ESMA Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2021 p. 4

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-1651734\\_asr\\_aif\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-1651734_asr_aif_2021.pdf)

<sup>360</sup> Ό.π. p.8

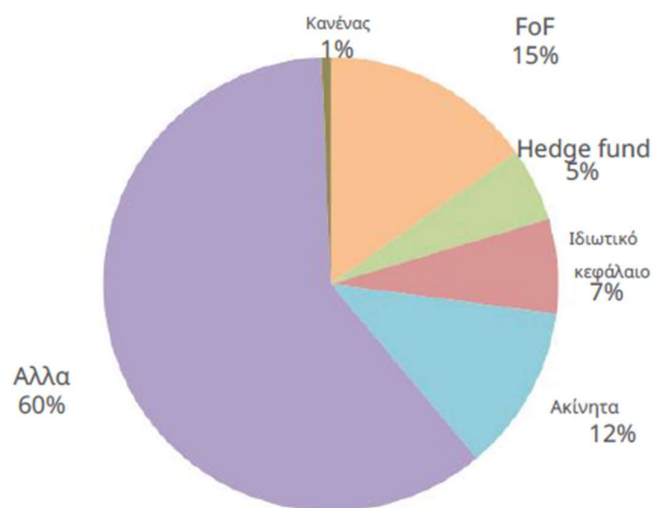
<sup>361</sup> Ό.π. p.10

να αποκτήσουν πρόσβαση στο καθεστώς διαβατηρίων) ή να προωθήσουν το ταμείο στο πλαίσιο του Εθνικού Καθεστώτος Ιδιωτικής Τοποθέτησης.»<sup>362</sup>

Οι λοιποί ή άλλοι ΟΕΕ, που δεν μπορούν να ενταχθούν σε μια από τις δεδομένες κατηγορίες τύπου ΟΕΕ, καταλαμβάνουν ένα ποσοστό 60% της συνολικής ΚΑΕ των ΟΕΕ της ΕΕ.

Βιομηχανία ΟΕΕ ανά τύπο

Ο μεγαλύτερος τύπος «Άλλοι ΟΕΕ» .



Σημείωση: ΚΑΕ ανά τύπο ΟΕΕ που διαχειρίζεται ή/και διατίθεται στην αγορά από εξουσιοδοτημένη ΕΕ ΔΟΕΕ και διαχειριστές υποκατωφλίου που είναι εγγεγραμμένοι μόνο σε εθνικές δικαιοδοσίες, τέλος του 2019, σε %. FoF=Ταμείο κεφαλαίων, Κανένα=Δεν υπάρχει κυρίαρχος τύπος. Δεδομένα για 27 χώρες του ΕΟΧ.

Πηγές: Βάση δεδομένων ΔΟΕΕ, Εθνικές Αρμόδιες Αρχές, ΕΑΚΑΑ.

**Εικόνα 6.** Βιομηχανία ΟΕΕ ανά τύπο ΟΕΕ<sup>363</sup>

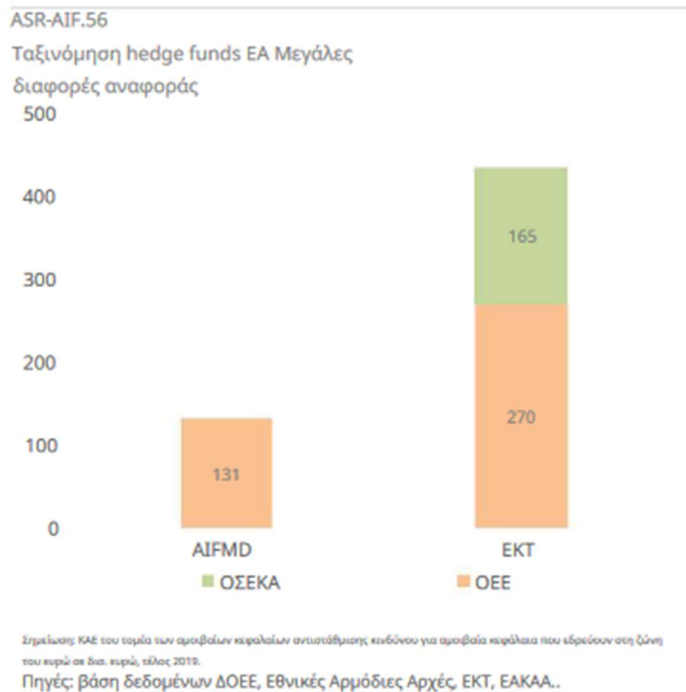
Στην κατηγορία των λοιπών ΟΕΕ αποτιμάται, ότι εντάσσονται περίπου 4 τρις ευρώ καθαρής αξίας ενεργητικού της ΕΕ. Πρόκειται για κατηγορία, η οποία συμπεριλαμβάνει ΟΕΕ που οι διαχειριστές τους ακολουθούν διαφόρων ειδών στρατηγικές, και δεν πληρούν τα χαρακτηριστικά για ένταξη στις άλλες κατηγορίες.

<sup>362</sup> Ό.π.

<sup>363</sup> EU Alternative Investment Funds ESMA Annual Statistical Report 2021 p.15

Στο ποσοστό αυτών των ΟΕΕ (60%) εμπεριέχεται και μια ακόμα υπολειπόμενη κατηγορία καταλαμβάνοντας το 30% των Άλλων ΟΕΕ.<sup>364</sup>

Βάσει των στατιστικών, η ΚΑΕ των Hedge Funds, στο τέλος του 2019 παρουσιάζει αύξηση 6%, συγκριτικά με την προηγούμενη χρονιά, με αποτιμώμενη καθαρή αξία ενεργητικού στα 354 δις. Το εντυπωσιακό στοιχείο που καταδεικνύει η έκθεση, είναι η αναντιστοιχία των αποτελεσμάτων που δίνει η ΕΚΤ, με τα στοιχεία που προκύπτουν από την ΕΑΚΑΑ. Η ΕΚΤ καταγράφει υπερδιπλάσιο όγκο επενδυτικών κεφαλαίων τύπου HF, από τα δεδομένα της ΕΑΚΑΑ. Αυτό αποδίδεται στις δυσκολίες κατηγοριοποίησης των εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων, λόγω της μεγάλης ποικιλομορφίας και του ευρέος φάσματος επενδυτικών στρατηγικών που χρησιμοποιούν. Κύριο ρόλο στην αναντιστοιχία παίζει, η πώληση μέσω των NPPR ΟΕΕ τύπου HF εκτός ΕΕ, διαχειριζόμενοι από ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ στα κράτη μέλη. Με την πλειονότητα αυτών των ΟΕΕ να εδρεύουν σε υπεράκτια οικονομικά κέντρα, όπως οι Νήσοι Κέιμαν, οι Βρετανικές Παρθένοι Νήσοι και οι ΗΠΑ.<sup>365</sup>



<sup>364</sup> ESMA Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2021 p.32

[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-1651734\\_asr\\_aif\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-1651734_asr_aif_2021.pdf)

<sup>365</sup> Ό.π. p.25

**Εικόνα 7. Μεγάλες διαφορές αναφοράς στα Hedge Funds** <sup>366</sup>

Οι Οργανισμοί Εναλλακτικών Επενδύσεων, που έχουν διαχειριστή που εδρεύει εκτός ΕΕ και προωθούνται εμπορικά μέσω Καθεστώτος Ιδιωτικής Τοποθέτησης (NPPR) σε μικρό αριθμό κρατών μελών, υπολογίζεται ότι συγκεντρώνουν ΚΑΕ αξίας 2,1 τρις ευρώ. Είναι μια μεγάλη αγορά και σχεδόν απόλυτα (κατά 98%) διατίθεται σε επαγγελματίες επενδυτές τοποθετούν τα κεφάλαιά τους στους εν λόγω ΟΕΕ.<sup>367</sup>

Εντοπίζονται επαγγελματίες επενδυτές, οι οποίοι δεν κατηγοριοποιούνται (ως συνταξιοδοτικά ταμεία, ασφαλιστικές, τράπεζες ή funds) και χαρακτηρίζονται ως “άγνωστοι επαγγελματίες επενδυτές” καταλαμβάνοντας το 11% της ΚΑΕ των ΟΕΕ της ΕΕ. Κατά τα τελευταία χρόνια στην κατηγορία των “άγνωστων επαγγελματιών επενδυτών” αποτυπώνεται μείωση, μετά από προσπάθειες, ώστε να γίνεται αναφορά και καταγραφή των μετόχων ή μεριδιούχων των ΟΕΕ. Προς αυτή την κατεύθυνση πρέπει να ενταθούν οι προσπάθειες των ευρωπαϊκών αρχών, ώστε να επιτευχθεί καταγραφή, αποδοτικότερη παρακολούθηση, και αποτελεσματικότερη ρύθμιση των άγνωστων επενδυτών. Συνδυαστικά, μαζί με την καλύτερη πλαισίωση και ταξινόμηση των “Άλλων ΟΕΕ” θα προσφέρει συνολικά στην καλύτερη εποπτεία και ρύθμιση της δομής των ΟΕΕ της ΕΕ.<sup>368</sup>

Με πρόσφατες νομοθετικές παρεμβάσεις, με την εισαγωγή στα εθνικά δίκαια των κρατών μελών της οδηγίας 2019/1160/ΕΕ και του κανονισμού της ΕΕ 1156/2019, ορίζεται η δυνατότητα στους διαχειριστές να δραστηριοποιούνται στον ευρωπαϊκό επενδυτικό χώρο, πριν από την εμπορική διάθεση των ΟΕΕ, με μια διαδικασία προ-μάρκετινγκ. Τους επιτρέπεται να διερευνήσουν σε αγορά κράτους μέλους, πιθανούς για διαχείριση ΟΕΕ που είναι υπό ίδρυση είτε έχουν ιδρυθεί, και να ελέγξουν το περιθώριο της αγοράς για εφαρμογή νέων επενδυτικών στρατηγικών. Οι νέοι κανόνες ορίζουν ότι οι αρμόδιες εποπτικές αρχές υποχρεούνται σε δημοσίευση καταλόγου, με τα ισχύοντα τέλη και χρεώσεις των υπηρεσιών που ασκούν, βάσει των καθηκόντων τους. Επιπροσθέτως, συμφωνήθηκε η δημιουργία από την ΕΑΚΑΑ (έως τον Φεβρουάριο του 2022), κεντρικής βάσης δεδομένων, προσβάσιμης στο

---

<sup>366</sup> Ό.π.

<sup>367</sup> Ό.π. p.5

<sup>368</sup> Ό.π. p.11

ευρύ κοινό όπου θα αποτυπώνονται όλοι οι ΟΕΕ και ΟΣΕΚΑ που προωθούνται διασυνοριακά εμπορικά στην Ένωση. Η κεντρική αυτή βάση δεδομένων, υπό την ευθύνη της ΕΑΚΑΑ, θα εποπτεύεται διαρκώς και θα ενημερώνεται σε τριμηνιαία βάση με τα στοιχεία που οφείλουν να γνωστοποιούν οι αρμόδιες εποπτικές αρχές των κρατών μελών καταγωγής. Δημιουργείται ένα ευρωπαϊκό μητρώο για ΟΣΕΚΑ και ΟΕΕ που τηρεί όλα τα διασυνοριακά διανεμόμενα επενδυτικά κεφάλαια.<sup>369</sup>

---

<sup>369</sup> El Semari, J., “Challenges and regulatory prospects in EU cross-border UCITS/AIF registration”, *Journal of Securities Operations & Custody*, Volume 13, Number 1, Henry Stewart Publications, pp. 62-71, p.63-64, προσπελάστηκε στις 31/03/2022  
[journal.securitiesoperationscustody.com/vol13\\_1\\_75b77d9734.pdf](http://journal.securitiesoperationscustody.com/vol13_1_75b77d9734.pdf) (acolin.com)



## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η υιοθέτηση της ΟΔΟΕΕ, εισήγαγε το πλαίσιο για τη δημιουργία ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς στον τομέα των εναλλακτικών επενδυτικών ταμείων, παρέχοντας ρητές και σαφείς ρυθμίσεις λειτουργίας και εποπτείας των ΔΟΕΕ. Μετά την οικονομική κρίση του 2007, η ευρωπαϊκή Επιτροπή ενήργησε προς πλήρωση του κανονιστικού κενού που αναδείχθηκε, σε σχέση με τη λειτουργία μέρους των επενδυτικών κεφαλαίων της Ένωσης. Οι ρυθμιστικές υποχρεώσεις και απαιτήσεις που επέβαλε η Οδηγία για τους ΔΟΕΕ, κρίνονται ως λεπτομερείς, εκτεταμένες και πολύπλοκες. Παρά το ότι θέτει αυστηρούς και συνεκτικούς κανόνες, φαίνεται να υφίστανται ακόμα ζητήματα που χρήζουν βελτιώσεων. Ενδεικτικό της κριτικής που μπορεί να ασκηθεί στην ΟΔΟΕΕ, είναι το ότι πλαισιώνει μια σειρά από ετερογενή funds, που ακολουθούν πολυποίκιλες επενδυτικές στρατηγικές, ενώ ταυτοχρόνως τα αντιμετωπίζει ως προς το ρυθμιστικό τους καθεστώς, σαν να πρόκειται για πανομοιότυπα επενδυτικά κεφάλαια. Η λεγόμενη «catch all» προσέγγιση, δεν θέτει ειδικές προϋποθέσεις προς το σκοπό του διαχωρισμού των ΔΟΕΕ σε κατηγορίες ανάλογα με το μέγεθος, τον τύπο και το πεδίο δραστηριοποίησής τους. Η προσέγγιση αυτή ενδέχεται να υποβαθμίσει τις προσπάθειες αντιμετώπισης των κινδύνων που ελλοχεύουν, λόγω των διαφορών στο μέγεθος και στον τύπο των ΟΕΕ. Από τη στατιστική έκθεση της ΕΑΚΑΑ, προκύπτει έλλειμμα ως προς την κατηγοριοποίηση των τύπων των ΟΕΕ, με την κατηγορία «Λοιποί ΟΕΕ» να καταλαμβάνει ποσοστό 60% της συνολικής ΚΑΕ των ΟΕΕ στην Ένωση. Οι «Λοιποί ΟΕΕ» ακολουθούν διαφορετικές ή και εναλλασσόμενες επενδυτικές στρατηγικές και για το λόγο αυτό δεν μπορούν καταταχθούν στις άλλες κατηγορίες, δυσκολεύοντας έτσι την αποτύπωση αυτών των στρατηγικών και την παρακολούθησή τους. Για τους «μικρούς ΔΟΕΕ» είναι αρκετά δαπανηρή η απόφαση να διαβούν το «κατώφλι» της ΟΔΟΕΕ, με αποτέλεσμα αρκετοί από αυτούς να παραμένουν εκτός του κύριου πλαισίου και με τις ελάχιστες απαιτήσεις της ΟΔΟΕΕ.

Κριτική ασκείται επίσης, για τον περιορισμό που έθεσε η ΟΔΟΕΕ, ως προς τον διορισμό του θεματοφύλακα, ο οποίος οφείλει να είναι εγκατεστημένος στο ίδιο κράτος μέλος όπου βρίσκεται ο ΟΕΕ (για τους ΟΕΕ της ΕΕ). Η επιλογή αυτή

προκρίθηκε προκειμένου να διασφαλιστεί η αμφίδρομη και αποτελεσματική εποπτεία μεταξύ θεματοφύλακα και ΔΟΕΕ, και η απόδοση ενδεχόμενων ευθυνών για απώλεια χρηματοοικονομικών μέσων του ΟΕΕ, υπό το πρίσμα του ίδιου εθνικού δικαίου περί συμβάσεων. Αυτό ωστόσο, αντίκειται την ελεύθερη παροχή των υπηρεσιών, στον χώρο της Ένωσης. Συνεπάγεται επίσης και αυξημένα διαχειριστικά και λειτουργικά κόστη για τους θεματοφύλακες, που θα αναγκαστούν έτσι να ιδρύσουν υποκατάστημα για να αναλάβουν τη φύλαξη, με τελικό αντίκτυπο στα κράτη μέλη όπου βρίσκεται υπό ανάπτυξη ο τομέας των συλλογικών εναλλακτικών επενδύσεων, οι επιλογές σε θεματοφύλακες να είναι περιορισμένες, και να παρατηρείται αυξημένο κόστος από την απουσία ανταγωνισμού στο πεδίο της θεματοφυλακής.

Ενώ το ρυθμιστικό πλαίσιο που έθεσε η ΟΔΟΕΕ κρίνεται ως αυστηρό, παραμένει ένα σημαντικό περιθώριο ενεργειών στις αρχές των κρατών μελών, υπό το φως των αρχών της αναλογικότητας και της επικουρικότητας, κυρίως μέσω της δυνατότητας συνέχισης της λειτουργίας των εθνικών καθεστώτων ιδιωτικής τοποθέτησης (NPPR). Τα εθνικά καθεστώτα ιδιωτικής τοποθέτησης, που χρησιμοποιούνται από τους ΔΟΕΕ εκτός ΕΕ, υπόκεινται στις ελάχιστες απαιτήσεις που θέτει η ΟΔΟΕΕ, και διαφέρουν μεταξύ των κρατών μελών στα οποία λειτουργούν. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να διαμορφώνονται στην αγορά, στρεβλώσεις του ανταγωνισμού μεταξύ των ΔΟΕΕ τρίτων χωρών και των ΔΟΕΕ της ΕΕ, με τους τελευταίους μόνο να βρίσκονται υπό καθεστώς εκτεταμένων ρυθμίσεων και απαιτήσεων. Τούτο συνεπάγεται αυξημένα διαχειριστικά και διοικητικά κόστη, και αυστηρότερο επίπεδο εποπτείας, συγκριτικά με τους ΔΟΕΕ τρίτων χωρών.

Ως αναπτυξιακή τροχοπέδη θα μπορούσε να χαρακτηριστεί, η μη ύπαρξη κοινού βασικού κανονιστικού πλαισίου στο δίκαιο των εμπορικών συμβάσεων, των κρατών μελών. Η χάραξη πορείας προς σύγκλιση και τελικά εναρμόνιση της εταιρικής νομοθεσίας στα κράτη μέλη, θα μπορούσε να συμβάλει καθοριστικά στην ενοποίηση της ευρωπαϊκής αγοράς και την προσέλκυση ξένων επενδυτικών κεφαλαίων. Οι επενδυτές τρίτων χωρών, θα επωφελούνταν από την εύκολη πρόσβαση στις απαραίτητες επιχειρηματικές πληροφορίες του ενιαίου καθεστώτος των εμπορικών συμβάσεων. Η ιδέα της διαμόρφωσης πρότυπων συμβάσεων, θα

μπορούσε να προσφέρει και αυτή στην απλοποίηση των διαδικασιών, στην καλύτερη εποπτεία και στη διατήρηση ενός ελεγχόμενου ορίου δαπανών για τις λειτουργίες διαχείρισης και θεματοφυλακής, των ΟΕΕ στον ενωσιακό χώρο.

Η ΕΑΚΑΑ, πέρα από την τήρηση ενιαίου μητρώου διαχειριστών, στο οποίο παρέχονται επίκαιρα στοιχεία για τους ΟΕΕ και τους διαχειριστές τους, θα μπορούσε να κατευθυνθεί, προς τη δημιουργία βάσης ενιαίου κοστολογίου των τελών προς την κάθε εποπτική αρχή, με στόχο την καλύτερη πληροφόρηση των επενδυτών και την αποδοτικότερη λειτουργία του ανταγωνισμού. Μια ευρωπαϊκή ενιαία κοστολόγηση, θα καθιστούσε τον ευρωπαϊκό χώρο πιο ελκυστικό στα μάτια των επενδυτών. Θα λειτουργούσε ταυτοχρόνως και προς όφελος των κρατών μελών, στα οποία δεν δραστηριοποιούνται πληθώρα διαχειριστών και θεματοφυλάκων, δίνοντάς την ευκαιρία μέσω του ελεγχόμενου κόστους, σε νέους φορείς για δραστηριοποίηση στον τομέα. Χρειάζεται ενθάρρυνση για ανάπτυξη και συγκέντρωση εναλλακτικών επενδυτικών κεφαλαίων, στα κράτη μέλη που οι ΟΕΕ καταλαμβάνουν μικρό όγκο στην συνολική ΚΑΕ της Ένωσης. Η ΕΕ θα έπρεπε να υποστηρίξει τη συγκέντρωση και ανάπτυξη εναλλακτικών κεφαλαίων σε κάθε κράτος μέλος της. Τα περισσότερα μέτρα εστιάζουν στην ανάπτυξη των κύριων κέντρων και κεφαλαιαγορών, όπου είναι συγκεντρωμένος ο μεγαλύτερος όγκος των Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων.

Έχοντας ως κοινή βάση, τη συνεχή προσπάθεια ολοκλήρωσης για την ασφάλεια και σταθερότητα του ευρωπαϊκού επενδυτικού χώρου, κυρίαρχος στόχος θα πρέπει να είναι και η απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος της ευρωπαϊκής αγοράς ως συνόλου, στον τομέα των εναλλακτικών επενδύσεων. Μια εύρυθμη, ελκυστική ενωσιακή αγορά μπορεί να καταστεί πόλος συγκέντρωσης κεφαλαίων, δίνοντας ώθηση στη στρατηγική αυτονομία της ΕΕ και ενισχύοντας παράλληλα τη διεθνή θέση του ευρώ.

Οι εθνικές οικονομίες, τα νομικά καθεστώτα κρατών μελών, καθώς και οι εθνικές εσωστρεφείς πολιτικές στρατηγικές, δημιουργούν συχνά διαφορετικές εθνικοκεντρικές ρυθμιστικές στοχεύσεις. Η ΟΔΟΕΕ φαίνεται να λειτούργησε ως ένα «πέπλο προστατευτισμού» της ΕΕ απέναντι σε εξωτερικές χρηματοπιστωτικές αναταράξεις και κινδύνους, καταλείποντας όμως στους κυρίαρχους παράγοντες της

ευρωπαϊκής αγοράς περιθώρια να διαφεύγουν της ρύθμισης, μέσω των NPPR και μέσω της «δημιουργίας» νέων επενδυτικών μορφωμάτων.

Η υιοθέτηση της Οδηγίας 2011/61/ΕΕ ήταν μια πρώτη προσπάθεια ρύθμισης του τομέα των εναλλακτικών επενδύσεων. Εν όψει των δυναμικά μεταβαλλόμενων χρηματοπιστωτικών αγορών και των νεοφυών επενδυτικών προϊόντων, είναι απαραίτητη η προσαρμογή της, ούτως ώστε να λαμβάνονται υπόψη οι συνεχείς εξελίξεις των επενδυτικών επιχειρηματικών μοντέλων.

## ΠΗΓΕΣ – ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Ελληνόγλωσση βιβλιογραφία

Γκόρτσος, Χ., Σταϊκούρας, Π., Λιβαδά, Χ., (2009), *Στοιχεία ελληνικού δικαίου της κεφαλαιαγοράς*, Αθήνα: Ελληνική Ένωση Τραπεζών

Λαγαρία, Αικ., (2017), *Οι κεφαλαιαγορές στην Ευρωπαϊκή Ένωση-Ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο ρυθμιστικό πλαίσιο*, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη

Μούζουλας, Σ., (2015) *Η Οδηγία 2011/61/ΕΕ για τους διαχειριστές Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα

Παγώνη, Σ., (2005), *Η εξουσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για την επιβολή κυρώσεων και ο δικαστικός έλεγχος αυτών*, σειρά: Σύγχρονα Θέματα Εμπορικού Δικαίου, τόμος 29, εκδ. Σάκκουλα, σ. 32-33

Παπαδοπούλου, Ρ.Ε., Περάκης, Μ, Χριστιανός, Β., (2021), *Εισαγωγή στο Δίκαιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, 2η έκδοση, Αθήνα: Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 77-87

Τουντόπουλος, Β. Δ., (2021), *Δίκαιο κεφαλαιαγοράς*, Β' έκδοση, Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα

Χρυσάνθης Χρ., (2009), *Το εμπορικό δίκαιο και η οικονομική κρίση*, Αθήνα, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, σ. 398-399

### Ξενόγλωσση βιβλιογραφία

Chambers, D. R., Anson, M. J. P., Black, K. H., and Kazemi, H., (2015), *Alternative Investments: CAIA Level I*, CAIA Association. 3d Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Mark, J., P., Anson, (2002), *The handbook of alternative assets*, Canada, John Wiley & Sons Inc

Zetsche, D., (2012), *The alternative investment fund managers directive-European regulation of alternative investment funds*, Netherlands: Kluwer Law International

### Διδακτορικές Διατριβές

Λαγαρία, Αικ., (2015), *‘Η διάδραση της εναρμόνισης και της αμοιβαίας αναγνώρισης στην έννομη τάξη της ΕΕ: ο τομέας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών’*, Διδακτορική Διατριβή, Τμήμα Διεθνών Ευρωπαϊκών και Περιφερειακών Σπουδών, Πάντειο Πανεπιστήμιο

Buettner, H., (2017), *“The European Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD): impacts on existing alternative fund managers traditional business models”*, PhD Thesis, University of Gloucestershire      προσπελάστηκε 30/04/2022

διαθέσιμο σε: <[\[PDF\] The European Alternative Investment Fund Manager Directive \(AIFMD\) : impacts on existing alternative fund managers' traditional business models | Semantic Scholar](#)>

Hooghiemstra S., (2018) “Depositaries in European Investment Law: Towards Harmonization in Europe”, PhD Thesis, Πανεπιστήμιο Ουτρέχτης Ολλανδία

### **Δημοσιεύσεις / άρθρα**

Ελληνόγλωσσα

Κάτσικας, Δ., (2012), *Ανταγωνισμός, σταθερότητα & ρύθμιση στον ευρωπαϊκό χρηματοπιστωτικό τομέα*, Κείμενο Πολιτικής Νο 19, Αθήνα: Ελληνικό Ίδρυμα Ευρωπαϊκής & Εξωτερικής Πολιτικής (ΕΛΙΑΜΕΠ), προσπελάσιμο στις 30/04/2022 διαθέσιμο σε: <<https://www.files.ethz.ch/isn/145737/katsikas-keimeno1.pdf>>

Ξενόγλωσσα

Athanasίου P., (2011), The AIFM Directive: An Overview of the Final Rules, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 26, no. 5

Aubry, J.P., Chen, A., Munnell, A.H., (2017), *A first look at alternative investments and public pensions*, Center for Retirement Research at Boston College, Boston College University Libraries  
διαθέσιμο σε: <<https://dlib.bc.edu/islandora/object/bc-ir%3A107539>>

Blundell-Wignall, A., (2007), *An Overview of Hedge Funds and Structured Products: Issues in Leverage and Risk*, *Financial Market Trends*, No 92, Vol. 2007/1  
διαθέσιμο σε: <<https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/40972327.pdf>>

Chambers, D. R., Anson, M. J. P., Black, K. H., and Kazemi, H., (2015). *Alternative Investments: CAIA Level I*. CAIA Association. 3d Edition. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc

Duncan, Curtin, Grognani, (2011),” Alternative regulation: Directive on alternative investment fund managers”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 6 No.3, Oxford University Press διαθέσιμο σε: <<https://ssrn.com/abstract=2057694>>

El Semari, J., “Challenges and regulatory prospects in EU cross-border UCITS/AIF registration”, *Journal of Securities Operations & Custody*, Volume 13, Number 1, Henry Stewart Publications, pp. 62-71(10) προσπελάστηκε στις 31/03/2022, διαθέσιμο σε: <[journal securities operations custody vol13 1 75b77d9734.pdf \(acolin.com\)](#)>

Gortsos C. (2018), “The scope of EU Alternative Investment Fund Managers Directive (2011/61/EU) and its significance for EU investment funds law”, Άρθρο σε Συλλογικό

Έργο, Dignatio Rerum Professor Elias Krispis-Essays of Law and International Relations, Sakkoulas Publications, Athens – Thessaloniki, pp. 207-231  
διαθέσιμο σε: <<https://ssrn.com/abstract=3000356>>

Gortsos C. V., Lagaria K., (2020), *The European Supervisory Authorities (ESAs) as “direct” supervisors in the EU financial system*, EBI Working Paper Series, no. 57, European Banking Institute

World of Economic Forum. (July 2015), *Alternative Investments 2020: An introduction to alternative investments*, World of Economic Forum διαθέσιμο σε: <[https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Alternative\\_Investments\\_2020\\_An\\_Introduction\\_to\\_AI.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_Alternative_Investments_2020_An_Introduction_to_AI.pdf)>

Wymeersch, E., (2019), *Financial regulation: its objectives and their implementation in the European Union*, EBI Working Paper Series no.36, European Banking Institute  
διαθέσιμο σε: <<https://ssrn.com/abstract=3360540>>

Zetsche, D., “The Anatomy of European Investment Fund Law”, Άρθρο διαθέσιμο σε: <<https://ssrn.com/abstract=2951681>>

### **Μεταπτυχιακές Διατριβές**

Γιόνου Α., (2021), *Αποτελεσματική Διαχείριση Χαρτοφυλακίου μέσω Παραδοσιακής και Εναλλακτικής Προσέγγισης*, Διπλωματική εργασία, Τμήμα Τραπεζικής, Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, , Θεσσαλονίκη

Προκόπη Ρ., (2021), *Εναλλακτικές μορφές επένδυσης και η σχέση κινδύνου/απόδοσης για ένα χαρτοφυλάκιο*, Μεταπτυχιακό πρόγραμμα λογιστικής & ελεγκτικής, Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας, Βόλος

Χατζηστεργίου, Γ., (2022), *Τύποι Εναλλακτικών Επενδύσεων*, Μεταπτυχιακό πρόγραμμα στη λογιστική φορολογία και χρηματοοικονομική διοίκηση, Σχολή επιστημών διοίκησης επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Βόλος

### **Νόμοι**

Νόμος 1996/1991 ΦΕΚ 196/Α/16-12-1991 Κύρωση Σύμβασης περί καθορισμού του Κράτους που είναι υπεύθυνο για την εξέταση αιτήσεως παροχής ασύλου, η οποία υποβάλλεται σύ ένα από τα κράτη μέλη των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων

Νόμος 4706/2020 ΦΕΚ Α' 136/17-07-2020 Εταιρική διακυβέρνηση ανωνύμων εταιρειών, σύγχρονη αγορά κεφαλαίου, ενσωμάτωση στην ελληνική νομοθεσία της Οδηγίας (ΕΕ) 2017/828 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, μέτρα προς εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΕ) 2017/1131 και άλλες διατάξεις

### **Οδηγίες - Κανονισμοί της ΕΕ**

Οδηγία (ΕΕ) 2019/1160 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Ιουνίου 2019, για την τροποποίηση των οδηγιών 2009/65/ΕΚ και 2011/61/ΕΕ

όσον αφορά τη διασυνοριακή διανομή οργανισμών συλλογικών επενδύσεων (Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ), ΕΕ L 188 της 12.7.2019, σ. 106 έως 115

Οδηγία 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 8ης Ιουνίου 2011, σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων και για την τροποποίηση των οδηγιών 2003/41/ΕΚ και 2009/65/ΕΚ και των κανονισμών (ΕΚ) αριθ. 1060/2009 και (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ, ΕΕ L 174 της 1.7.2011, σ. 1 έως 73

Οδηγία 2009/65/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 13ης Ιουλίου 2009, για τον συντονισμό των νομοθετικών, κανονιστικών και διοικητικών διατάξεων σχετικά με ορισμένους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες (ΟΣΕΚΑ), ΕΕ L 302 της 17.11.2009, σ. 32 έως 96

Οδηγία 2004/109/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 15ης Δεκεμβρίου 2004, για την εναρμόνιση των προϋποθέσεων διαφάνειας αναφορικά με την πληροφόρηση σχετικά με εκδότες των οποίων οι κινητές αξίες έχουν εισαχθεί προς διαπραγμάτευση σε ρυθμιζόμενη αγορά και για την τροποποίηση της οδηγίας 2001/34/ΕΚ, ΕΕ L 390 της 31.12.2004, σ. 38 έως 57

Κανονισμός (ΕΕ) 2019/1156 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 20ής Ιουνίου 2019, για τη διευκόλυνση της διασυνοριακής διανομής οργανισμών συλλογικών επενδύσεων και την τροποποίηση των κανονισμών (ΕΕ) αριθ. 345/2013, (ΕΕ) αριθ. 346/2013 και (ΕΕ) αριθ. 1286/2014 (Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ), ΕΕ L 188 της 12.7.2019, σ. 55 έως 66

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 760/2015 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 29ης Απριλίου 2015 Σχετικά Με Τα Ευρωπαϊκά Μακροπρόθεσμα Επενδυτικά Κεφάλαια, ΕΕ L 123 της 19.5.2015, σ. 98 έως 121

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 346/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Απριλίου 2013, σχετικά με τα ευρωπαϊκά ταμεία κοινωνικής επιχειρηματικότητας Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ, ΕΕ L 115 της 25.4.2013, σ. 18 έως 38

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 345/2013 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 17ης Απριλίου 2013, σχετικά με τις ευρωπαϊκές εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ, ΕΕ L 115 της 25.4.2013, σ. 1 έως 17

Κατ' εξουσιοδότηση κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 231/2013 ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ της 19ης Δεκεμβρίου 2012 προς συμπλήρωση της οδηγίας 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις εξαιρέσεις, τους γενικούς όρους λειτουργίας, τους θεματοφύλακες, τη μόχλευση, τη διαφάνεια και την εποπτεία, ΕΕ L 83 της 22.3.2013, σ. 1 έως 95

Κανονισμός (ΕΕ) αριθ. 1095/2010 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, της 24ης Νοεμβρίου 2010, σχετικά με τη σύσταση Ευρωπαϊκής



Εποπτικής Αρχής (Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών), την τροποποίηση της απόφασης αριθ. 716/2009/ΕΚ και την κατάργηση της απόφασης 2009/77/ΕΚ, ΕΕ L 331 της 15.12.2010, σ. 84 έως 119

#### **Ανακοινώσεις – Εκθέσεις ΕΕ**

COM(2020) 232 final ΕΚΘΕΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ ΚΑΙ ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ για την αξιολόγηση της εφαρμογής και του πεδίου εφαρμογής της οδηγίας 2011/61/ΕΕ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου σχετικά με τους διαχειριστές οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων διαθέσιμο <<https://eurlex.europa.eu/legalcontent/EL/ALL/?uri=COM%3A2020%3A0232%3AFIN>>

COM(2020) 590 final ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ Ένωση Κεφαλαιαγορών για τα άτομα και τις επιχειρήσεις - νέο σχέδιο δράσης διαθέσιμο <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020DC0590>>

COM(2015) 468 final ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΟΒΟΥΛΙΟ, ΤΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ, ΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΑΙ ΤΗΝ ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΩΝ Σχέδιο Δράσης για την Οικοδόμηση Ένωσης Κεφαλαιαγορών διαθέσιμο <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0468>>

#### **Έκθεση ΕΑΚΑΑ**

ESMA Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2021 διαθέσιμο: <[https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1734\\_asr\\_aif\\_2021.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-1734_asr_aif_2021.pdf)>

#### **Νομολογία**

Απόφαση του Δικαστηρίου της 22ας Ιανουαρίου 2014, υπόθεσης C-270/12 Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και της Βόρειας Ιρλανδίας κατά Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και Συμβουλίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης, αιτιολογικές σκέψεις 41-55 διαθέσιμο σε:

<<https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?jsessionid=80E4BD119E6CCF66D0FA67CE2AA333CE?text=&docid=146621&pageIndex=0&doclang=EL&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=1257768>>

#### **Πηγές ίντερνετ**

Baker, R., 05/2016 *The Role of Alternative Investments in Today's Capital Markets*. <<https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2016/05/Alternatives-in-Todays-Capital-Markets.pdf>> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

Bouveret, A., Ferrari, M., Kern, S., (2020) "THE E.U. ALTERNATIVE INVESTMENT FUND INDUSTRY: INSIGHTS FROM AIFMD REPORTING", pp. 34-43 Προσπελάστηκε στις 31/03/2022

<<https://www.capco.com/capco-institute/journal-51-wealth-and-asset-management/the-eu-alternative-investment-fund-industry>>

Προκάκης, Ε., 12/11/2020, “Η κρίση των dot-coms: Η χρηματοπιστωτική φούσκα της αρχής του Millenium” Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.offlinepost.gr/2020/11/12/h-krish-twn-dot-coms-h-xrhmatopistwtikh-fouska-ths-arxhs-tou-millenium/>>

<<https://www.stocklearning.gr/asset/article/1277/ta-ofeli-ton-enallaktikon-ependyseon.html>> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

Chladek, N., 07/05/2020, “7 TYPES OF ALTERNATIVE INVESTMENTS EVERYONE SHOULD KNOW” Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://online.hbs.edu/blog/post/types-of-alternative-investments>>

Κοτζαμάνης, Σ., 17/11/2020, “Β. Λαζαράκου: Θεσμικές αλλαγές για προσέλκυση funds και διαχειριστών”

<[https://www.euro2day.gr/news/market/article/2051876/v-lazarakoy-erhontai-thesmikes-allages-gia-proselk.html?fbclid=IwAR3L7Pq1wuOxdBC6gdfrNQb7EFidtCIUBbPJEn31NWwsfk9mJSAAMnfG-eVc](https://www.euro2day.gr/news/market/article/2051876/v-lazarakoy-erhontai-thesmikes-allages-gia-proselkwn-proselk.html?fbclid=IwAR3L7Pq1wuOxdBC6gdfrNQb7EFidtCIUBbPJEn31NWwsfk9mJSAAMnfG-eVc)> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.iolcus.gr/syxnes-erwtiseis/>> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.managedfunds.org/wp-content/uploads/2016/05/Alternatives-in-Todays-Capital-Markets.pdf>> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.taxheaven.gr/news/39621/epitroph-kefalaiaogoras-enhmerwsh-pros-toys-idiwtes-ependytes-anaforika-me-tis-ependyseis-se-meridia-organismwn-syllogikwn-ependysewn>> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.alfi.lu/en-gb/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicles/eltif,-euvaca,-eusef>> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.reit.com/what-reit>> Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>>  
Προσπελάστηκε στις 30/04/2022

<<https://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/40972327.pdf>>  
Προσπελάστηκε στις 30/04/2022