

# Η πιθανολόγηση της απόδοσης επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο

## Γνωμοδότηση

### Ερωτήματα

#### Μου τέθηκαν τα ακόλουθα ερωτήματα:

1. Είναι νόμιμη η ανακοίνωση σε πρόσωπο που προτίθεται να αγοράσει μερίδια αμοιβαίου κεφαλαίου, προβλεπόμενης απόδοσης της επένδυσής του;



**Σ. Α. Μούζουλα**  
Δ.Ν., Δικηγόρου

2. Σε περίπτωση κατά την οποία η προβλεπόμενη απόδοση δεν επιτευχθεί, ποιες είναι οι υποχρεώσεις της εταιρείας διαχείρισης του αμοιβαίου κεφαλαίου έναντι του μεριδιούχου;

3. Με ποιους όρους είναι νόμιμη η ανακοίνωση πιθανολογούμενης απόδοσης της επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο, κατά τρόπο ώστε να μην παραβιάζεται η αρχή της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων;

4. Είναι νόμιμος ο προκαθορισμός της ημερομηνίας εξαγοράς των μεριδίων του

αμοιβαίου κεφαλαίου και, σε περίπτωση καταφατικής απάντησης, ποιες είναι οι συνέπειές του για την εταιρεία διαχείρισης;

5. Σε περίπτωση κατά την οποία ο μεριδιούχος επιθυμεί να παραμείνει στο αμοιβαίο κεφάλαιο και μετά την προκαθορισμένη ημερομηνία εξαγοράς των μεριδίων του, ποια διαδικασία πρέπει να ακολουθηθεί από την εταιρεία διαχείρισης;

6. Είναι δυνατή η ανακοίνωση προβλεπόμενης απόδοσης της επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο σε ορισμένους επενδυτές και η άρνηση της πιθανολόγησης της απόδοσης σε άλλους, κατά την κρίση της εταιρείας διαχείρισης;

7. Αντίστοιχα, σε περίπτωση καταφατικής απάντησης στο προηγούμενο ερώτημα, είναι δυνατή η τύπωση δύο αιτήσεων συμμετοχής στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, με διαφορετικό περιεχόμενο, δηλαδή μιας αίτησης συμμετοχής, όπου θα αναγράφονται τα αναγκαία νόμιμα στοιχεία και μιας άλλης όπου, επί πλέον, θα αναγράφονται τα στοιχεία αίτησης εξαγοράς των μεριδίων;

8. Είναι δυνατόν η εταιρεία διαχείρισης να αρνείται τη συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο σε ορισμένα πρόσωπα, κατά την κρίση της και, σε περίπτωση καταφατικής απάντησης, με ποιους όρους ώστε να μην προκαλείται διακριτική μεταχείριση σε βάρος ορισμένων επενδυτών;

### Απάντηση

#### Στο πρώτο ερώτημα

1. Το άρθρο 24 παρ. 3 ν. 1969/91, όπως και το άρθρο 7 παρ. 2.8 της απόφασης 8422/1998 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς δεν επιτρέπουν την εγγύηση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αντίθετα, είναι νόμιμη η εγγύηση της απόδοσης του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί σε αμοιβαίο κεφάλαιο, εφόσον ως εγγυητής αναλαμβάνει πιστωτικό ίδρυμα. Οι ανωτέρω διατάξεις επιβάλλουν την αναγραφή, σε κάθε έντυπο, ανακοίνωση ή μήνυμα που αφορούν επένδυση σε αμοιβαίο κεφάλαιο να αναφέρεται ότι η απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου δεν είναι εγγυημένη.

2. Τα ανωτέρω όμως δεν αποκλείουν η εταιρεία διαχείρισης να αναλάβει “ηθική” δέσμευση έναντι του μεριδιούχου ότι η επένδυσή του στο συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο θα του αποφέρει κάποια δεδομένη απόδοση (βλ. Σ.



Μούζουλα, Τα αμοιβαία κεφάλαια εγγύησης και ο νόμος 1969/1991, Εφημ. ΕΣΠΡΕΣ 25.3.1997, 7). Αυτή η δέσμευση θα πηγάζει από τη σύνθεση του ενεργητικού του αμοιβαίου κεφαλαίου, η οποία θα επιτρέπει, σχεδόν με βεβαιότητα, με την εξαίρεση κάποιας κρίσης στην αγορά, την πρόβλεψη της απόδοσης, που θα εμφανίζεται ως πιθανολογούμενη. Ο “ηθικός” χαρακτήρας της δέσμευσης της εταιρείας διαχείρισης θα έχει την έννοια ότι αυτή η εταιρεία δεν αναλαμβάνει συμβατική υποχρέωση καταβολής της ενδεχόμενης αρνητικής διαφοράς μεταξύ της πιθανολογούμενης και της πραγματικής απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, στο μεριδιούχο. Επομένως, η εταιρεία διαχείρισης δεν εγγυάται, με τη νομική έννοια του όρου, την απόδοση της επένδυσης. Αυτή η πρακτική αναγνωρίζεται ως νόμιμη στην αλλοδαπή διεθνή πρακτική, όπου γίνεται λόγος για αμοιβαία κεφάλαια “ηθικής εγγύησης” (βλ. ιδίως, για το Λουξεμβούργο, J.-M. Gelhay, Guaranteed funds, FEFSI GMM, Dec. 5-6, 1996, Brussels). Το συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο, στην πραγματικότητα, δεν είναι, συνεπώς, αμοιβαίο κεφάλαιο εγγύησης, αλλά απλώς χαμηλού επενδυτικού κινδύνου βλ. ειδικότερα, S. Mouzoulas, New perspectives for guaranteed funds in Greece, IBCs 4th Pan-European Annual Conference, Brussels, 29th/30th Sept. 1998).

**3.** Θα πρέπει πάντως να υπογραμμισθεί η ανάγκη να καταστεί γνωστός στο μεριδιούχο ο χαρακτήρας της δέσμευσης της εταιρείας διαχείρισης και η έλλειψη συμβατικής υποχρέωσής της για καταβολή της αρνητικής διαφοράς μεταξύ πιθανολογούμενης και πραγματικής απόδοσης της επένδυσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο (βλ. και Μούζουλα, Τα αμοιβαία κεφάλαια εγγύησης ..., ό. π.). Ειδικότερα, θα πρέπει να τονιστεί στον επενδυτή ότι η απόδοση της τοποθέτησής του στο αμοιβαίο κεφάλαιο, η οποία του ανακοινώνεται, απλώς πιθανολογείται, με βάση τα δεδομένα της συγκεκριμένης στιγμής, χωρίς να προεξοφλείται ότι θα επιτευχθεί. Υπό αυτή την έννοια, ο μεριδιούχος θα πρέπει να αντιλαμβάνεται ότι δεν επενδύει σε αμοιβαίο κεφάλαιο εγγυημένης απόδοσης, αλλά σε οργανισμό χαμηλού επενδυτικού κινδύνου. Η νόμιμη υποχρέωση της εταιρείας διαχείρισης να επισημάνει στο μεριδιούχο ότι η επένδυση σε αμοιβαίο κεφάλαιο δεν παρέχει εγγυημένη απόδοση και ότι οι προγενέστερες αποδόσεις δεν προεξοφλούν τις μελλοντικές, διατηρείται, σε όλη της την έκταση.

### Στο δεύτερο ερώτημα

**1.** Η έλλειψη συμβατικής δέσμευσης της εταιρείας διαχείρισης να καλύψει την αρνητική διαφορά μεταξύ προβλεπόμενης και πραγματικής απόδοσης της επένδυσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο, έχει ως συνέπεια ότι ο μεριδιούχος δε διατηρεί νόμιμη αξίωση για την καταβολή αυτής της διαφοράς. Αρκεί η εταιρεία διαχείρισης ή το πρόσωπο του δικτύου της που προέβη στη διάθεση των συγκεκριμένων μεριδίων να είχε καταστήσει σαφές στον επενδυτή τον “ηθικό” χαρακτήρα της πιθανολόγησης της απόδοσης, ως δέσμευσης και την έλλειψη εγγύησης. Αποκαλύπτεται, κατ’ ακολουθία, η σημασία της ενημέρωσης του επενδυτή, για την πραγματική έννοια της πρόβλεψης της απόδοσης. Η ενδεχόμενη πλημμελής ενημέρωση του επενδυτή από το πρόσωπο που διέθεσε τα μερίδια, ενδέχεται να στοιχειοθετήσει την ευθύνη της εταιρείας διαχείρισης και την υποχρέωσή της να αποζημιώσει τον επενδυτή, ο οποίοςς πραγματοποίησε την επένδυσή του με βάση τα εσφαλμένα δεδομένα που του είχαν τεθεί υπόψη. Περαιτέρω ευθύνη της εταιρείας διαχείρισης για παράβαση του ν.1969/91, με τη συνακόλουθη επιβολή κυρώσεων από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, σύμφωνα με το άρθρο 47 ν. 1969/91, θα πρέπει να θεωρείται βέβαιη. Ομοίως, θα στοιχειοθετείται και ευθύνη των λοιπών προσώπων που αναφέρονται στις κατ’ ιδίαν διατάξεις αυτού του άρθρου, με τη συνδρομή των νόμιμων προϋποθέσεων.

**2.** Δεν είναι εξ άλλου νόμιμη ενδεχόμενη συμφωνία με τρίτο πρόσωπο, πχ το θεματοφύλακα του αμοιβαίου κεφαλαίου, ο οποίος θα εγγυάται την καταβολή του επί πλέον ποσού από την πιθανολογούμενη μέχρι την πραγματική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Μία τέτοια συμφωνία αντιβαίνει στο άρθρο 24 παρ. 3 τελ. εδ. ν. 1969/91, που επιτρέπει τη συμβατική εγγύηση μόνο του κεφαλαίου το οποίο επενδύεται στο αμοιβαίο κεφάλαιο και όχι της απόδοσης αυτού του ποσού. Από την άλλη πλευρά, η άρνηση της εταιρείας διαχείρισης να καλύψει την αρνητική διαφορά μεταξύ προβλεπόμενης και πραγματικής απόδοσης της επένδυσης, δεν αποκλείεται να βλάψει την καλή φήμη της εταιρείας και να επηρεάσει τη σχέση της με το συγκεκριμένο επενδυτή. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο, στην πράξη, ορισμένες εταιρείες διαχείρισης καταβάλλουν αυτή την αρνητική διαφορά στον επενδυτή, είτε μειώνοντας το ύψος των προμηθειών που λαμβάνουν, από τη



συγκεκριμένη επένδυση είτε από την ίδια περιουσία τους. Αυτή η πρακτική επιβάλλει τις ακόλουθες παρατηρήσεις:

**α)** Από νομικής απόψεως, η καταβολή, από την εταιρεία διαχείρισης, της αρνητικής διαφοράς μεταξύ προβλεπόμενης και πραγματικής απόδοσης της επένδυσης προκαλεί σύγχυση μεταξύ αφ' ενός μεν της απόδοσης του ποσού που επενδύθηκε, αφ' ετέρου δε των εσόδων αυτής της εταιρείας (βλ. Μουζουλας, *New perspectives ...*, ό. π.). Στο μέτρο δε που ο επενδυτής δεν αντιλαμβάνεται την προέλευση του ποσού, το οποίο λαμβάνει ως απόδοση της τοποθέτησής του, αυτή η καταβολή στερείται διαφάνειας. Επιπρόσθετα, τίθεται ένα ζήτημα ευμενέστερης μεταχείρισης ορισμένων μεριδιούχων έναντι άλλων, διότι οι πρώτοι λαμβάνουν, με αφορμή την επένδυσή τους, ένα πρόσθετο ποσό, το οποίο δεν αποδίδεται στους δεύτερους. Θα πρέπει πάντως να σημειωθεί ότι αυτό το ποσό δεν καταβάλλεται από την κοινή σε όλους τους μεριδιούχους περιουσία του αμοιβαίου κεφαλαίου, αλλά από την ίδια περιουσία της εταιρείας διαχείρισης, για λόγους τους οποίους αυτή κρίνει ότι εξυπηρετούν το συμφέρον της. Κάτω από αυτό το πρίσμα, η άνοιξη μεταχείριση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου διενεργείται από την πλευρά της εταιρείας διαχείρισης, η οποία αντιμετωπίζει αυτούς ως πελάτες της που της αποφέρουν έσοδα και όχι ως μεριδιούχους του αμοιβαίου κεφαλαίου. Επομένως, η ευνοϊκή μεταχείριση ορισμένων από αυτούς σε σχέση με άλλους οφείλεται σε λόγους που ανάγονται στο συμφέρον της εταιρείας διαχείρισης ως εμπορικής — κερδοσκοπικής — εταιρείας, χωρίς να δημιουργεί ζήτημα βλάβης των συμφερόντων των λοιπών μεριδιούχων.

**β)** Εφόσον η καταβολή της διαφοράς μεταξύ προβλεπόμενης και πραγματικής απόδοσης του ποσού επένδυσης επιτελεστεί με μείωση του ύψους της προμήθειας που λαμβάνει η εταιρεία διαχείρισης, αυτή η μείωση, ακριβώς επειδή συνεπάγεται την καταβολή μικρότερου ποσού από τον επενδυτή, ως έξοδο γι' αυτόν, αυξάνει αντίστοιχα το ύψος του ποσού που λαμβάνει κατά την εξαγορά των μεριδίων του και, συνακόλουθα, το ύψος της απόδοσης της επένδυσής του. Αυτή η μείωση θα μπορεί να επιτελείται πάντως ως προς τις προμήθειες που δεν έχει ακόμη λάβει η εταιρεία διαχείρισης, δηλαδή ως προς την προμήθεια εξαγοράς των μεριδίων. Η προμήθεια διάθεσης έχει ήδη καταβληθεί από τον επενδυτή και, επομένως, έχει καταχωρηθεί στα βιβλία της εταιρείας διαχείρισης ή του άλλου προσώπου που την

ανέλαβε. Η ενδεχόμενη εκ των υστέρων μείωσή της θα είχε ως συνέπεια την — αδικαιολόγητη και μη νόμιμη — διόρθωση των αντίστοιχων λογιστικών στοιχείων, της εταιρείας ή αυτού του άλλου προσώπου. Ομοίως, η μείωση της προμήθειας διαχείρισης δεν είναι νόμιμη, στο μέτρο που, ακόμη και εάν η προμήθεια δεν έχει εισπραχθεί, η διαφοροποίηση του ύψους της θα συνεπάγεται διακριτική μεταχείριση των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου της ίδιας κατηγορίας, οι οποίοι θα καταβάλλουν διαφορετικά ποσοστά προμηθειών. Σε κάθε περίπτωση, η μείωση θα πρέπει να καταλαμβάνει το σύνολο των μεριδιούχων που έχουν ενταχθεί στην ίδια κατηγορία, σύμφωνα με την απόφαση ΕΚ 8422/98, στο ίδιο ποσοστό, ακόμη και όταν έχουν οριστεί ανώτατα και κατώτατα όρια προμηθειών για κάθε κατηγορία επενδυτών. Διαφορετικά, η εταιρεία θα παραβιάζει την αρχή της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων, όπως εξειδικεύεται στο άρθρο 9 αυτής της απόφασης. Αυτή η αρχή επιβάλλει την απαίτηση του ίδιου ποσοστού προμήθειας, από όλους τους μεριδιούχους της αυτής κατηγορίας, εντός των ορίων που θέτει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας και, πάντοτε, σε συμφωνία με τον κανονισμό του αμοιβαίου κεφαλαίου.

**γ)** Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι η προμήθεια εξαγοράς οφείλει να αναγράφεται στην αίτηση συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο, όταν υπερβαίνει συγκεκριμένα ποσοστά, ανάλογα με την κατηγορία στην οποία έχει ενταχθεί το αμοιβαίο κεφάλαιο (0,5% για τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθεσίμων, 0,75% για τα ομολογιακά αμοιβαία κεφάλαια και 1% για τα αμοιβαία κεφάλαια των λοιπών κατηγοριών, απόφ. ΕΚ 8596/98). Επομένως, ο επενδυτής, σε τέτοια περίπτωση, γνωρίζει το ακριβές ύψος της προμήθειας εξαγοράς που θα καταβάλει, κατά την εξαγορά των μεριδίων του, όπως γνωρίζει και το ακριβές ύψος της προμήθειας διάθεσης, το οποίο επίσης αναγράφεται στην αίτηση συμμετοχής (βλ. άρθρο 9 παρ. 4 απόφ. ΕΚ 8422/98). Αυτό το ποσοστό, το οποίο αναγράφεται στην αίτηση συμμετοχής, είναι δεσμευτικό για την εταιρεία διαχείρισης, η οποία οφείλει να το τηρήσει.

Το ερώτημα ανακύπτει εάν η εταιρεία διαχείρισης δικαιούται να αυξήσει, σύμφωνα με τα ανωτέρω, πάντοτε τηρώντας την αρχή της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων της αυτής κατηγορίας, την απόδοση της επένδυσης, με την αντίστοιχη μείωση του ύψους της προμήθειας εξαγοράς, όταν αυτό το ύψος έχει εκ των προτέρων συμφωνηθεί,



δηλαδή όταν έχει αναγραφεί στην αίτηση συμμετοχής. Κατά την άποψή μου, η απάντηση στο ανωτέρω ερώτημα θα πρέπει να είναι καταφατική. Η μείωση του ύψους της προμήθειας εξαγοράς παραμένει νόμιμη, ακόμη και όταν αυτή η προμήθεια έχει προσυμφωνηθεί και αναγράφεται στην αίτηση συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο, διότι αυτή η συμφωνία και η συνακόλουθη αναγραφή της προμήθειας, ως υποχρέωση της εταιρείας διαχείρισης, έχουν τεθεί προς το συμφέρον του επενδυτή, για να γνωρίζει αυτός το ανώτατο ύψος προμήθειας που θα κληθεί να καταβάλει. Θα πρέπει όμως αυτή η μείωση να επιτελείται, στο ίδιο ποσοστό, για τους μεριδιούχους της αυτής κατηγορίας, ώστε να μην παραβιάζεται η αρχή της ίσης μεταχείρισής τους, όπως εξειδικεύεται στο άρθρο 9 της απόφασης ΕΚ 8422/98. Με αυτή την επιφύλαξη, υπό αυτή την έννοια, η ενδεχόμενη μείωση της προμήθειας θα αποβεί προς το συμφέρον του μεριδιούχου, διότι, τελικά, θα αυξήσει το ποσό που θα λάβει, ως απόδοση της επένδυσής του. Μόνο κάτω από αυτό το πρίσμα θα μπορούσε εξ άλλου να θεωρηθούν νόμιμες οι σχετικές διατάξεις των αποφάσεων ΕΚ 8422/98 και 8596/98, οι οποίες δεν είναι δυνατό να περιορίσουν τη δυνατότητα της εταιρείας διαχείρισης, που είναι κερδοσκοπική επιχείρηση να καθορίσει το ύψος των εσόδων της. Η αποδοχή της αντίθετης άποψης θα είχε ως συνέπεια την ανάμιξη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε ένα ζήτημα σκοπιμότητας της πολιτικής της εταιρείας διαχείρισης. Μία τέτοια ανάμιξη είναι αντίθετη με την αρχή του ελέγχου μόνο της νομιμότητας και όχι της σκοπιμότητας των ενεργειών της εταιρείας διαχείρισης. Σε κάθε περίπτωση πάντως, ακριβώς επειδή η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ενδέχεται να μην υιοθετήσει αυτή την άποψη — όχι ορθά — δε συνιστώ στην εταιρεία να μεταβάλει το ύψος των προμηθειών εξαγοράς που έχουν προσυμφωνηθεί, ακόμη και προς τα κάτω.

**δ)** Η καταβολή της αρνητικής διαφοράς μεταξύ πιθανολογούμενης και πραγματικής απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας διαχείρισης ενδέχεται να δημιουργήσει φορολογικά ζητήματα. Το σχετικό ποσό που θα καταβληθεί κατά την εξαγορά των μεριδίων, δε θα είναι δυνατό να θεωρηθεί ως πρόσθετη αξία από την εξαγορά, κατά την έννοια του άρθρου 48 παρ. 4 ν. 1969/91. Επομένως, θα πρέπει να φορολογηθεί ως εισόδημα του μεριδιούχου, διότι δεν ισχύει η φορολογική απαλλαγή αυτής της διάταξης, ως προς αυτό το ποσό. Κατ' ακολουθία, η εταιρεία

διαχείρισης, για να μη συντελέσει στην απόκρυψη φορολογητέου εισοδήματος του μεριδιούχου, οφείλει να διακρίνει στη βεβαίωση εξαγοράς που θα του χορηγήσει, την πραγματική απόδοση της επένδυσης και τη “συμπλήρωση” αυτής της απόδοσης από τα ίδια περιουσιακά της στοιχεία. Επιπρόσθετα, θα πρέπει να καταστήσει σαφές στον επενδυτή, πριν από την απόκτηση των μεριδίων του, ότι αυτός θα οφείλει φόρο εισοδήματος για το επιπλέον από την πραγματική απόδοση της επένδυσής του ποσό, που ενδεχόμενα θα του καταβληθεί. Η τυχόν παράλειψη ενημέρωσης του μεριδιούχου για αυτή τη συνέπεια θέτει ζήτημα ευθύνης της εταιρείας διαχείρισης απέναντί του, για αποζημιωσή του, με την καταβολή σε αυτόν του ποσού που αντιστοιχεί στο φόρο και που υποχρεώθηκε να καταβάλει. Εξ άλλου, ενδεχόμενη παράλειψη δήλωσης αυτού του ποσού στη βεβαίωση εξαγοράς, επισύρει την ευθύνη της εταιρείας διαχείρισης έναντι της φορολογικής αρχής, για απόκρυψη φορολογητέου εισοδήματος.

Το ποσό που, ενδεχόμενα, θα καταβληθεί, σύμφωνα με τα ανωτέρω, στο μεριδιούχο, από τα ίδια περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας διαχείρισης, ως διαφορά μεταξύ της πιθανολογούμενης και της πραγματικής απόδοσης της επένδυσής του, δεν εκπίπτει ως έξοδο της εταιρείας και δε μειώνει το εισόδημά της. Πρακτικά συνεπώς, η εταιρεία διαχείρισης, εφόσον καταβάλει αυτή τη διαφορά από τα έσοδά της, θα φορολογηθεί και για τα σχετικά ποσά, στο μέτρο που αυτά αποτελούν φορολογητέο εισόδημά της, με το φόρο εισοδήματος νομικών προσώπων.

**3.** Σε περίπτωση κατά την οποία η πραγματική απόδοση της επένδυσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο υπήρξε υψηλότερη από την προβλεπόμενη, η εταιρεία θα υποχρεούται να καταβάλει στο μεριδιούχο, κατά την εξαγορά των μεριδίων του, το ποσό που αντιστοιχεί στην πραγματική απόδοση. Πρακτικά επομένως, ο μεριδιούχος θα λάβει μεγαλύτερο ποσό από αυτό που ανέμενε, με βάση τις προβλέψεις της εταιρείας διαχείρισης. Η εταιρεία διαχείρισης δε θα δικαιούται να μειώσει αυτό το επιπλέον ποσό αυξάνοντας το ύψος της προμήθειας εξαγοράς που θα καταβάλει ο μεριδιούχος. Κατ' αρχήν, η τήρηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων της ίδιας κατηγορίας, όπως εξειδικεύεται από το άρθρο 9 παρ. 3 της απόφασης ΕΚ 8422/98, επιβάλλει την ισοδύναμη μείωση του ποσοστού προμηθειών του συνόλου από αυτούς. Επιπρόσθετα, η αύξηση του ποσοστού της προμήθειας εξαγοράς, για τη



μείωση του ποσού που θα λάβει ο επενδυτής ως απόδοση της τοποθέτησής του στο αμοιβαίο κεφάλαιο, θέτει σοβαρά ζητήματα διαφάνειας και συνιστά, κατά τη γνώμη μου, άσκηση δικαιώματος κατά καταχρηστικό τρόπο, με την έννοια του άρθρου 281 ΑΚ. Επομένως, η απόφαση της εταιρείας διαχείρισης για την αύξηση της προμήθειας, θα ελέγχεται ως άκυρη. Άλλο είναι το ζήτημα πώς θα καταδειχθεί η “αύξηση” της προμήθειας, όταν αυτή δεν έχει προσυμφωνηθεί και με δεδομένο ότι αφ’ ενός μεν η προμήθεια παραμένει εντός των ορίων του κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου, αφ’ ετέρου δε είναι ισοδύναμη για το σύνολο των μεριδιούχων της αυτής κατηγορίας.

### Στο τρίτο ερώτημα

**1.** Με βάση το γεγονός ότι η εταιρεία διαχείρισης προβαίνει σε εκτίμηση της πιθανολογούμενης απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, σύμφωνα με τα ανωτέρω, έχοντας υπόψη τις ισχύουσες εκείνη τη δεδομένη στιγμή συνθήκες, δεν είναι δυνατό η πρόβλεψη της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου να διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή. Με άλλες λέξεις, την ίδια δεδομένη στιγμή, για το σύνολο των προσώπων που επενδύουν στο συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο, η εταιρεία διαχείρισης δε δύναται παρά να προβλέψει την ίδια απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Διαφορά ως προς το ποσοστό απόδοσης του επενδύμενου στο αμοιβαίο κεφάλαιο ποσού δικαιολογείται μόνο εάν αυτό το ποσό ή η διάρκεια επένδυσής του στο αμοιβαίο κεφάλαιο διαφέρουν μεταξύ επενδυτών. Το Χ ποσό, που επενδύεται για Ω ημέρες αποφέρει διαφορετική απόδοση από το Ψ ποσό που επενδύεται για Τ ημέρες. Η διαφορά της απόδοσης της επένδυσης ενδέχεται εξ άλλου να δικαιολογείται από τη διαφοροποίηση του ύψους της προμήθειας, από επενδυτή σε επενδυτή. Σε τέτοια όμως περίπτωση, η εταιρεία διαχείρισης οφείλει να τηρήσει τον όρο του άρθρου 9 παρ. 3 της απόφασης ΕΚ 8422/98, που επιβάλλει την ίση μεταχείριση των επενδυτών οι οποίοι κατατάσσονται στην ίδια κατηγορία. Αυτή η διάταξη επιτρέπει πάντως στην εταιρεία διαχείρισης να προσαρμόσει το προμηθειακό καθεστώς του αμοιβαίου κεφαλαίου στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των πελατών της ή στο ύψος ή τη διάρκεια της επένδυσης, κατά τρόπο ώστε να έχει ένα ευρύ πλαίσιο διακριτικής ευχέρειας διαφοροποίησης του ποσοστού των προμηθειών.

**2.** Η πρόβλεψη της εταιρείας διαχείρισης,

σχετικά με την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου, δεν αποκλείεται όμως να είναι διαφορετική, όταν βασίζεται σε άλλα δεδομένα. Η δε διαφοροποίηση των δεδομένων, σε εξαιρετικές έκτακτες περιπτώσεις, δεν αποκλείεται να συμβεί και εντός της ίδιας εργάσιμης ημέρας. Σε αυτή την περίπτωση, θα πρέπει να γίνει δεκτό ότι η πιθανολογούμενη απόδοση της επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο θα μπορεί να διαφέρει από επενδυτή σε επενδυτή, ανεξάρτητα από στοιχεία που ανάγονται στο πρόσωπό του, ακριβώς επειδή η πρόβλεψη της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου επιτελείται με διαφορετικά κριτήρια. Το ερώτημα ανακύπτει ποιος κρίνει ότι υπάρχει διαφοροποίηση των συνθηκών, σε ποσοστό που να δικαιολογεί την αντίστοιχη διαφοροποίηση της πρόβλεψης για την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου. Αυτή τη διαφοροποίηση θα κρίνει ο διαχειριστής του αμοιβαίου κεφαλαίου, δηλαδή η εταιρεία διαχείρισης. Αυτή όμως θα πρέπει να είναι πάντοτε σε θέση να δικαιολογήσει τη “διαφορετική μεταχείριση” των μεριδιούχων, με την ανακοίνωση διαφορετικών προβλέψεων, σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ. 3 της απόφασης ΕΚ 8422/98.

**3.** Σε γενικές γραμμές, η εταιρεία διαχείρισης θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτική ώστε η πιθανολόγηση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου να επιτελείται — και να δημοσιοποιείται δια μέσου του δικτύου της — με τα ίδια κριτήρια, για το σύνολο των επενδυτών. Από εκεί και πέρα, η πιθανολογούμενη απόδοση της συγκεκριμένης επένδυσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο μπορεί να διαφέρει, από επενδυτή σε επενδυτή, ανάλογα με το ύψος και τη διάρκεια της επένδυσής του, ή με τις υφιστάμενες κατά το χρόνο της υποβολής της αίτησης συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο συνθήκες. Ενδεχόμενη διαφοροποίηση με βάση το ποσοστό των προμηθειών που θα καταβάλει ο επενδυτής θα πρέπει να μην αντιβαίνει στο διαχωρισμό των επενδυτών σε κατηγορίες, σύμφωνα με την απόφαση ΕΚ 8422/98. Ερωτάται όμως εάν είναι δυνατό να θεωρήσει η εταιρεία διαχείρισης ότι η ανακοίνωση πιθανολογούμενης απόδοσης στο μεριδιούχο συνιστά κριτήριο κατάταξής του σε ειδική κατηγορία επενδυτών. Η καταφατική απάντηση σε αυτό το ερώτημα προσκρούει στο χαρακτήρα της πιθανολόγησης ως “ηθικής” δέσμευσης της εταιρείας διαχείρισης, η οποία, ως τέτοια, δε δημιουργεί συμβατική της υποχρέωση. Επομένως, η εταιρεία διαχείρισης δε δύναται να θεμελιώσει τη διαφοροποίηση



των επενδυτών σε πρόσθετη υποχρέωσή της έναντι ορισμένων από αυτούς. Από την άλλη όμως πλευρά, αυτή η ηθική δέσμευση επηρεάζει και την επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου, τα στοιχεία του ενεργητικού του οποίου θα επενδύονται κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να αυξάνουν οι πιθανότητες επίτευξης της προβλεπόμενης απόδοσης. Το “τίμημα” αυτής της επενδυτικής πολιτικής του αμοιβαίου κεφαλαίου θα μπορούσε, υπό αυτό το πρίσμα να χρεωθεί στους μεριδιούχους οι οποίοι την προκαλούν, με την καταβολή κάποιας προμήθειας, υψηλότερης από αυτή που θα καταβάλλουν οι λοιποί μεριδιούχοι. Οι τελευταίοι απλώς υπομένουν τις συνέπειες — θετικές ή αρνητικές — αυτού του επενδυτικού προσανατολισμού. Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι οι συνέπειες της επενδυτικής πολιτικής του αμοιβαίου κεφαλαίου επέρχονται στο σύνολο των μεριδιούχων, με τον ίδιο τρόπο. Επομένως, το κριτήριο της διαφοροποίησής τους, για την απαίτηση διαφορετικού ύψους προμηθειών, δεν είναι δυνατό, ούτε σε αυτό το πλαίσιο ιδεών να θεμελιωθεί σε πειστική βάση. Κάτω από αυτές τις συνθήκες, ορθότερο είναι η ενδεχόμενη διαφοροποίηση των επενδυτών να επιτελείται με βάση άλλα κριτήρια, πχ ύψος του επενδύμενου ποσού, διάρκεια της επένδυσης, διάκριση μεταξύ φυσικών και νομικών προσώπων ή μεταξύ προσώπων ιδιωτικού δικαίου και του Δημοσίου κλπ.

#### Στο τέταρτο ερώτημα

**1.** Σύμφωνα με το άρθρο 25 παρ. 1 ν. 1969/91, η εξαγορά των μεριδίων είναι υποχρεωτική για την εταιρεία διαχείρισης, όταν ζητήσει αυτή ο μεριδιούχος. Η αίτηση εξαγοράς υποβάλλεται εγγράφως προς την εταιρεία διαχείρισης, μαζί με τους τίτλους που ενδεχόμενα αντιπροσωπεύουν αυτά τα μερίδια (άρθρο 25 παρ. 2 ν. 1969/91). Η αξία των μεριδίων υπολογίζεται με βάση την τιμή εξαγοράς της ημερομηνίας υποβολής της αίτησης εξαγοράς, κατά τα ειδικότερα οριζόμενα στο άρθρο 25 παρ. 5 ν. 1969/91 και καταβάλλεται στο δικαιούχο μεριδιούχο εντός πέντε ημερών από την ημερομηνία υποβολής της αίτησης (άρθρο 25 παρ. 3 ν. 1969/91).

**2.** Από αυτό το πλέγμα διατάξεων, προκύπτει ότι η ημερομηνία υποβολής της αίτησης εξαγοράς είναι σημαντική για τον καθορισμό του χρονικού σημείου της υποχρέωσης της εταιρείας διαχείρισης να ικανοποιήσει το σχετικό αίτημα και για τον υπολογισμό της αξίας των μεριδίων που εξαγοράζονται. Το

ερώτημα που ανακύπτει είναι εάν είναι δυνατό να καθοριστεί διαφορετική ημερομηνία εξαγοράς από αυτή κατά την οποία υποβάλλεται το αίτημα εξαγοράς. Η καταφατική απάντηση σε αυτό το ερώτημα δεν προσκρούει σε κάποια διάταξη της νομοθεσίας των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αρκεί στο σχετικό έντυπο να επιτελείται διαφοροποίηση της ημερομηνίας υποβολής της αίτησης και της ημερομηνίας κατά την οποία θα διενεργηθεί η εξαγορά.

Αυτή η άποψη θεμελιώνεται στην ίδια τη διατύπωση του άρθρου 25 παρ. 1, που αφήνει πλήρη ευχέρεια στο μεριδιούχο να αποφασίσει για το χρονικό σημείο κατά το οποίο θα ζητήσει την εξαγορά των μεριδίων του. Επομένως, αυτός δικαιούται να αποφασίσει εκ των προτέρων μία ημερομηνία, κατά την οποία η εταιρεία διαχείρισης θα υποχρεούται να προβεί στην εξαγορά. Αυτός ο προκαθορισμός της ημερομηνίας εξαγοράς δεν αντίκειται στο άρθρο 25 παρ. 3, που υποχρεώνει την εταιρεία διαχείρισης να καταβάλει την αξία των μεριδίων εντός πέντε ημερών “από την ημερομηνία υποβολής της αιτήσεως για την εξαγορά ...”. Η έκφραση “ημερομηνία υποβολής της αιτήσεως” έχει την έννοια της ημερομηνίας κατά την οποία ζητείται να γίνει η εξαγορά και όχι της ημερομηνίας κατάθεσης της αίτησης στην εταιρεία διαχείρισης. Η ίδια παρατήρηση ισχύει και για το άρθρο 25 παρ. 5, που επίσης αναφέρεται στην “ημερομηνία υποβολής της αίτησης (...) για την εξαγορά”.

**3.** Σε κάθε περίπτωση, από το περιεχόμενο της αίτησης εξαγοράς, θα πρέπει να προκύπτει με σαφήνεια η ημερομηνία, κατά την οποία θα γίνει η εξαγορά των μεριδίων. Από εκείνη την ημερομηνία αρχίζει η προθεσμία του άρθρου 25 παρ. 3 ν. 1969/91, για την καταβολή της αξίας των μεριδίων που εξαγοράστηκαν. Υπό αυτή την έννοια, η ημερομηνία κατάθεσης της αίτησης στην εταιρεία διαχείρισης θα ισχύει ως δόλωση βουλήσεως για τη διενέργεια εξαγοράς κάποια άλλη συγκεκριμένη ημερομηνία.

**4.** Ο προκαθορισμός της ημερομηνίας εξαγοράς δε στερεί από το μεριδιούχο το δικαίωμα να υποβάλει, σε μεταγενέστερη ημερομηνία από αυτή της κατάθεσης της αίτησης, αίτημα εξαγοράς των μεριδίων του, σε προγενέστερη ημερομηνία, από αυτή κατά την οποία θα διενεργηθεί η εξαγορά, σε εκτέλεση της αρχικής συμφωνίας. Αντίστοιχα, η εταιρεία διαχείρισης θα υποχρεούται να ικανοποιήσει το σχετικό αίτημα του μεριδιούχου, χωρίς να



αναμένει την ημερομηνία κατά την οποία η εξαγορά είχε ζητηθεί αρχικά. Με άλλες λέξεις, το αρχικό αίτημα του μεριδιούχου για εξαγορά των μεριδίων του σε μεταγενέστερη ημερομηνία, απλώς δημιουργεί υποχρέωση της εταιρείας διαχείρισης να προβεί στην εξαγορά, αυτή την ημερομηνία. Ως προς το μεριδιούχο, η αίτηση δεν παράγει καμία δέσμευση πριν από αυτή την ημερομηνία. Μόνη αυτή η λύση είναι σύμφωνα με το χαρακτήρα των αμοιβαίων κεφαλαίων του ν. 1969/91 ως οργανισμών συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου, που σημαίνει ότι ο μεριδιούχος δύναται, οποτεδήποτε να εξέλθει από τον οργανισμό, χωρίς αυτό του το δικαίωμα να μπορεί να περιοριστεί, με την επιφύλαξη του άρθρου 25 παρ. 4 ν. 1969/91. Ενδεχόμενη συμφωνία με την οποία θα περιορίζεται το δικαίωμα του μεριδιούχου να ζητήσει την εξαγορά των μεριδίων του, πχ με την αιτιολογία ότι ήδη έχει προκαθορισθεί δεσμευτική ημερομηνία εξαγοράς, είναι άκυρη.

5. Θα πρέπει όμως εξίσου να σημειωθεί ότι η προβλεπόμενη απόδοση της επένδυσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο συναρτάται, σε μεγάλο βαθμό και από το διάστημα παραμονής σε αυτό. Η εταιρεία διαχείρισης πιθανολογεί την απόδοση της επένδυσης, έχοντας υπόψη της συγκεκριμένο χρόνο ισχύος της συμμετοχής. Η μεταβολή αυτού του χρόνου ενδέχεται να συνεπάγεται και αντίστοιχη μεταβολή της απόδοσης της επένδυσης, η οποία δε θα είναι δυνατό να έχει προβλεφθεί. Εφόσον δε η διάρκεια παραμονής στο αμοιβαίο κεφάλαιο μειωθεί, ενδέχεται να τεθεί ζήτημα και αλλαγής κατηγορίας του επενδυτή και συνακόλουθης μεταβολής του ύψους της προμήθειας που θα καταβάλει στην εταιρεία διαχείρισης. Σε περίπτωση κατά την οποία η προμήθεια εξαγοράς έχει προσυμφωνηθεί και αναγραφεί στην αίτηση συμμετοχής, σύμφωνα με τα ανωτέρω, η μεταβολή της προμήθειας προϋποθέτει πάντως σχετική, προγενέστερη της μεταβολής, συμφωνία, διότι ο προκαθορισμός της προμήθειας εξαγοράς επιτελείται, κατ' αρχήν, ανεξάρτητα από το χρόνο συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο, εκτός εάν προκύπτει, από τη σχετική συμφωνία, κάτι διαφορετικό. Με άλλες λέξεις, η εταιρεία διαχείρισης θα δικαιούται να επισημαίνει στο μεριδιούχο ότι η ενδεχόμενη έξοδος του από το αμοιβαίο κεφάλαιο, σε χρονικό σημείο πριν από την προσυμφωνημένη ημερομηνία εξαγοράς, θα συνεπάγεται την καταβολή υψηλότερης προμήθειας. Εφόσον όμως αυτή η προμήθεια πρόκειται να υπερβεί το ποσοστό που ορίζεται

στην απόφαση ΕΚ 8596/88, η νομιμότητα της απαίτησής της από την εταιρεία διαχείρισης προϋποθέτει σχετική μεία του ποσοστού στην αίτηση συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο, με τους όρους αυτής της απόφασης.

6. Εάν η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο υφίσταται στο όνομα περισσότερων συνδικαιούχων, οποιοσδήποτε από αυτούς δικαιούται να ζητήσει την εξαγορά των μεριδίων, σε προγενέστερη από την προσυμφωνηθείσα ημερομηνία, χωρίς να εξετάζεται εάν αυτός έχει υπογράψει την αίτηση συμμετοχής και, κατ' ακολουθία, έχει προσυμφωνήσει την ημερομηνία εξαγοράς. Οποιοσδήποτε από τους συνδικαιούχους των μεριδίων, ο οποίος, ως τέτοιος, ασκεί το σύνολο των δικαιωμάτων του μεριδιούχου (βλ. άρθρο 19 παρ. 4 ν. 1969/91 και Σ. Μούζουλα, Οι οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων στην Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 171-172), δικαιούται να υποβάλει αίτημα εξαγοράς των μεριδίων, πριν από την ημερομηνία για την οποία η εξαγορά έχει προσυμφωνηθεί. Η δε εταιρεία διαχείρισης δε δύναται να μην κάνει δεκτό το αίτημα εξαγοράς, με την αιτιολογία ότι υφίσταται προσυμφωνία με τον "κύριο" δικαιούχο, διότι η δέσμευση της εταιρείας διαχείρισης εξαντλείται στην υποχρέωσή της να προβεί στην εξαγορά εκείνη την ημερομηνία, εκτός εάν ζητηθεί η εξαγορά σε προγενέστερη ημερομηνία, από οποιονδήποτε συνδικαιούχο των μεριδίων. Υπό αυτή την έννοια, η προσυμφωνία της ημερομηνίας εξαγοράς των μεριδίων από τον "κύριο" δικαιούχο των μεριδίων δε δεσμεύει τους συνδικαιούχους αυτών των μεριδίων.

#### Στο πέμπτο ερώτημα

1. Οπως επισημάνθηκε, την ημερομηνία για την οποία έχει ζητηθεί η εξαγορά των μεριδίων, η εταιρεία διαχείρισης υποχρεούται να εξαγοράσει τα μερίδια, εκτός εάν έχει υποβληθεί, σύμφωνα με τα ανωτέρω, αίτημα εξαγοράς των μεριδίων σε προγενέστερη ημερομηνία. Επομένως, η συνέχιση της παραμονής στο αμοιβαίο κεφάλαιο προϋποθέτει την ανάκληση της αίτησης εξαγοράς που έχει προσυμφωνηθεί, πριν από την ημερομηνία για την οποία έχει ζητηθεί η εξαγορά. Διαφορετικά, η εταιρεία διαχείρισης υποχρεούται να εξαγοράσει τα μερίδια αυτή την τελευταία ημερομηνία. Ο μεριδιούχος, από αυτή την ημερομηνία και εφεξής, εφόσον επιθυμεί να μετάσχει και πάλι στο αμοιβαίο



κεφάλαιο, θα πρέπει να υποβάλει νέα αίτηση συμμετοχής, για την οποία όμως δε θα ισχύουν οι ενδεχόμενες συμφωνίες σχετικά με τις προμήθειες (πάντοτε με την επιφύλαξη της τήρησης του άρθρου 9 παρ. 3 της απόφασης ΕΚ 8422/98), ούτε η πιθανολογούμενη απόδοση της επένδυσης, εκτός εάν συμφωνηθεί διαφορετικά μεταξύ του επενδυτή και της εταιρείας διαχείρισης. Με άλλες λέξεις, η “επανεπένδυση” στο αμοιβαίο κεφάλαιο προϋποθέτει την υποβολή νέας αίτησης συμμετοχής, εκτός εάν ανακληθεί η αίτηση εξαγοράς στην ημερομηνία που έχει προσυμφωνηθεί, πριν από αυτή την ημερομηνία. Σε αυτή την τελευταία περίπτωση, η συμμετοχή συνεχίζεται και μετά από αυτή την ημερομηνία.

**2.** Αντισταθμίζεται συνεπώς κανείς ότι η αναγνώριση στο μεριδιούχο του δικαιώματος υποβολής αίτησης εξαγοράς των μεριδίων του, οποτεδήποτε, χωρίς περιορισμό, με μόνη την επιφύλαξη της περίπτωσης αναστολής της εξαγοράς των μεριδίων, δεν επιτρέπει συμφωνία κατά την οποία η δήλωση της βούλησης για την εξαγορά των μεριδίων σε συγκεκριμένη ημερομηνία είναι ανέκκλητη, με την έννοια ότι αυτή η δήλωση θα δεσμεύει το μεριδιούχο για το διάστημα πριν από την ημερομηνία εξαγοράς να μην υποβάλει αίτηση εξαγοράς σε προγενέστερη ημερομηνία. Ο μεριδιούχος συνεπώς δικαιούται, οποτεδήποτε, ακριβώς επειδή η ημερομηνία εξαγοράς αποφασίζεται ελεύθερα από αυτόν να ανακαλέσει τη δήλωση βουλήσεώς του για την εξαγορά τη συγκεκριμένη ημερομηνία, υποβάλλοντας αίτηση εξαγοράς, τουλάχιστον σε προγενέστερη από αυτή την ημερομηνία. Ο περιορισμός του δικαιώματος εξαγοράς, ακόμη και με τη συναίνεση του δικαιούχου μεριδιούχου, δεν είναι δυνατός διότι, κατ’ αυτό τον τρόπο, αλλοιώνεται ο χαρακτήρας του αμοιβαίου κεφαλαίου του ν. 1969/91 ως οργανισμού συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου. Αυτός ο χαρακτήρας καθιερώνεται με τις αναγκαστικού δικαίου διατάξεις του άρθρου 17 παρ. 1 και 17α παρ. 1 αυτού του νόμου.

**3.** Η συμφωνία για το ανέκκλητο της δήλωσης βούλησης για υποβολή αίτησης εξαγοράς σε προκαθορισμένη ημερομηνία, με την έννοια της μετάθεσης αυτής της ημερομηνίας σε ακόμη μεταγενέστερο χρόνο, με συνέπεια τη διατήρηση της συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, κατ’ αρχήν, δε φαίνεται όμως να προσκρούει στο χαρακτήρα του αμοιβαίου

κεφαλαίου ως οργανισμού συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου, κατά την έννοια του άρθρου 17 παρ. 1 ν. 1969/91. Το ανέκκλητο έχει, σε αυτή την περίπτωση, την έννοια του περιορισμού του χρόνου συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο, σε συγκεκριμένο, προκαθορισμένο, χρονικό διάστημα, για το οποίο ισχύουν οι όροι που έχουν συμφωνηθεί ή ανακοινωθεί. Αυτός ο περιορισμός είναι νόμιμος, διότι δεν περιορίζει το δικαίωμα εξαγοράς, αλλά οριοθετεί το χρόνο της συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο, με τη θέσπιση ανώτατου χρονικού ορίου, μετά την πάροδο του οποίου δε θα ισχύουν οι όροι με τους οποίους αποφασίστηκε η συμμετοχή. Ο δε χαρακτήρας ενός οργανισμού συλλογικών επενδύσεων ως ανοικτού τύπου κρίνεται με βάση όχι τη δυνατότητα εισόδου στον οργανισμό, αλλά το δικαίωμα εξόδου από αυτόν (βλ. Μούζουλα, Τα αμοιβαία κεφάλαια εγγύησης ..., ό. π.). Θα πρέπει όμως να σημειωθεί ότι το ανέκκλητο, σε αυτή την περίπτωση, είναι εύκολο να παρακαμφθεί, με την υποβολή αίτησης εξαγοράς των μεριδίων, σε προγενέστερη από την προσυμφωνηθείσα ημερομηνία εξαγοράς και με την υποβολή νέας αίτησης συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο. Σε αυτή την περίπτωση όμως, τόσο το ποσοστό των προμηθειών, όσο και το ύψος της πιθανολογούμενης απόδοσης ενδέχεται να μεταβληθούν.

#### Στο έκτο ερώτημα

**1.** Η εταιρεία διαχείρισης πιθανολογεί την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου με βάση τις υφιστάμενες κάθε φορά συνθήκες. Όπως ήδη αναφέρθηκε ανωτέρω, αυτές οι συνθήκες διαρκώς μεταβάλλονται, με αποτέλεσμα η πιθανολόγηση της απόδοσης να τίθεται κάθε φορά σε διαφορετική βάση. Δεν αποκλείεται συνεπώς, οι υφιστάμενες κάποια δεδομένη στιγμή συνθήκες, εξαιτίας της ρευστότητάς τους να μην επιτρέπουν την πιθανολόγηση της απόδοσης κατά τρόπο ικανοποιητικό για την εταιρεία. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η εταιρεία δικαιούται να μην ανακοινώσει πιθανολογούμενη απόδοση, ακόμη και εάν έχει ανακοινώσει τέτοια σε άλλους μεριδιούχους, άλλες χρονικές στιγμές.

**2.** Με άλλες λέξεις, η πιθανολόγηση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου αποτελεί ευχέρεια της εταιρείας διαχείρισης, η οποία





εκτιμά τη σκοπιμότητα ανάληψης “ηθικής”, σύμφωνα με τα ανωτέρω, δέσμευσης έναντι του μεριδιούχου. Αυτή η εταιρεία ενδέχεται να κρίνει ότι δεν πρέπει να πιθανολογήσει αποδόσεις και σε περίοδο κατά την οποία μπορεί να συνάγει πρόβλεψη της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου, πχ όταν το επενδύσιμο ποσό είναι ιδιαίτερα υψηλό και, σε περίπτωση μη επίτευξης της προβλεπόμενης απόδοσης, ο μεριδιούχος θα αναλάβει ποσό σημαντικά χαμηλότερο από αυτό που θα ανέμενε, γεγονός που ενδέχεται να βλάψει τη φήμη της εταιρείας. Με άλλες λέξεις, η εταιρεία διαχείρισης κρίνει κατά περίπτωση εάν θα προβεί σε πιθανολόγηση των αποδόσεων των επενδύσεων σε αμοιβαίο κεφάλαιο. Αρκεί αυτή η κρίση να μην έρχεται σε αντίθεση με την αρχή της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων, δηλαδή να βασίζεται σε αντικειμενικά κριτήρια, που θα ίσχυαν για κάθε επενδυτή ο οποίος θα βρισκόταν σε ανάλογη θέση.

**3.** Το ερώτημα ανακύπτει εάν η εταιρεία διαχείρισης δικαιούται να μεταθέσει την απόφαση για την πιθανολόγηση της απόδοσης από αυτή, στο μεριδιούχο, με την έννοια ότι θα παρέχει σε αυτόν το δικαίωμα επιλογής μεταξύ συμμετοχής, στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, με ή χωρίς πιθανολογούμενη απόδοση. Το ερώτημα θα μπορούσε να επεκταθεί και ως προς το εάν αυτή η ευχέρεια θα μπορούσε να συνδυασθεί με τον καθορισμό υψηλότερης προμήθειας, σε περίπτωση κατά την οποία ο μεριδιούχος θα είχε επιλέξει την πιθανολόγηση της απόδοσης. Αυτή η διάκριση των μεριδιούχων, με επιλογή τους, δημιουργεί, πρακτικά, δύο μορφές επένδυσης στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, γεγονός το οποίο ανιβαίνει στο χαρακτήρα του οργανισμού ως μορφής συλλογικής επένδυσης. Αυτές οι μορφές προσδιορίζονται υπό το πρίσμα της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου. Συγκεκριμένα, ένα μέρος των μεριδιούχων του αμοιβαίου κεφαλαίου θα διαβλέπει σε αυτό την “ηθική” δέσμευση ως προς την πρόβλεψη της απόδοσης της επένδυσής τους, όπως αυτή η πρόβλεψη διαγράφεται με την επενδυτική στρατηγική του αμοιβαίου κεφαλαίου, σε τοποθετήσεις ασφαλούς απόδοσης. Αντίθετα, ένα άλλο μέρος των μεριδιούχων δε θα στηρίζει την απόφαση προς επένδυση στο συγκεκριμένο αμοιβαίο κεφάλαιο, σε αυτό το χαρακτήρα του, ο οποίος όμως θα είναι δεδομένος, τουλάχιστον στο μέτρο που σχετίζεται με το ύψος των επενδύσεων στο αμοιβαίο

κεφάλαιο από τους μεριδιούχους, στους οποίους δόθηκε πιθανολογούμενη απόδοση. Συμπερασματικά, η μετάθεση της απόφασης για τη μεταχείριση των μεριδιούχων, ως προς την απόδοση της επένδυσής τους θέτει ζητήματα διαφοροποίησης της επενδυτικής στρατηγικής του αμοιβαίου κεφαλαίου, ως προς ορισμένους μεριδιούχους του. Εξ άλλου, ζήτημα δημιουργείται και από το γεγονός ότι αυτή η διαφοροποίηση των επενδυτών συνεπάγεται και αντίστοιχη διαφοροποίηση των συμφερόντων τους. Ειδικότερα, ενδέχεται, σε κάποια χρονική στιγμή να είναι προς όφελος των μεριδιούχων η επένδυση σε στοιχεία που παρουσιάζουν κάποιον αυξημένο κίνδυνο, πάντοτε εντός των νόμιμων ορίων. Ωστόσο, αυτή η επένδυση δεν αποκλείεται να θέσει σε κίνδυνο την επίτευξη της προβλεπόμενης απόδοσης, όπως παρουσιάστηκε σε ορισμένους μεριδιούχους. Υπό αυτό το πρίσμα, υφίσταται σύγκρουση συμφερόντων των μεριδιούχων στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, η οποία πηγάζει από τη διαφορετική προοπτική που παρουσιάζει αυτό, για ορισμένους επενδυτές, σύμφωνα με επιλογή τους. Αυτοί οι μεριδιούχοι ενδέχεται να επηρεάσουν την επενδυτική πολιτική του αμοιβαίου κεφαλαίου σε βάρος άλλων. Σε κάθε περίπτωση, η έννοια του αμοιβαίου κεφαλαίου δε συμβιβάζεται με την ύπαρξη διαφορετικών επενδυτικών συμφερόντων μερίδας μεριδιούχων. Κατ’ ακολουθία, δε θα πρέπει να θεωρηθεί ότι επιτρέπεται στην εταιρεία διαχείρισης να διαχωρίσει τους επενδυτές στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, σε κατηγορίες, κατ’ επιλογή τους, με κριτήριο την ανακοίνωση ή όχι πιθανολογούμενης απόδοσης της επένδυσής τους. Πολύ δε περισσότερο, όπως ήδη επισημάνθηκε ανωτέρω, η ύπαρξη πιθανολόγησης της απόδοσης δεν είναι δυνατό να αποτελέσει αυτοτελές κριτήριο διαχωρισμού των επενδυτών σε κατηγορίες, για την πρόβλεψη διαφορετικού προμηθειακού καθεστώτος, σύμφωνα με το άρθρο 9 παρ. 3 της απόφασης ΕΚ 8844/98.

**4.** Το ζήτημα της διαφοροποίησης των συμφερόντων των επενδυτών, σύμφωνα με τα ανωτέρω, όταν η πιθανολόγηση της απόδοσης της επένδυσής τους έχει ανακοινωθεί, με επιλογή της εταιρείας διαχείρισης, μόνο σε μερικούς από αυτούς, δεν τίθεται, στην περίπτωση κατά την οποία η παράλειψη πιθανολόγησης της απόδοσης οφείλεται σε λόγους που ανάγονται στις υφιστάμενες



συνθήκες, οι οποίες δεν επιτρέπουν την ανακοίνωση τέτοιας πιθανολόγησης, κάποια δεδομένη στιγμή. Σε αυτή την περίπτωση, το αμοιβαίο κεφάλαιο αντιμετωπίζεται ενιαία από την εταιρεία διαχείρισης. Απλώς συγκεκριμένα δεδομένα, τα οποία αποτυπώνουν ειδικές καταστάσεις, δεν επιτρέπουν την ασφάλεια της κρίσης, για την πιθανολόγηση της απόδοσης του αμοιβαίου κεφαλαίου ή για τη σκοπιμότητα της ανάληψης “ηθικής” δέσμευσης της εταιρείας διαχείρισης. Αυτή η διαφοροποίηση της κατάστασης, η οποία οφείλεται σε αντικειμενικούς και μη προβλέψιμους εκ των προτέρων λόγους, τοποθετούν την έλλειψη πιθανολόγησης σε διαφορετική βάση. Η παράλειψη της πιθανολόγησης, από μόνη της, ωστόσο, δε θα πρέπει να αποτελέσει βάση άρνησης μεταχείρισης των επενδυτών.

#### Στο έβδομο ερώτημα

**1.** Από την απάντηση στο προηγούμενο ερώτημα συνάγεται ότι δεν απαγορεύεται η εταιρεία διαχείρισης να έχει τυπώσει δύο διαφορετικές αιτήσεις συμμετοχής στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, από τις οποίες στη μία θα περιέχεται και αίτηση εξαγοράς των μεριδίων σε προκαθορισμένη ημερομηνία. Ως προς τη νομική αξία αυτής της προσυμφωνίας, ισχύουν οι προγενέστερες αναλύσεις. Εφόσον όμως η προσυμφωνία της εξαγοράς θα συνδυάζεται με την πιθανολόγηση της απόδοσης, για το διάστημα κατά το οποίο ο μεριδιούχος θα έχει παραμείνει στο αμοιβαίο κεφάλαιο, η αρχική επιλογή για την πιθανολόγηση και, συνακόλουθα, για την προσυμφωνία της εξαγοράς θα εναπόκειται στην εταιρεία διαχείρισης, με κριτήρια που θα εφαρμόζονται αντικειμενικά για όλους τους μεριδιούχους, σύμφωνα με τα ανωτέρω. Η επιλογή του εντύπου της αίτησης θα αποφασίζεται συνεπώς από την εταιρεία διαχείρισης, εκτός εάν αυτή κρίνει ότι επιθυμεί, σε συμφωνία με το μεριδιούχο να προκαθορίσει την ημερομηνία εξαγοράς, χωρίς αυτός ο προκαθορισμός να συσχετισθεί με πιθανολόγηση της απόδοσης.

**2.** Εξυπακούεται πάντως ότι και στις δύο αιτήσεις συμμετοχής θα αναγράφονται τα στοιχεία που απαιτεί η νομοθεσία και ότι, με τη διαφοροποίηση των αιτήσεων, δε θα διενεργείται διακριτική μεταχείριση των επενδυτών που ανταποκρίνονται στα ίδια κριτήρια και που ευρίσκονται στην ίδια κατάσταση. Ειδικότερα, το διαφορετικό περιεχόμενο των αιτήσεων θα εξαντλείται στα

ιδιαίτερα στοιχεία που σχετίζονται με την επιλογή του προκαθορισμού της ημερομηνίας εξαγοράς και με την ενδεχόμενη πιθανολόγηση της απόδοσης της επένδυσης στο αμοιβαίο κεφάλαιο.

#### Στο όγδοο ερώτημα

**1.** Το άρθρο 21 ν. 1969/91 ορίζει ότι η αποδοχή αιτήσεων συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο αποφασίζεται από την εταιρεία διαχείρισης, σύμφωνα με τους όρους του κανονισμού του αμοιβαίου κεφαλαίου. Η εταιρεία διαχείρισης δε δικαιούται πάντως να αρνηθεί αυθαίρετα τη συμμετοχή συγκεκριμένου προσώπου στο αμοιβαίο κεφάλαιο (βλ. Σ. Μούζουλα, Αμοιβαία κεφάλαια, εκδ. Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα, 1991, 52).

**2.** Αντίθετα, η ευχέρεια της εταιρείας διαχείρισης να αποδεχθεί την αίτηση συμμετοχής στο αμοιβαίο κεφάλαιο σημαίνει ότι αυτή δύναται να αρνηθεί τη συμμετοχή, εφόσον βασιίζεται σε αντικειμενικά κριτήρια, τα οποία εφαρμόζονται σε όλους τους επενδυτές που ευρίσκονται σε ανάλογη θέση. Είναι πχ νόμιμη η άρνηση της συμμετοχής σε αμοιβαίο κεφάλαιο επενδυτή, που προτίθεται να επενδύσει σημαντικό ποσό, το οποίο εάν εξέλθει, κάποια δεδομένη στιγμή, από το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου, ενδέχεται να δημιουργήσει πρόβλημα ρευστότητας. Αρκεί ότι η εταιρεία διαχείρισης πιθανολογεί αυτή την έξοδο, με κριτήρια που αυτή επιλέγει, κατά την απόλυτη διακριτική της ευχέρεια. Ομοίως, η εταιρεία διαχείρισης νόμιμα αρνείται τη συμμετοχή σε αμοιβαίο κεφάλαιο προσώπου, το οποίο δεν αντιλαμβάνεται τη σημασία της επένδυσης σε αυτό τον οργανισμό, ή των όρων με βάση τους οποίους διενεργείται η επένδυση. Η επένδυση πχ σε αμοιβαίο κεφάλαιο με πιθανολόγηση της απόδοσης αυτής της επένδυσης προϋποθέτει ότι ο συγκεκριμένος επενδυτής θα είναι σε θέση να κατανοήσει πλήρως τη νομική σημασία της “ηθικής” δέσμευσης και των συνεπειών της για την εταιρεία διαχείρισης και γι’ αυτόν.

#### Συμπέρασμα

**1.** Είναι νόμιμη η ανακοίνωση σε πρόσωπο που προτίθεται να επενδύσει σε μερίδια αμοιβαίου κεφαλαίου, προβλεπόμενης απόδοσης της επένδυσής του. Αρκεί η εταιρεία διαχείρισης να καταστήσει σαφές στον επενδυτή τη νομική σημασία της



πιθανολόγησης και τις συνέπειες της μη επίτευξης αυτής της απόδοσης.

**2.** Σε περίπτωση κατά την οποία η προβλεπόμενη, σύμφωνα με τα ανωτέρω, απόδοση δεν επιτευχθεί, η εταιρεία διαχείρισης δεν έχει συμβατική υποχρέωση κάλυψης της αρνητικής διαφοράς μεταξύ της πιθανολογηθείσας και της πραγματικής απόδοσης. Εάν δε η πραγματική απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου είναι υψηλότερη από την πιθανολογούμενη, η εταιρεία θα υποχρεούται να καταβάλει στο μεριδιούχο την πραγματική απόδοση. Η ενδεχόμενη παρακράτηση ποσού από την απόδοση, ως προμήθεια εξαγοράς, ακόμη και με την τήρηση της αρχής της ίσης μεταχείρισης των μεριδιούχων, συνιστά καταχρηστική άσκηση νόμιμου δικαιώματος, κατ' άρθρο 281 ΑΚ.

**3.** Η ανακοίνωση πιθανολογούμενης απόδοσης της επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο, θα πρέπει να διενεργείται έτσι ώστε οι επενδυτές που ευρίσκονται στην ίδια κατάσταση να αντιμετωπίζονται με τον ίδιο τρόπο. Δεν αποκλείεται όμως οι διαφορετικές συνθήκες που αντικειμενικά ισχύουν για το σύνολο των επενδυτών να οδηγούν και σε διαφορετικές προβλέψεις ως προς την απόδοση του αμοιβαίου κεφαλαίου.

**4.** Είναι νόμιμος ο προκαθορισμός της ημερομηνίας εξαγοράς των μεριδίων του αμοιβαίου κεφαλαίου. Ο μεριδιούχος όμως δικαιούται να ζητήσει την εξαγορά των μεριδίων του και πριν από αυτή την ημερομηνία, η δε εταιρεία διαχείρισης δε δύναται να αρνηθεί την εξαγορά σε προγενέστερη ημερομηνία, ακόμη και εάν το σχετικό αίτημα υποβληθεί από άλλο συνδικαιούχο των μεριδίων από αυτόν που είχε υπογράψει την αρχική αίτηση.

**5.** Σε περίπτωση κατά την οποία ο μεριδιούχος επιθυμεί να παραμείνει στο αμοιβαίο κεφάλαιο και μετά την προκαθορισμένη ημερομηνία εξαγοράς των μεριδίων του, θα πρέπει, είτε να ανακαλέσει την αίτηση εξαγοράς τη συγκεκριμένη ημερομηνία, πριν από αυτή την ημερομηνία, είτε να υποβάλει νέα αίτηση συμμετοχής, μετά την ημερομηνία εξαγοράς. Στη δεύτερη περίπτωση, θα πρόκειται για νέα συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο, η οποία ενδέχεται να υπόκειται σε διαφορετικό προμηθειακό καθεστώς ή σε διαφορετική εκτίμηση της απόδοσης. Δεν αποκλείεται πάντως να προσυμφωνηθεί το ανέκκλητο της δήλωσης βούλησης εξαγοράς για ημερομηνία μεταγενέστερη από αυτή που έχει προσυμφωνηθεί. Αντίθετα, δεν είναι νόμιμο

να συμφωνηθεί το ανέκκλητο της δήλωσης βούλησης εξαγοράς, κατά τρόπο ώστε να εμποδίζεται η εξαγορά των μεριδίων πριν από την προσυμφωνηθείσα ημερομηνία εξαγοράς.

**6.** Είναι δυνατή η ανακοίνωση προβλεπόμενης απόδοσης της επένδυσης σε αμοιβαίο κεφάλαιο σε ορισμένους επενδυτές και η άρνηση της πιθανολόγησης της απόδοσης σε άλλους. Αρκεί αυτή η διαφοροποίηση να αποφασίζεται από την εταιρεία διαχείρισης, χωρίς να εναπόκειται στη διακριτική ευχέρεια των επενδυτών και να οφείλεται σε αντικειμενικούς λόγους, που θα ισχύουν για κάθε επενδυτή που ευρίσκεται σε ανάλογη θέση.

**7.** Είναι δυνατή η τύπωση δύο αιτήσεων συμμετοχής στο ίδιο αμοιβαίο κεφάλαιο, με διαφορετικό περιεχόμενο, δηλαδή μιας αίτησης συμμετοχής, όπου θα αναγράφονται τα αναγκαία νόμιμα στοιχεία και μιας άλλης όπου, επί πλέον, θα αναγράφονται τα στοιχεία αίτησης εξαγοράς των μεριδίων. Αυτές οι αιτήσεις θα μπορούν να χρησιμοποιούνται, κατά περίπτωση, ανάλογα με το εάν ανακοινώνεται ή όχι στον επενδυτή προβλεπόμενη απόδοση, σύμφωνα με τα ανωτέρω, στον αριθμό 6. Δε θα πρέπει όμως, με τη διαφοροποίηση των αιτήσεων, οι οποίες θα περιέχουν τα ίδια στοιχεία, με εξαίρεση αυτά που σχετίζονται με ειδικές ρυθμίσεις εξαιτίας της πιθανολόγησης της απόδοσης να διενεργείται διακριτική μεταχείριση των επενδυτών που ευρίσκονται στην ίδια κατάσταση.

**8.** Είναι δυνατό η εταιρεία διαχείρισης να αρνείται τη συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο σε ορισμένα πρόσωπα, κατά την κρίση της, εφόσον η σχετική απόφαση βασίζεται σε αντικειμενικά κριτήρια, τα οποία εφαρμόζονται σε όλους τους επενδυτές που ευρίσκονται σε ανάλογη θέση.

P