

# *MiFID: οι απόψεις των ειδικών*

*Τράπεζες, ΕΠΕΥ, ΑΕΔΑΚ και ΑΕΕΔ βρίσκονται αντιμέτωπες με μια νέα πραγματικότητα – το νέο νομοθετικό πλαίσιο για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, το οποίο προήλθε από την ενσωμάτωση στο ελληνικό δίκαιο της κοινοτικής Οδηγίας 2004/39/ΕΚ (MiFID - Markets in Financial Instruments Directive), με έναρξη ισχύος την 1η Νοεμβρίου 2007.*

Ο νόμος με τον οποίο ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο η κοινοτική Οδηγία είναι ο νόμος 3606/2007 «Αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και άλλες διατάξεις».

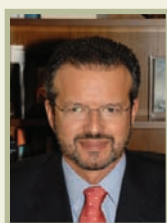
Ο νόμος 3606/2007 αποτελείται από δύο μέρη. Ειδικότερα:

- με το πρώτο μέρος, το οποίο περιέχει δέκα (10) κεφάλαια, ενσωματώθηκαν στο ελληνικό δίκαιο οι διατάξεις της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ, και
- με το δεύτερο μέρος, το οποίο περιέχει δύο (2) κεφάλαια θεσπίστηκαν ρυθμίσεις αναφορικά με την αδειοδότηση και τη λειτουργία συστημάτων κεντρικού αντισυμβαλλόμενου, εκκαθάρισης και διακανονισμού, επήλθαν τροποποιήσεις στην υφιστάμενη νομοθεσία και καταργήθηκαν πολλές από τις διατάξεις της ισχύουσας νομοθεσίας της κεφαλαιαγοράς, οι οποίες δεν συνάδουν με το καθεστώς που καθιερώνεται με την MiFID.

Σε συνέχεια του νόμου 3606/2007 εκδόθηκαν εννέα Αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και μία Πράξη Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, με τις οποίες ενσωματώθηκαν τα εκτελεστικά μέτρα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε σχέση με συγκεκριμένες διατάξεις της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ και, συγκεκριμένα, της Οδηγίας 2006/73/ΕΚ Επιτροπής «για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου, όσον αφορά τις οργανωτικές απαιτήσεις και τους όρους λειτουργίας των επιχειρήσεων επενδύσεων, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της εν λόγω οδηγίας», τα οποία θα αρχίσουν να ισχύουν επίσης από την 1η Νοεμβρίου 2007.

Παράλληλα, από την 1η Νοεμβρίου 2007 αρχίζει η εφαρμογή του Κανονισμού (ΕΚ) 1287/2006 της Επιτροπής «για την εφαρμογή της οδηγίας 2004/39/ΕΚ του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου όσον αφορά τις υποχρεώσεις τήρησης αρχείων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων, τη γνωστοποίηση συναλλαγών, τη διαφάνεια της αγοράς, την εισαγωγή χρηματοπιστωτικών μέσων προς διαπραγμάτευση, καθώς και τους ορισμούς που ισχύουν για τους σκοπούς της οδηγίας αυτής», ο οποίος αποτελεί τη δεύτερη δέσμη εκτελεστικών μέτρων που έχουν εκδοθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy στο πλαίσιο της Οδηγίας 2004/39/ΕΚ.

Τις απόψεις τους για τις αλλαγές που επέρχονται με την MiFID, καθώς και για διάφορα άλλα ζητήματα εκφράζουν οι κ.κ.:



**Αρτέμις Θεοδωρίδης**  
Γενικός Διευθυντής,  
Alpha Bank



**Νικόλαος Καραμούζης**  
Αναπληρωτής Διευθύνων Σύμβουλος,  
EFG Eurobank  
Συντονιστής Συμβουλευτικής Επιτροπής  
Επενδυτικής Τραπεζικής και  
Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων της ΕΕΤ



**Αλέξανδρος Τουρκολιάς**  
Γενικός Διευθυντής,  
Εθνική Τράπεζα

## 1. Ποιες είναι οι κύριες αλλαγές που επέρχονται με την MiFID;

**N. Καραμούζης:** Σκοπός της MiFID είναι η δημιουργία μιας ενιαίας ευρωπαϊκής αγοράς επενδυτικών προϊόντων και υπηρεσιών με κοινούς κανόνες λειτουργίας σε όλα τα κράτη-μέλη, ανταγωνιστικής προς την αμερικανική και τις αναπτυσσόμενες ασιατικές αγορές. Η διαμορφούμενη αγορά θα προσφέρει μεγαλύτερο εύρος, βάθος και ρευστότητα στους επενδυτές, κάνοντάς την πιο προσιτή στα διεθνή επενδυτικά κεφάλαια. Η Οδηγία έρχεται να καταργήσει τις σημαντικές διαφορές που υπάρχουν σήμερα στα νομοθετικά και θεσμικά πλαίσια των κρατών-μελών σχετικά με τη λειτουργία των τοπικών αγορών. Οι βασικότερες περιοχές, στις οποίες η MiFID θα επιφέρει σημαντικές αλλαγές είναι:

- η σχέση των χρηματοπιστωτικών εταιρειών με τους πελάτες τους,
- η βέλτιστη εκτέλεση των χρηματοοικονομικών συναλλαγών πελατών,
- η διαχείριση του χαρτοφυλακίου πελατών,
- η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών εταιρειών και η λειτουργία των αγορών κεφαλαίου, κυρίως των χρηματιστηριακών.

Η MiFID αναμένεται να ενισχύσει τον ανταγωνισμό, την ενημέρωση και τη διαφάνεια προς όφελος των επενδυτών, εισάγοντας πολλές καινοτομίες:

- Διευκολύνει τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να δραστηριοποιούνται πανευρωπαϊκά και σε όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα.
- Παρέχει τη δυνατότητα χρηματιστηριακών συναλλαγών και εκτός οργανωμένων αγορών.
- Ορίζει μια ολοκληρωμένη πολιτική βελτίωσης εκτέλεσης συναλλαγών των πελατών, ώστε να διασφαλίζεται η διαφάνεια, το χαμηλό κόστος και η αποτελεσματικότητα.
- Προστατεύει τους επενδυτές ανάλογα με το επενδυτικό προφίλ τους, δηλαδή με το βαθμό κινδύνου που επιθυμούν να αναλάβουν.
- Διαμορφώνει αυστηρούς κανόνες διαφάνειας των συναλλαγών.
- Κατηγοριοποιεί τους πελάτες με βάση την εμπειρία και γνώση της αγοράς.
- Παρέχει νέα οργανωτική και συστηματική προσαρμογή των εταιρειών που δραστηριοποιούνται στις κεφαλαιαγορές.

Ο επενδυτής θα έχει πολλαπλές επιλογές σε προϊόντα και αγορές, ενώ – ανάλογα με την κατηγορία στην οποία ανήκει (κατηγοριοποίηση πελατείας) – θα απολαμβάνει το βαθμό προστασίας και υποχρεωτικής ενημέρωσης που του αναλογεί. Ορίζεται επίσης το επενδυτικό προφίλ του πελάτη, ο οποίος γνωρίζει και συμφωνεί με την πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης των συναλλαγών του.

Για τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς, η εφαρμογή της Οδηγίας οδηγεί σε μια τεράστια αλλαγή, που έρχεται να επιδράσει ριζικά στον κλάδο δραστηριοποίησής τους, καθώς και στον τρόπο λειτουργίας τους. Η προσαρμογή στη νέα πραγματικότητα απαιτεί σημαντικές επενδύσεις σε τεχνολογικό εξοπλισμό, συστήματα, εκπαίδευση του προσωπικού τους, αλλά και των πελατών. Ελεγκτικοί μηχανισμοί, διαφάνεια, ταχύτητα στην εκτέλεση, θέσπιση πολιτικών βέλτιστης εκτέλεσης, τήρηση αρχείων είναι τα κύρια ζητούμενα.

#### *A. Θεοδωρίδης:*

Η ενσωμάτωση της Οδηγίας 2004/39 στο ελληνικό δίκαιο αναμένεται να επιφέρει σημαντικές αλλαγές στις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, οι οποίες εντοπίζονται κυρίως στα εξής:

- Εμπλουτίζεται η λειτουργία των αγορών. Εισάγεται ο θεσμός του Συστηματικού Εσωτερικοποιητή (ΣΕ), καθώς και η δυνατότητα δημιουργίας Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης (ΠΜΔ). Στο νέο περιβάλλον οι συναλλαγές μπορούν να πραγματοποιούνται και σε άλλους τόπους εκτός των χρηματιστηριακών αγορών, με άμεση συνέπεια τη διασπορά της υπάρχουσας ρευστότητας, αλλά και τον εμπλουτισμό των επιλογών των επενδυτών.
- Αυξάνεται η προστασία των επενδυτών. Ορίζονται νέοι κανόνες επαγγελματικής συμπεριφοράς των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΑΕΠΕΥ, οι οποίοι απαιτούν:
  - i. Κατηγοριοποίηση του πελάτη (ιδιώτης, επαγγελματίας, επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος), ο οποίος απολαμβάνει ανάλογα επίπεδα προστασίας.
  - ii. Δημιουργία νέων συμβατικών εγγράφων με τους πελάτες με ιδιαίτερη έμφαση στην προστασία του πελάτη.
  - iii. Αξιολόγηση των επενδυτικών επιλογών των πελατών με βάση το επίπεδο γνώσης και εμπειρίας και με υποχρέωση προστασίας τους από τον πάροχο της υπηρεσίας.

- iv. Γνωστοποίηση προς τον πελάτη της πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών του. Η πολιτική θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη ποσοτικά και ποιοτικά κριτήρια, όπως το συνολικό κόστος της συναλλαγής, την ταχύτητα εκτέλεσης, την πιθανότητα εκτέλεσης κ.ά., με στόχο το βέλτιστο αποτέλεσμα για τον πελάτη.
- v. Πλήρη διαφάνεια στην ενημέρωση του πελάτη σχετικά με τα προσφερόμενα προϊόντα/υπηρεσίες και το κόστος τους.
- vi. Δημιουργία εσωτερικών πολιτικών για αντιμετώπιση τυχόν συγκρούσεων συμφερόντων (υπαλλήλων-πελατών).
- Ορίζονται αυστηροί κανόνες σχετικά με τη διαφάνεια των συναλλαγών και τη δημοσιοποίηση της προ- και μετα-συναλλακτικής δραστηριότητας των ΣΕ και των ΠΜΔ.
- Ενισχύονται οι αρμοδιότητες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, καθώς και η συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος και με τις Επιτροπές Κεφαλαιαγοράς των υπόλοιπων κρατών-μελών της ΕΕ.

Οι ανωτέρω αλλαγές διαμορφώνουν ένα νέο περιβάλλον, το οποίο αναμένεται να είναι ιδιαίτερα ανταγωνιστικό, τόσο μεταξύ των χρηματιστηριακών αγορών όσο και μεταξύ των εταιρειών που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες, με άμεσα οφέλη για τους επενδυτές.

#### *A. Τουρκολιάς:*

Η ενσωμάτωση της νέας Οδηγίας στο ελληνικό δίκαιο από την 1η Νοεμβρίου 2007 είναι σίγουρο ότι θα επιφέρει ριζικές αλλαγές στην κεφαλαιαγορά.

Κυριότερος στόχος της MiFID είναι να κάνει τη ζωή των επενδυτών ευκολότερη, αφού οι ρυθμίσεις που ενισχύουν τη διαφάνεια των συναλλαγών και τη βέλτιστη εκτέλεση των εντολών τους, θα έχουν ως άμεσο αποτέλεσμα την καλύτερη προστασία τους.

Εξάλλου, η δυνατότητα που δίνεται στα πιστωτικά ιδρύματα για σύσταση μηχανισμών πολυμερούς διαπραγμάτευσης, οι οποίοι ουσιαστικά θα λειτουργούν σαν «μικρές αγορές», ανοίγει την αγορά σε περισσότερους παίκτες, που θα προσπαθήσουν να τραβήξουν ρευστότητα από τα παραδοσιακά χρηματιστήρια. Αυτό θα δημιουργήσει αυξημένο ανταγωνισμό και ενδέχεται να οδηγήσει σε συνεργασίες χρηματιστηρίων, με στόχο τη μείωση του κόστους των συναλλαγών μέσω οικονομικών κλί-

μακας και την αύξηση της ρευστότητας μέσω της προσθήκης νέων προϊόντων και βελτιωμένων υπηρεσιών.

Επίσης, με τη MiFID καθιερώνεται ενιαίο διαβατήριο παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, διευκολύνοντας έτσι τις διασυνοριακές επενδυτικές υπηρεσίες στο εσωτερικό της ΕΕ.

Τέλος, εισάγονται απαιτήσεις ως προς τη λειτουργία και την οργάνωση των επιχειρήσεων επενδύσεων, στις οποίες θα πρέπει να προσαρμόσουν τις εσωτερικές τους διαδικασίες, τη δομή και την οργάνωσή τους, ώστε να είναι συμβατές με τις υποχρεώσεις της Οδηγίας.

**2. Η MiFID καθιερώνει, όπως προαναφέρθηκε, και άλλους (εναλλακτικούς) μηχανισμούς διαπραγμάτευσης εκτός της οργανωμένης αγοράς, όπως τους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης και τη Συστηματική Εσωτερικοποίηση. Σε ποια έκταση πιστεύετε ότι η δυνατότητα αυτή θα αξιοποιηθεί στην ελληνική αγορά και ποιες είναι οι αναμενόμενες επιπτώσεις;**

**A. Τουρκολιάς:** Οι ανωτέρω δυνατότητες, τουλάχιστον στην αρχή, αναμένεται να αξιοποιηθούν σε σχετικά μικρή έκταση, λόγω του ότι το μέγεθος της ελληνικής αγοράς σε συνδυασμό με το κόστος υλοποίησης παρόμοιων συστημάτων μάλλον δεν διαμορφώνουν μια ικανοποιητική σχέση κόστους-οφέλους.

Η δυνατότητα κατάρτισης συναλλαγών, χωρίς αυτές απαραίτητα να περνούν από ένα χρηματιστήριο, της εσωτερικοποίησης δηλαδή, που παρέχει η MiFID θα έχει σημαντικό αντίκτυπο στα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια. Ήδη 7 μεγάλες τράπεζες έχουν ανακοινώσει το “Project Turquoise”, την πρόθεσή τους δηλαδή να δημιουργήσουν μια πλατφόρμα συναλλαγών για μετοχές μέχρι το 2008, ώστε να μπορούν να ανταγωνιστούν τα μεγάλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια.

Δεδομένου ότι αναμένεται τέτοιες ξένες πλατφόρμες να συμπεριλάβουν προς διαπραγμάτευση και ελληνικούς τίτλους, οι συνέπειες γενικότερα προβλέπεται να είναι μεγάλες και, πιο συγκεκριμένα, αναμένεται απορρόφηση μέρους του όγκου συναλλαγών που πραγματοποιείται σήμερα μέσω του ΧΑ.

*N. Καραμούζης:* Από τις σπουδαιότερες αλλαγές που επιφέρει η MiFID είναι η αλλαγή στις μεθόδους διαπραγμάτευσης. Με το νέο πλαίσιο καταργείται πλέον η διακριτική ευχέρεια της χρήσης του κανόνα συγκέντρωσης των συναλλαγών σε χρηματιστήριο και επιτρέπεται η διαπραγμάτευση χρηματοπιστωτικών μέσων τόσο σε ρυθμιζόμενες αγορές όσο και σε εναλλακτικούς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης και ειδικότερα στους Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης (MTFs), καθώς και μέσω Συστηματικής Εσωτερικοποίησης (systematic internalization). Οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγμάτευσης θα μπορούσαν να αντικαταστήσουν τα περισσότερα χρηματιστήρια με μια οιονεί ιδιωτική αγορά. Για παράδειγμα, οι μεγαλύτερες τράπεζες ή χρηματιστηριακές εταιρείες (ελληνικές ή ξένες) θα μπορούν να παρακάμπτουν το Χρηματιστήριο Αθηνών (ΧΑ), πραγματοποιώντας συναλλαγές μεταξύ τους μέσω ενός MTF σε πιο συμφέρουσες τιμές. Σε μία τέτοια περίπτωση διατηρείται μόνο η σχέση με το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών, που έχει συγχωνευθεί με τη μητρική του εταιρεία τα Ελληνικά Χρηματιστήρια ΑΕ (ΕΧΑΕ), όπου θα γίνεται η εκκαθάριση. Στο πλαίσιο αυτό έχει ήδη αναγγελθεί ότι σημαντικές ευρωπαϊκές και αμερικανικές τράπεζες προχωρούν στην υλοποίηση μιας «πλατφόρμας» όπου θα πραγματοποιούνται συναλλαγές εκτός χρηματιστηρίων. Υπό την ηγεσία της Citigroup έχει συσταθεί το επιλεγόμενο “Project Turquoise”, που αναμένεται να αρχίσει τη λειτουργία του από 1ης Ιανουαρίου 2008.

Οι αυξημένες απαιτήσεις λειτουργίας ενός Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης ή της Συστηματικής Εσωτερικοποίησης, σε συνδυασμό με τους χαμηλούς σχετικά όγκους συναλλαγών των ελληνικών μετοχών θα δράσουν, ίσως, αποτρεπτικά στο να δημιουργηθούν τέτοιες δυνατότητες στην ελληνική αγορά, τουλάχιστον στο άμεσο μέλλον. Παρ'αυτά, τουλάχιστον στην υπόλοιπη Ευρώπη, θα αναπτυχθούν ανταγωνιστικοί θεσμοί διαπραγμάτευσης των οργανωμένων αγορών – με μείωση προμηθειών – θα επιταχυνθούν δε παράλληλα οι συγχωνεύσεις χρηματιστηρίων. Παράλληλα, οι εξελίξεις στην τεχνολογία σε συνδυασμό με τις δυνατότητες εξ αποστάσεως διαπραγμάτευσης θα συμπιέσουν περαιτέρω τις προμήθειες στις τοπικές αγορές, θα μειώσουν τον τζίρο των τοπικών χρηματιστηριακών εταιρειών από ξένες επενδυτικές τράπεζες και θεσμικούς, με μείωση κερδών.

Από την άλλη μεριά είναι εξαιρετικά πιθανό να δούμε πολύ σύντομα τις μεγαλύτερες ελληνικές εταιρείες του FTSE 20 να συμπεριλαμβάνονται

σε Πολυμερείς Μηχανισμούς Διαπραγμάτευσης του εξωτερικού ή ακόμη και μεγάλες επενδυτικές τράπεζες να τις συγκαταλέγουν στις μετοχές που κάνουν Συστηματική Εσωτερικοποίηση, με αποτέλεσμα τον περιορισμό των εργασιών των τοπικών χρηματιστηριακών εταιρειών.

Οι επιπτώσεις θα είναι σημαντικά αρνητικές, ιδιαίτερα εάν το ΧΑ δεν μπορέσει να ανταγωνιστεί το χαμηλότερο κόστος συναλλαγών στο εξωτερικό. Ήδη βρίσκεται σε μειονεκτική θέση λόγω του φόρου 0,15% επί των πωλήσεων μετοχών, που επιβάλλεται μόνο στην Ελλάδα, ο οποίος μόλις πρόσφατα μειώθηκε.

#### *A. Θεοδωρίδης:*

Στην ελληνική αγορά, το μεγαλύτερο μέρος του καθημερινού όγκου συναλλαγών πραγματοποιείται από θεσμικούς επενδυτές του εξωτερικού, ενώ μικρός αριθμός εταιρειών της μεγάλης κεφαλαιοποίησης συγκεντρώνει το μεγαλύτερο επενδυτικό ενδιαφέρον. Κατά συνέπεια, ενδιαφέρον για τη λειτουργία των εναλλακτικών μηχανισμών διαπραγμάτευσης θα υπήρχε μόνο για μικρό πλήθος μετοχών, με την προϋπόθεση ότι οι θεσμικοί επενδυτές θα εξακολουθήσουν να διενεργούν τις συναλλαγές τους στην Ελλάδα και όχι σε κάποια άλλη πλατφόρμα συναλλαγών. Ήδη έχουν γίνει κινήσεις στο εξωτερικό για δημιουργία ΠΜΔ, όπου συμμετέχουν μερικές από τις μεγαλύτερες τράπεζες σε παγκόσμιο επίπεδο.

Πρόσθετοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά στην απόφαση λειτουργίας ενός εναλλακτικού τόπου διαπραγμάτευσης είναι το σημαντικό κόστος λειτουργίας, αλλά και οι αμυντικές κινήσεις των χρηματιστηρίων σχετικά με την τιμολογιακή τους πολιτική. Εφόσον τα χρηματιστήρια μειώσουν τα κόστη των συναλλαγών με σκοπό τη διακράτηση της ρευστότητας, είναι πιθανό να κριθεί ασύμφορη η λειτουργία ενός ΠΜΔ ή η δραστηριοποίηση ως ΣΕ.

Πιθανή επίπτωση, εφόσον δεν αλλάξουν τα οικονομικά δεδομένα των χρηματιστηριακών συναλλαγών, θα είναι η μεταφορά της ρευστότητας και συνεπώς του όγκου των συναλλαγών σε τόπους εκτός οργανωμένων αγορών.



3. Η MiFID συνεπάγεται ιδιαίτερα αυξημένες υποχρεώσεις συμμόρφωσης για τα πιστωτικά ιδρύματα και τις ΕΠΕΥ, αλλά και για όλες τις επιχειρήσεις στις οποίες εφαρμόζεται. Ποιο υπολογίζετε ότι θα είναι το κόστος αυτής της συμμόρφωσης και ποιος ο βαθμός δυσκολίας της εφαρμογής των νέων κανόνων;

**A. Θεοδωρίδης:** Η εν λόγω κοινοτική Οδηγία αναμένεται να επιφέρει σημαντικές αλλαγές στον τομέα των επενδύσεων σε χρηματοπιστωτικά μέσα και γενικότερα στη λειτουργία της κεφαλαιαγοράς, δεδομένου ότι επηρεάζει άμεσα τις λειτουργικές δομές αλλά και τις επιχειρηματικές λειτουργίες των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ, με έμφαση στους ακόλουθους τομείς:

- υπηρεσίες και προϊόντα (έλεγχος της καταλληλότητας των προϊόντων και υπηρεσιών),
- διαχείριση των πελατών (υποχρέωση κατηγοριοποίησης των πελατών σε επαγγελματίες/αντισυμβαλλομένους και ιδιώτες επενδυτές),
- βέλτιστη εκτέλεση των εντολών,
- αναβάθμιση πληροφορικών συστημάτων και τεχνολογικής υποδομής (βάσεις δεδομένων, διαχείριση datafeeds και δίκτυα),
- ανθρώπινο δυναμικό (εκπαίδευση – πιστοποίηση),
- κατάρτιση συμβάσεων ανά κατηγορία πελατών για μετοχές και παράγωγα,
- νομικά θέματα,
- τήρηση δεδομένων και αρχείων (λογιστικών, συναλλαγών, εντολών, στοιχείων αγοράς κ.λπ.),
- κανονιστική συμμόρφωση,
- εσωτερικός έλεγχος,
- διαχείριση κινδύνων και
- reporting στους πελάτες, σε συνεργάτες και στις εποπτικές αρχές.

Το κόστος που συνεπάγεται η προσαρμογή στις ρυθμίσεις της Οδηγίας αποτελεί αναμφισβήτητη συνάρτηση των εκτελεστικών και στρατηγικών αποφάσεων της κάθε επιχείρησης. Ωστόσο ειδικές κατηγορίες απαιτήσεων, όπως οι οργανωτικές, η προστασία των επενδυτών, η βέλτιστη εκτέλεση των συναλλαγών, καθώς και οι απαιτήσεις των εποπτικών αρχών για πιο ενδελεχή έλεγχο προϋποθέτουν αναπόφευκτα, εκτός από τον απαιτούμενο προγραμματισμό, και σημαντικές δαπάνες. Ενδεικτικά θα μπορούσε να αναφερθεί ότι, σύμφωνα με την Financial Services Authority (FSA) του Ηνωμένου Βασιλείου, η υλοποίηση της Οδηγίας MiFID από

την Ευρωπαϊκή Ένωση, μπορεί να κοστίσει στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς του Ηνωμένου Βασιλείου μέχρι και £ 1 δις. Πιο συγκεκριμένα, το υπολογιζόμενο εφάπαξ κόστος της υλοποίησης της Οδηγίας MiFID αναμένεται, σύμφωνα πάντα με τα στοιχεία της ως άνω έρευνας, ότι θα κυμανθεί ανάμεσα στα £ 870 εκατ. και £ 1 δις, με ένα επιπλέον επί-σιο κόστος υποστηρίξεως της τάξεως των £ 100 εκατ.

Λαμβανομένων υπ' όψιν των ανωτέρω συμπεραίνεται ότι, από την πλευρά των πιστωτικών ιδρυμάτων και των ΕΠΕΥ, απαιτείται η έγκαιρη αλλά και κατάλληλη προετοιμασία, καθώς και οι ανάλογες επενδύσεις, προκειμένου να αξιοποιηθούν κατά τον καλύτερο τρόπο οι προφερόμενες δυνατότητες.

**N. Καραμούζης:** Η εφαρμογή της νέας Οδηγίας συνεπάγεται ιδιαίτερα αυξημένες υποχρεώσεις συμμόρφωσης για τις τράπεζες και τις ΕΠΕΥ. Το κόστος συμμόρφωσης και ο βαθμός δυσκολίας όχι μόνο διαφαίνονται ιδιαίτερα σημαντικά, αλλά είναι και δύσκολο να προσδιοριστούν, διότι δεν είναι ακόμη πλήρως αποσαφηνισμένες όλες οι λεπτομέρειες υλοποίησης της MiFID στην ελληνική αγορά.

Το αυξημένο κόστος λειτουργίας που συνεπάγεται κατά κανόνα για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις αντισταθμίζεται από τη διευρυμένη δυνατότητα δραστηριοποίησης σε άλλες χώρες της ΕΕ χωρίς χρονοβόρες διαδικασίες και τη δυνατότητα προσφοράς πιο ανταγωνιστικών όρων διαπραγμάτευσης χρηματοπιστωτικών μέσων μέσω της δημιουργίας εξωχρηματιστηριακών αγορών. Από την άλλη μεριά οι κύριοι ωφελημένοι από την εφαρμογή της MiFID είναι οι πελάτες, με τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές να κερδίζουν χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και τους ιδιώτες επενδυτές να εξασφαλίζουν υψηλότερα επίπεδα προστασίας, εξυπηρέτησης και διαφάνειας των συναλλαγών τους.

Οι ελληνικοί τραπεζικοί όμιλοι προετοιμάζονται εντατικά για την έγκαιρη εφαρμογή της MiFID, βασιζόμενοι σε κάποιες γενικές εκτιμήσεις και παραδοχές. Το νομικό πλαίσιο στην Ελλάδα ολοκληρώθηκε σταδιακά (ο ν. 3606/2007 ψηφίστηκε τον Αύγουστο του 2007) και εκδόθηκαν οι σχετικές Αποφάσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και η τροποποίηση της Πράξης Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος 2577/2006.

Η ολοκλήρωση των ενεργειών αυτών επιτρέπει στις τράπεζες και τις ΕΠΕΥ να αξιολογήσουν καλύτερα το βαθμό ετοιμότητάς τους για την έγκαιρη εφαρμογή των νέων κανόνων και τη λειτουργία τους στο νέο περιβάλλον.

#### *A. Τουρκολιάς:*

Για τις ΕΠΕΥ δεν αναμένεται να απαιτηθούν πολλές αλλαγές ως προς τη λειτουργία τους, αφού ήδη σε μεγάλο βαθμό ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις και έχουν τη μηχανογραφική υποδομή στην οποία απαιτείται να υλοποιήσουν μικρού όγκου αλλαγές/προσθήκες. Το μέγεθος όμως και το ενεργητικό αυτών των εταιρειών είναι στις περισσότερες περιπτώσεις μικρό και είναι άγνωστο το κατά πόσο θα μπορούν να αντέξουν ακόμα και αυτό το κόστος εναρμόνισης. Γενικότερα, αναμένεται περαιτέρω συρρίκνωση του κλάδου, καθώς και άλλες συγχωνεύσεις στο άμεσο μέλλον.

Οι ΑΧΕ/ΑΧΕΠΕΥ αναμένεται επίσης να αντιμετωπίσουν προβλήματα, και ιδιαίτερα οι μικρότερες θα είναι δύσκολο να βρουν λύσεις ως προς την κάλυψη του κόστους που θα απαιτηθεί.

Στις τράπεζες το κόστος και ο βαθμός δυσκολίας αναμένεται να διαφοροποιείται έντονα ανάλογα με το είδος των εργασιών που προσφέρει η καθεμία, το μέγεθός τους και τη στρατηγική τους απόφαση να υλοποιήσουν τη MiFID με στόχο την κατά το δυνατό ελάχιστη επίτευξη συμμόρφωσης, ή την υλοποίηση βέλτιστων πρακτικών και την επιδίωξη απόκτησης συγκριτικού επιχειρησιακού πλεονεκτήματος. Στη δεύτερη περίπτωση το κόστος μπορεί να ανέλθει σε αρκετά εκατομμύρια ευρώ για τις μεγαλύτερες ελληνικές τράπεζες.

#### **4. Ποια θα είναι τα οφέλη της MiFID για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις και ποια για τους επενδυτές;**

#### *A. Τουρκολιάς:*

Για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα υπάρχει η δυνατότητα προσφοράς περισσότερων προϊόντων και παροχής υπηρεσιών σε άλλα κράτη-μέλη με τη χρήση του «Διαβατηρίου», χωρίς επιπλέον αδειοδότηση και άλλες χρονοβόρες διαδικασίες.

Για τους επενδυτές, περισσότερη προστασία και ενημέρωση. Πιθανότητα και πιο ανταγωνιστικές προμήθειες.

Ενδεικτική των αλλαγών που προοιωνίζεται η εφαρμογή της MiFID είναι η προαναγγελία σταδιακής κατάργησης φόρων που επιβάλλονται στις χρηματιστηριακές συναλλαγές, καθώς και η μείωση των χρεώσεων από πλευράς ΕΧΑΕ, προκειμένου η εγχώρια κεφαλαιαγορά να ανταποκριθεί στις ανταγωνιστικές πιέσεις που θα δημιουργήσει η δυνατότητα συναλλαγών εκτός ΧΑ από επενδυτικές τράπεζες ή άλλα ιδρύματα.

#### *A. Θεοδωρίδης:*

Οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις καλούνται να αντιμετωπίσουν ένα νέο περιβάλλον με πολλές προκλήσεις. Ο ανταγωνισμός αυξάνεται, ενώ τα κόστη των συναλλαγών αναμένεται να περιοριστούν (έξοδα χρηματιστηρίων, φόροι, προμήθειες συναλλαγών).

Τα αυστηρά κριτήρια που αφορούν στις οργανωτικές προϋποθέσεις λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων δημιουργούν ένα ενιαίο πλαίσιο, στο οποίο οι εταιρείες καλούνται να ανταγωνιστούν και να επιβιώσουν. Σημαντικός παράγοντας επιτυχίας θα είναι η ποιότητα των προσφερόμενων υπηρεσιών, καθώς και η εξωστρέφεια των επιχειρήσεων σε ένα οικονομικό περιβάλλον που θα διέπεται από τους ίδιους κανόνες στα πλαίσια της ΕΕ.

Σημαντικά οφέλη προκύπτουν για τους επενδυτές αφενός γιατί δίδεται ιδιαίτερη σημασία στην προστασία που απολαμβάνουν, αφετέρου γιατί αυξάνονται οι δυνατότητες επιλογής της αγοράς στην οποία μπορούν να διενεργήσουν συναλλαγή για συγκεκριμένο τίτλο (οργανωμένη αγορά, ΣΕ, ΠΜΔ). Επίσης η αναμενόμενη αύξηση του ανταγωνισμού, όχι μόνο μεταξύ των χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων, αλλά και μεταξύ των τόπων διαπραγμάτευσης (χρηματιστήρια, ΣΕ, ΠΜΔ) θα οδηγήσει σε μείωση του συνολικού κόστους συναλλαγών, την οποία θα καρπωθούν οι επενδυτές.

### **5. Ποιες πιστεύετε ότι θα είναι οι επιπτώσεις της MiFID στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας;**

#### *N. Καραμούζης:*

Η εφαρμογή της MiFID θα οδηγήσει την αγορά των επενδυτικών υπηρεσιών στην Ελλάδα στην υιοθέτηση πιο ανταγωνιστικών πρακτικών, όπως και στην υπόλοιπη Ευρώπη, με κύριους ωφελημένους τους μεγάλους θεσμικούς επενδυτές που θα κερδίσουν ρευστότητα και χαμηλότερο κόστος συναλλαγών, και τους ιδιώτες επενδυτές που θα εξασφαλίσουν

υψηλότερα επίπεδα εξυπηρέτησης, χαμηλότερο κόστος συναλλαγών και διασφάλιση των συναλλαγών τους. Για τις ελληνικές τράπεζες και τις ΕΠΕΥ, η μεγαλύτερη απειλή από τη νέα ευρωπαϊκή επενδυτική Οδηγία δεν είναι η δυνατότητα συμψηφισμού πακέτων από επενδυτικές τράπεζες, που θα γίνονται υπό αυστηρές προϋποθέσεις, αλλά τα εξ αποστάσεως μέλη (remote members) και η διαπραγμάτευση τίτλων χωρίς εγκατάσταση στην Ελλάδα. Σίγουρα αυτή η δυνατότητα θα ασκήσει πιέσεις στις τιμολογήσεις συναλλαγών, κυρίως στις πράξεις θεσμικών πελατών.

Η προσαρμογή της ελληνικής αγοράς είναι απαραίτητη για να μπορέσει να διακρατήσει εντός των συνόρων τους επενδυτές και τις συναλλαγές τους, και να ανταγωνιστεί αποτελεσματικά τους ξένους οργανισμούς που θα θελήσουν να δραστηριοποιηθούν στη διαπραγμάτευση ελληνικών μετοχών στο εξωτερικό. Αυτό όμως που απαιτείται είναι η συνεχής βελτίωση των υπηρεσιών που προσφέρουν οι τράπεζες και οι ΕΠΕΥ στους πελάτες τους, παρέχοντας νέα διεθνή προϊόντα και υπηρεσίες πρόσβασης στα διεθνή χρηματιστήρια, ενώ παράλληλα απαιτούνται επενδύσεις στην τεχνολογία και στο ανθρώπινο δυναμικό. Παράλληλα η αναβάθμιση της ΕΧΑΕ με νέα προϊόντα, υπηρεσίες και υποδομές, η περαιτέρω μείωση των επιβαρύνσεων και η υλοποίηση στρατηγικής περιφερειακής παρουσίας ή τουλάχιστον συνεργασίας αποτελούν την αναγκαία συνθήκη για τη μείωση της απειλής για την προοπτική της τοπικής αγοράς.

#### *A. Θεοδωρίδης:*

Με την υιοθέτηση της MiFID ενισχύεται η διαφάνεια και η ανταγωνιστικότητα στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, ενώ ενισχύεται αλλά και διευκολύνεται ο ελεγκτικός ρόλος των εποπτικών αρχών. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η ποιότητα των παρεχόμενων υπηρεσιών σε συνδυασμό με το αντίστοιχο κόστος αναμένεται να είναι τα κύρια σημεία επιτυχίας για τις χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις.

#### *A. Τουρκολιάς:*

Οι επιπτώσεις της MiFID στην ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας δεν αναμένεται να είναι ιδιαίτερα σημαντικές, δεδομένου ότι οι τομείς που επηρεάζονται δεν συγκαταλέγονται στους παραδοσιακά σημαντικότερους. Γενικά πάντως αναμένεται μία μείωση του κόστους συναλλαγών προς όφελος των τελικών επενδυτών και ενδεχομένως μείωση εσόδων από πλευράς ΕΧΑΕ.