

**Το νέο ρυθμιστικό πλαίσιο για τις αγορές  
χρηματοπιστωτικών μέσων (MiFID) και οι  
επιπτώσεις του στο ελληνικό τραπεζικό σύστημα**

**Σπύρος Φιλάρετος  
Γενικός Διευθυντής Alpha Bank,  
Πρόεδρος Εκτελεστικής Επιτροπής Ελληνικής Ένωσης  
Τραπεζών**

Κυρίες και κύριοι,

Προλογίζω με ιδιαίτερη χαρά το πρώτο panel του συνεδρίου του Economist που έχει ως αντικείμενο την κοινοτική Οδηγία 2004/39 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, γνωστής με το αγγλικό ακρωνύμιο «MiFID». Δυστυχώς, (όπως προελέχθη), λόγω μιάς εκτάκτου συγκυρίας, ο κ.Δ.Μαντζούνης δεν μπόρεσε να παρευρεθεί και σας μεταβιβάζω την λύπη του για το απρόοπτο αυτό.

Οι παρατηρήσεις μου θα εστιάσουν κυρίως σε μια συνολική θεώρηση της MiFID μέσα από το πρίσμα της διαδικασίας Lamfalussy, και στη συνέχεια, θα αναφερθώ εν συντομία στους κύριους άξονες της MiFID και τις επιπτώσεις της.

**A.** Η MiFID αποτέλεσε το σημαντικότερο ίσως μέτρο που υιοθετήθηκε στο πλαίσιο του Προγράμματος Δράσης για τις Χρηματοπιστωτικές Υπηρεσίες (FSAP) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής σε ό,τι αφορά την ολοκλήρωση των κεφαλαιαγορών στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα. Χωρίς να υποτιμάται στο ελάχιστο η σημασία των υπολοίπων μέτρων που υιοθετήθηκαν στο πλαίσιο του FSAP στον τομέα των κεφαλαιαγορών, η σημασία της MiFID είναι καθοριστική στο μέτρο που επηρεάζει ταυτόχρονα τις τρεις θεμελιώδεις παραμέτρους της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών:

- τις επιχειρήσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες,
- τους επενδυτές, και
- τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Η εν λόγω Οδηγία υιοθετήθηκε σύμφωνα με τη διαδικασία που καθιέρωσε η Επιτροπή Σοφών που συστάθηκε το 2000 υπό την προεδρεία του βαρώνου Alexandre Lamfalussy, ο οποίος τιμά ιδιαίτερα με την παρουσία του τη σημερινή εκδήλωση. Οι καινοτομίες και τα πλεονεκτήματα αυτής της γενικευμένα καλούμενης «διαδικασίας Lamfalussy» αναδεικνύονται σε πολλά επίπεδα:

**Πρώτον**, η διάρκεια της νομοθετικής διαδικασίας είναι πλέον αρκετά σύντομη, ιδίως εάν ληφθεί υπόψη το μέγεθος των αλλαγών που επήλθαν με το νέο πλαίσιο. Στο παράδειγμα της MiFID, το 2004 υιοθετήθηκε η βασική νομική πράξη, δύο χρόνια αργότερα είχαν ολοκληρωθεί τα εκτελεστικά μέτρα, και το σύνολο της νομοθεσίας ενσωματώθηκε στα κράτη μέλη ένα χρόνο μετά (την 1<sup>η</sup> Νοεμβρίου 2007)

**Δεύτερον**, οι τεχνικού χαρακτήρα διατάξεις των βασικών νομικών πράξεων εξειδικεύονται πλέον, σε μεγαλύτερη έκταση από ό,τι στο παρελθόν, από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο «επίπεδο 2» της διαδικασίας Lamfalussy με τη μορφή εκτελεστικών μέτρων, γεγονός που επιτρέπει την αναθεώρησή τους όταν, και στην έκταση που θα χρειαστεί, με σύντομες διαδικασίες.

**Τρίτον**, και στο σημείο αυτό θα ήθελα να σταθώ ειδικότερα, ιδιαίτερα ενεργός είναι πλέον η θεσμοθετημένη ανάμειξη των εθνικών εποπτικών/ρυθμιστικών αρχών των κεφαλαιαγορών στα κράτη μέλη, τόσο σε ό,τι αφορά την υιοθέτηση των εκτελεστικών μέτρων όσο και ιδίως στο «επίπεδο 3» της διαδικασίας Lamfalussy με την έκδοση κατευθυντήριων γραμμών και συστάσεων από την Επιτροπή Ευρωπαϊκών Ρυθμιστικών Αγορών στον τομέα των Κινητών Αξιών (γνωστή με το αγγλικό ακρωνύμιο «CESR»).

Η ανάμειξη των εθνικών εποπτικών αρχών, με το συντονισμό και υπό την αιγίδα της CESR, συμβάλει σημαντικά αφενός μεν στην ορθή και αποτελεσματική εφαρμογή της MiFID σε όλα τα κράτη μέλη σε καθεστώς ισότιμων όρων ανταγωνισμού και αφετέρου στη διασφάλιση υψηλού βαθμού προστασίας του επενδυτή με τους ίδιους όρους σε όλα τα κράτη μέλη. Ταυτόχρονα, ιδιαίτερα σημαντική είναι η διαδικασία διαβούλευσης που ακολουθείται σύμφωνα με τη διαδικασία Lamfalussy, σε όλα τα στάδιά της, με τους φορείς της αγοράς, οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα να εκφράζουν τις θέσεις τους, αλλά και να προετοιμάζονται έγκαιρα για την προσαρμογή τους προς τις νέες απαιτήσεις.

Στο πλαίσιο αυτό, και παρά τις επιφυλάξεις που υπάρχουν σε ό,τι αφορά την «υπερρύθμιση» στην οποία έχουμε περιέλθει κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών σε ευρωπαϊκό επίπεδο, θα πρέπει να επισημανθεί ότι το φαινόμενο της υπερρύθμισης δεν αποδίδεται ούτε μπορεί να αποδοθεί στη διαδικασία Lamfalussy. Αντίθετα, η εν λόγω διαδικασία έχει συντελέσει ουσιαστικά:

- στην εξορθολογικοποίηση της ευρωπαϊκής νομοθετικής διαδικασίας,
- στην αξιοποίηση της τεχνογνωσίας των εποπτικών/ρυθμιστικών αρχών, και
- στο συντονισμό της ομοιόμορφης εφαρμογής της νομοθεσίας στα κράτη μέλη.

Σε κάθε δε περίπτωση, πρόκειται για μια διαδικασία, η οποία έχει προβλεφθεί να επανεξετάζεται σε περιοδική βάση (όπως συνέβη για πρώτη φορά κατά τη διάρκεια των τελευταίων μηνών του περασμένου έτους), προκειμένου να αντιμετωπίζονται οι όποιες ατέλειες παρατηρούνται και να εμπλουτίζεται διαρκώς.

## **B. Επιτρέψτε μου τώρα να αναφερθώ στους κύριους άξονες της MiFID και τις επιπτώσεις της**

Η MiFID εφαρμόζεται στο σύνολο σχεδόν των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων, δηλαδή:

- στις κοινοτικές **επιχειρήσεις επενδύσεων** που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες,
- (εν μέρει), στα κοινοτικά **πιστωτικά ιδρύματα** που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες ,
- (εν μέρει επίσης), στις κοινοτικές εταιρίες διαχείρισης εφόσον αυτές παρέχουν συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες, και
- στις ρυθμιζόμενες αγορές που λειτουργούν στα κράτη μέλη.

Ειδικές διατάξεις ισχύουν επίσης για τα υποκαταστήματα και τις θυγατρικές μη κοινοτικών επιχειρήσεων επενδύσεων που ασκούν δραστηριότητα στα κράτη μέλη.

Με τη MiFID επήλθαν τέσσερις μείζονες αλλαγές στο ρυθμιστικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών στα κράτη μέλη της Κοινότητας:

**(α) Διευρύνθηκε το φάσμα τόσο των επενδυτικών υπηρεσιών και επενδυτικών δραστηριοτήτων που απολαμβάνουν αμοιβαίας αναγνώρισης, όσο και των χρηματοπιστωτικών μέσων η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών επί των οποίων επιτρέπει την αμοιβαία αναγνώριση. Ειδικότερα, καθιερώθηκαν δύο νέες επενδυτικές υπηρεσίες, επιπροσθέτως των ήδη υφιστάμενων, της παροχής επενδυτικών συμβουλών και της εκμετάλλευσης Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης. Ταυτόχρονα, στην έννοια των χρηματοπιστωτικών μέσων εντάχθηκαν τα παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων και τα παράγωγα μέσα για τη μετακύλιση πιστωτικού κινδύνου.**

**(β) Καταργήθηκε ο κανόνας της συγκέντρωσης των συναλλαγών σε οργανωμένη αγορά** και καθιερώθηκαν κανόνες αναφορικά με:

- τις ρυθμιζόμενες αγορές,
- τους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης, και
- τη συστηματική εσωτερικοποίηση που λαμβάνει χώρα μέσω πιστωτικού ιδρύματος ή επιχείρησης επενδύσεων.

Όπως επισημαίνεται από την Επιτροπή, ένας από τους στόχους της MiFID ήταν η θέσπιση ενός συνολικού ρυθμιστικού καθεστώτος που να διέπει την εκτέλεση των συναλλαγών επί χρηματοπιστωτικών μέσων ώστε να εξασφαλιστεί υψηλή ποιότητα στην εκτέλεση των συναλλαγών των επενδυτών και να διασφαλιστεί η ακεραιότητα και η αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος στο σύνολό του.

Για τα **χρηματιστήρια**, η κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης συνεπάγεται ιδίως:

- την είσοδο νέων παικτών και την ενεργοποίηση ευρύτερων συνεργασιών (π.χ. Project Turquoise),
- την μείωση των τιμών, και
- την ενοποίηση αγορών για την επίτευξη οικονομιών κλίμακος.

Σημαντική αναμένεται ότι θα είναι επίσης η επίπτωση, εφόσον γίνει ευρεία χρήση της συστηματικής εσωτερικοποίησης από τις επιχειρήσεις.

Για τα **πιστωτικά ιδρύματα**, η κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης, μεταξύ άλλων:

- δίνει τη δυνατότητα παροχής της υπηρεσίας Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης και ευρείας χρήσης της συστηματικής ή μη εσωτερικοποίησης, και
- παρέχει τη δυνατότητα διεύρυνσης των προσφερόμενων υπηρεσιών (π.χ. συμβουλευτικών και άλλων).

**(γ) Με τη MiFID επιβλήθηκαν, επίσης, επιπρόσθετες υποχρεώσεις αναφορικά με:**

- τις οργανωτικές απαιτήσεις που πρέπει να πληρούν τα πιστωτικά ιδρύματα και οι επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες,
- τους κανόνες επαγγελματικής δεοντολογίας που πρέπει τηρούνται κατά την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών, περιλαμβανομένης της βέλτιστης εκτέλεσης των εντολών πελατών, και
- τις απαιτήσεις διαφάνειας των συναλλαγών που διενεργούνται.

**(δ) Τέλος, ιδιαίτερα σημαντική είναι επίσης η διάκριση που καθιερώθηκε με τη MiFID μεταξύ:**

- ιδιωτών επενδυτών (στους οποίους παρέχεται απόλυτη προστασία),
- επαγγελματιών επενδυτών (στους οποίους παρέχεται περιορισμένη προστασία), και
- επιλέξιμων αντισυμβαλλόμενων (στους οποίους δεν παρέχεται καμία σχεδόν προστασία).

**Κλείνοντας,** εκτιμώ ότι οι επιπτώσεις από την εφαρμογή της MiFID είναι σημαντικές τόσο σε ό,τι αφορά τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που διανοίγονται, όσο και σε σχέση με τις αυξημένες ευθύνες που συνεπάγεται για τη Διοίκηση των φορέων παροχής επενδυτικών υπηρεσιών η συμμόρφωση και η προσαρμογή στις νέες απαιτήσεις. Ταυτόχρονα, μεγάλη είναι και η πρόκληση από την αναμενόμενη ενίσχυση του διασυνοριακού ανταγωνισμού, ιδίως σε ό,τι αφορά το ενδεχόμενο παροχής εναλλακτικών μεθόδων διαπραγμάτευσης από επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε άλλα κράτη μέλη, πρόκληση που θα λειτουργήσει εν τέλει προς όφελος της αγοράς και των επενδυτών.

Ευχαριστώ πολύ για την προσοχή σας