

## **5. ΣΥΝΑΝΤΗΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ -1<sup>η</sup>**

**(Workshop 1)**

### **Η ΕΠΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ MiFID ΣΤΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥΣ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΤΕΣ**

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Είναι γεγονός ότι σε κάθε συνέδριο οι εισηγητές διαμορφώνουν τις σημειώσεις παρουσίασης τους για να μην επαναλαμβάνουν λεχθέντα στοιχεία ή δεδομένα από τον προηγούμενο εισηγητή.

Οι σημειώσεις που ακολουθούν αποτυπώνουν τα όσα έχουν αναφερθεί κατά τις συνεδρίες και έχουν καταγραφεί σε DVD τόσο από τους εισηγητές όσο και από τους παρευρισκομένους συνέδρους. Εξαιρέση αποτελούν οι τίτλοι των εισηγήσεων.

Σημειώνεται επίσης ότι οι σημειώσεις εκφράζουν τις απόψεις των εισηγητών και η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δεν δεσμεύεται με το περιεχόμενο των σημειώσεων που ακολουθούν εκτός αν ρητά αναφέρεται στο κείμενο.

Παρά ταύτα ο Πρόεδρος και τα μέλη της Οργανωτικής Επιτροπής του 3<sup>ου</sup> Συνεδρίου που πραγματοποιήθηκε στην Αθήνα 16-18 Ιανουαρίου 2007 με τίτλο “ Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευόμενων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς ” θεωρούν τις εισηγήσεις ως ένα σημαντικό εργαλείο ενημέρωσης και εκπαίδευσης στα θέματα που αναφέρονται και συνιστούν στους μελετητές όπως τις μελετήσουν ανατρέχοντας και στο κείμενο των νόμων, αποφάσεων ή οδηγιών.

Ο Πρόεδρος της Οργανωτικής Επιτροπής

Γιάγκος Χαραλάμπους

**“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

**ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ**

5.0	Συντονιστής (Δ. Παρασκευάς): Συμμόρφωση και ανταγωνισμός ως ένα στοιχείο της Ελλάδος .....	4
5.01	Π. Σταϊκούρας: MiFID - Αδειοδότηση των ΕΠΕΥ και κανόνες συμπεριφοράς των χρηματιστηριακών διαμεσολαβητών.....	5
5.02	Κυρία Ε. Ματθαίου: Καινοτομίες που φέρνει η νέα οδηγία η MiFID στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.....	12
5.03	Ν. Πορφύρης: Τομείς που θα επηρεάσει η MiFID και ποίες δραστηριότητες μπορούν να αναπτυχθούν στο πλαίσιο της .....	17
5.04	Α. Παπακωνσταντίνου: MiFID και η επίπτωση θα έχει στην κατάρτιση συναλλαγών	24
5.05	Γ. Κατσουρίδης:Κόστος προσαρμογής και συνεχής βάση λειτουργίας της MiFID ..	32
	Ερωτήσεις και Απαντήσεις .....	37

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **5.0 Συντονιστής (Δ. Παρασκευάς): Συμμόρφωση και ανταγωνισμός ως ένα στοιχείο της Ελλάδος**

Στόχος μας θα είναι να συζητήσουμε τόσο τα τεχνικά θέματα συμμόρφωσης σε αυτή την οδηγία όσο και, αν μου επιτρέψετε να προτείνω, το κατά πόσο ο ελεύθερος ανταγωνισμός είναι ένα στοιχείο της Ελλάδος, το κατά πόσο η Ελλάδα είναι μία ανταγωνιστική χώρα, να κάνουμε λίγο πιο βαθιά συζήτηση για τον ανταγωνισμό στη χώρα μας. Διότι ο ελεύθερος ανταγωνισμός προϋποθέτει και ισότητα στην πλατφόρμα στην οποία οι επιχειρήσεις λειτουργούν.

Στην Ελλάδα, κατά τη γνώμη μου, το κράτος διευρύνεται. Είναι γνωστό από όλες τις διεθνείς στατιστικές ότι είναι ένα πολύ «αμαρτωλό» κράτος, και νομίζω ότι οι ελληνικές επιχειρήσεις - οι οποίες δανείζονται και με το ακριβότερο κόστος στην Ευρωπαϊκή Ένωση - είναι σε δυσχερή θέση να ανταγωνιστούν με άλλες επιχειρήσεις που λειτουργούν σε κράτη τα οποία είναι πιο ευέλικτα και πιο ανταγωνιστικά.

Και επειδή η οδηγία MiFID δεν συγχωρεί, θα σας θυμίσω μία έκφραση στην αμερικανική εκπαιδευτική κοινότητα, όπου, όταν κανείς εισέρχεται ως lector, το μήνυμα το οποίο του δίνεται είναι «publish or perish» (δημοσίευσε επιστημονικές εργασίες ή εξαφανίσου).

Επειδή λοιπόν η οδηγία δεν επιτρέπει να επιβιώσουν αυτοί που δε θα ανταγωνιστούν, νομίζω ότι ένα πολύ χρήσιμο συμπέρασμα είναι να δούμε πως η χώρα μας μπορεί να γίνει πιο ανταγωνιστική σε αυτό το διεθνώς ολοένα εντεινόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον.

Πρώτος, λοιπόν, ομιλητής μας είναι ο δόκτωρ Παναγιώτης Σταϊκούρας. Ο δόκτωρ Σταϊκούρας είναι λέκτορας του Τμήματος Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Είναι Δικηγόρος, έχει κάνει master στο Πανεπιστήμιο του Λονδίνου και διδακτορικό στο Δίκαιο Κεφαλαιαγοράς από το London School of Economics.

Δόκτωρ Σταϊκούρα, έχετε το λόγο.

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **5.01 Π. Σταϊκούρας: MiFID - Αδειοδότηση των ΕΠΕΥ και κανόνες συμπεριφοράς των χρηματιστηριακών διαμεσολαβητών**

Καλημέρα σας και από μένα και καλό κουράγιο σε όλους μας.

Ελλείπει χρόνου θα προχωρήσω αμέσως στο αντικείμενο της εισήγησης, αντικείμενο της σημερινής εισήγησης της δικής μου είναι να επεξεργαστώ δυο τομείς της οδηγίας 2004/39/EK της MiFID όπως είθισται να λέγεται και των εκτελεστικών αυτής μέτρων της οδηγίας δηλαδή 2006/73/EK και του κανονισμού 1287/2006/EK.

Οι δύο τομείς που θα επεξεργαστώ είναι η **αδειοδότηση των ΕΠΕΥ** και οι **κανόνες συμπεριφοράς των χρηματιστηριακών διαμεσολαβητών**. Οι διαφάνειες που έχετε μπροστά σας περιλαμβάνουν πολύ περισσότερα πράγματα σημεία προβληματισμού και κριτικής για το θεσμικό πλαίσιο. Ελπίζω να έχουμε το χρόνο να τα συζητήσουμε στην συνέχεια.

Εγώ θα περιοριστώ απλώς στην παρουσίαση των νέων διατάξεων της οδηγίας και στις διαφορές της με το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο. Αδειοδότηση ΕΠΕΥ . Τι είναι ΕΠΕΥ κατ’ αρχήν. Ο ορισμός ΕΠΕΥ δεν αλλάζει με το νέο θεσμικό πλαίσιο σε σχέση με το υφιστάμενο. Και εδώ ΕΠΕΥ νοείται κάθε πρόσωπο το οποίο παρέχει τουλάχιστον μία κύρια και οπωσδήποτε παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες σε επαγγελματικό επίπεδο σε σχέση με χρηματοπιστωτικά μέσα.

Κάποιες πολύ σύντομες παρατηρήσεις – διαφοροποιήσεις. Πρώτον ότι η λίστα των κύριων επενδυτικών υπηρεσιών διευρύνεται με δύο νέες Υπηρεσίες, τις **επενδυτικές συμβουλές** και τη λειτουργία **πολυμερών μηχανισμών διαπραγμάτευσης** η ΠΜΔ.

Τι είναι ΠΜΔ; ΠΜΔ είναι ένα πολυμερές σύστημα το οποίο το εκμεταλλεύεται διαχειριστής της αγοράς ή ΕΠΕΥ και εντός του οποίου συναντώνται περισσότερο συμφέροντα αγοραστών ή πωλητών χρηματοπιστωτικών μέσων.

Επίσης διευρύνεται και η λίστα των παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών με **την προσθήκη της υπηρεσίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων** και της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Διευρύνεται και η λίστα των χρηματοπιστωτικών μέσων με την προσθήκη μίας σειράς νέου τύπου παραγώγων, παραδείγματος χάρη παράγωγα σε εμπορεύματα, σε ναύλους, σε κλιματικές μεταβλητές κλπ.

Σημειώνω ότι πιστωτικά ιδρύματα που έχουν αδειοδοτηθεί με βάση την οδηγία 2000/12 και παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες δεν χρειάζεται να αδειοδοτηθούν εκ νέου με βάση τις διατάξεις της νέας οδηγίας.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

**Βασικές αρχές αδειοδότησης** δεν έχουμε σημαντικές διαφοροποιήσεις σε σχέση με το υφιστάμενο πλαίσιο. Αρμόδιες αρχές για την αδειοδότηση είναι οι αρχές του κράτους μέλους καταγωγής. Η άδεια περιλαμβάνει τις κύριες και παρεπόμενες επενδυτικές υπηρεσίες που δικαιούται να παρέχει μία ΕΠΕΥ. Η ΕΠΕΥ δικαιούται να κάνει χρήση αυτής της άδειας και να παρέχει τις υπηρεσίες σε διασυνοριακό κοινοτικό επίπεδο είτε απευθείας, είτε μέσω υποκαταστήματος.

**Προϋποθέσεις αδειοδότησης.** Εν πολλοίς είναι κοινές με την υφιστάμενη οδηγία την 93/22. Και εδώ πρέπει η ΕΠΕΥ να έχει τουλάχιστον δυο πρόσωπα που ασκούν τη Διοίκηση και πληρών κάποια ελάχιστα εχέγγυα ποιότητας. Πρέπει να ικανοποιεί τις προϋποθέσεις κεφαλαιακής επάρκειας.

Οι εποπτικές αρχές πρέπει να γνωρίζουν και να ελέγχουν την ταυτότητα και την ποιότητα των ειδικών συμμετοχών, αλλά και την ύπαρξη στενών δεσμών με άλλα πρόσωπα νομικά ή φυσικά. Η ΕΠΕΥ οφείλει να συμμετέχει σε σύστημα αποζημίωσης και να υποβάλει πρόγραμμα δραστηριοτήτων.

Η προστιθέμενη αξία της οδηγίας στα θέματα αδειοδότησης έχει να κάνει με τις οργανωτικές προϋποθέσεις. Το νέο θεσμικό πλαίσιο περιλαμβάνει λεπτομερέστερες τεχνικές διατάξεις σχετικά με μια σειρά οργανωτικών προϋποθέσεων που πρέπει να πληροί μια ΕΠΕΥ για να αδειοδοτηθεί.

Σας τις έχω παραθέσει εκεί συνοπτικά. Σημειώνω μόνο δυο πράγματα. Πρώτον ότι οι μηχανισμοί αντιμετώπισης συγκρούσεως συμφερόντων αποτελούν πλέον αντικείμενο προληπτικής εποπτείας και δεν ανήκουν πλέον στο πεδίο των κανόνων συμπεριφοράς όπως κάποιος θα μπορούσε να υποστηρίξει με το υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο.

Και δεύτερο, υπογραμμίζω τη σημασία που δίνει ο κοινοτικός νομοθέτης στους μηχανισμούς εσωτερικού ελέγχου, διαχείρισης κινδύνου και συμμόρφωσης με το θεσμικό πλαίσιο το λεγόμενο compliance functions.

Οι **εποπτικές αρχές** του κράτους μέλους καταγωγής οφείλουν να απαντήσουν εντός έξι μηνών από την υποβολή της αίτησης. Εάν δεν απαντήσουν η ΕΠΕΥ δικαιούται να προσφύγει στα δικαστήρια.

Οι **λόγοι ανάκλησης** είναι ακριβώς οι ίδιοι με τους λόγους ανάκλησης στο υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο. Το ίδιο και οι διαδικασίες μεταξύ των αρχών κράτους μέλους καταγωγής και κράτους μέλους υποδοχής, με δυο μικρές διαφοροποιήσεις.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Πρώτον, για την περίπτωση των **συνδεδεμένων αντιπροσώπων**. Υπογραμμίζω ότι οι κοινοτικός νομοθέτης επιτρέπει πλέον σε ΕΠΕΥ να χρησιμοποιεί συνδεδεμένους αντιπροσώπους για να παρέχει επενδυτικές υπηρεσίες εφόσον οι αντιπρόσωποι αυτοί πληρούν κάποια ελάχιστα εχέγγυα ποιότητας και είναι και εγγεγραμμένοι σε ειδικό μητρώο.

Εάν λοιπόν χρησιμοποιούν τέτοιους αντιπροσώπους πρέπει λογικά οι αρχές του κράτους καταγωγής να ενημερώνουν τις αρχές του κράτους μέλους υποδοχής. Και δεύτερο, εάν μεταβληθούν τα στοιχεία που έχει υποβάλει μία ΕΠΕΥ στις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής τότε η ΕΠΕΥ οφείλει να ενημερώσει τις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής, όχι όμως και τις αρχές του κράτους μέλους υποδοχής όπως συνέβαινε μέχρι σήμερα.

**Κατανομή εποπτικής αρμοδιότητας.** Η **προληπτική εποπτεία** ανήκει στις αρχές του κράτους μέλους καταγωγής όπως συνέβαινε και μέχρι σήμερα, ωστόσο πλέον οι αρχές του κράτους μέλους καταγωγής **έχουνε και την αρμοδιότητα εποπτείας των κανόνων συμπεριφοράς** εφόσον μία ΕΠΕΥ παρέχει υπηρεσίες σε κοινοτικό διασυνοριακό επίπεδο απευθείας.

Σε περίπτωση που ΕΠΕΥ παρέχει υπηρεσίες σε κοινοτικό επίπεδο μέσω υποκαταστήματος ο κοινοτικός νομοθέτης απονέμει μία σειρά αρμοδιοτήτων στις αρχές του κράτους μέλους υποδοχής. Ποιες είναι αυτές; Κατ' αρχήν οι αρχές αυτές είναι αρμόδιες για να εξετάζουν κατά πόσο το υποκατάστημα συμμορφώνεται με τις υποχρεώσεις καταγραφής των υπηρεσιών και των συναλλαγών.

Δικαιούται να ζητήσει από το υποκατάστημα την υποβολή περιοδικών εκθέσεων για στατιστικούς λόγους. Κυρίως όμως οι αρχές αυτές είναι αρμόδιες για να ελέγχουν της συμμόρφωση προς τους κανόνες δεοντολογίας, τους κανόνες εκτέλεσης εντολών, τους κανόνες βέλτιστης εκτέλεσης εντολών, τους κανόνες για τη δημοσίευση δεσμευτικών ζευγών εντολών από συστηματικούς εσωτερικοποιητές, η Εύη Ματθαίου θα σας πει στη συνέχεια γι' αυτό.

Τους **κανόνες για την καταγραφή των συναλλαγών**, καθώς και για τους **κανόνες για τη μεταδιαπραγματευτική διαφάνεια**. Για όλους αυτούς τους τομείς είναι αρμόδιες οι αρχές του κράτους μέλους υποδοχής.

Πάω γρήγορα στους **κανόνες συμπεριφοράς**. Οι ΕΠΕΥ οφείλουν να κατηγοριοποιούν τους πελάτες σε τρεις κατηγορίες. **Ιδιώτες, επαγγελματίες, επιλέξιμους**.

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Το τι περιλαμβάνει η κάθε κατηγορία ορίζεται με λεπτομέρεια στην οδηγία. Δυο σύντομες παρατηρήσεις μόνο.

**Πρώτον**, ότι η οδηγία επιτρέπει την μετακίνηση των πελατών μεταξύ αυτών των κατηγοριών με κάποιες βέβαια προϋποθέσεις. Και **δεύτερο**, ότι οι **ΕΠΕΥ οφείλουν να ενημερώνουν τους πελάτες στην αρχή της σχέσης τους για την κατηγοριοποίησή τους** σε κάποια από αυτές τις ομάδες, αλλά και για τα δικαιώματα που θα έχουν να μετακινηθούν, για την μετάταξή τους.

Η κατηγοριοποίηση είναι κεφαλαιώδους σημασίας γιατί η προστασία που παρέχει η οδηγία σε κάθε κατηγορία είναι διαφορετική. Μεγαλύτερη σε ιδιώτες πελάτες, λιγότερη στους επαγγελματίες και ακόμα λιγότερη στους επιλέξιμους.

Η **πρώτη κατηγορία κανόνων συμπεριφοράς** είναι οι λεγόμενες **υποχρεώσεις δεοντολογίας**. Λέει ο κοινοτικός νομοθέτης ότι οι ΕΠΕΥ οφείλουν να συμπεριφέρονται με εντιμότητα, δικαιοσύνη και επαγγελματισμός. Να παρέχουν σαφείς και ακριβείς πληροφορίες και από τους ίδιους τους εαυτούς τους στις υπηρεσίες τους, στα χρηματοπιστωτικά μέσα, τους τόπους εκτέλεσης, τα κόστη και τις επιβαρύνσεις.

Όλα αυτά εξειδικεύονται με πολύ μεγάλη λεπτομέρεια στα εκτελεστικά μέτρα της οδηγίας 2006/73. Η ΕΠΕΥ επίσης οφείλει να τηρεί αρχείο με τα έγγραφα συμφωνίας με τον πελάτη και να αποστέλλει στον πελάτη αναφορές σχετικά με τις παρασχεθείσες υπηρεσίες.

Η ΕΠΕΥ οφείλει να προβαίνει σε αξιολόγηση καταλληλότητας εφόσον παρέχει τις υπηρεσίες των επενδυτικών συμβουλών και της διαχείρισης χαρτοφυλακίου. Τι είναι αυτό; Η ΕΠΕΥ οφείλει να συλλέγει πληροφορίες για την γνώση, την πείρα, την οικονομική κατάσταση και τους επενδυτικούς στόχους του πελάτη προκειμένου να κρίνει εάν ένα προϊόν ή υπηρεσία είναι κατάλληλα για τον εκάστοτε πελάτη.

Εάν δεν έχει αυτές τις απαραίτητες πληροφορίες οφείλει να μην συνιστά επενδυτικές υπηρεσίες ή προϊόντα. Για όλες τις άλλες υπηρεσίες εκτός των επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου η ΕΠΕΥ οφείλει να προβαίνει σε αξιολόγηση συμβατότητας.

Να συλλέγει **πληροφορίες μόνο για τη γνώση και την πείρα του πελάτη**, προκειμένου να αξιολογεί αν ένα προϊόν ή υπηρεσία είναι συμβατά για το προφίλ του. Εάν πάλι δεν έχει συγκεντρώσει επαρκείς πληροφορίες οφείλει να ενημερώνει τον πελάτη ότι δεν μπορεί να προβεί σε αξιολόγηση συμβατότητας.



## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

Ο κοινοτικός νομοθέτης επιτρέπει σε ΕΠΕΥ που παρέχει την υπηρεσία εκτέλεσης ή λήψη και διαβίβασης εντολών να μην προβαίνει σε αξιολόγηση συμβατότητας εφόσον πληρούνται σωρευτικά κάποιες προϋποθέσεις.

Δηλαδή να πρόκειται για μη πολύπλοκο χρηματοπιστωτικό μέσο, οι υπηρεσίες να παρέχονται κατόπιν πρωτοβουλίας του πελάτη, να ενημερώνεται ο πελάτης εκ των προτέρων ότι δε θα διενεργηθεί αξιολόγηση συμβατότητας και η ΕΠΕΥ να έχει υιοθετήσει και να εφαρμόζει αποτελεσματικούς μηχανισμούς αντιμετώπισης συγκρούσεως συμφερόντων.

**Δεύτερη κατηγορία πολύ σημαντική κανόνων συμπεριφοράς** είναι οι κανόνες για την εκτέλεση εντολών. Ο κοινοτικός νομοθέτης μας λέει ότι μια ΕΠΕΥ οφείλει να εκτελεί τις εντολές των πελατών κατά τρόπο έγκαιρο, ταχύ και δίκαιο. Ο πιο σημαντικός κανόνας όμως εκτέλεσης εντολών είναι το λεγόμενο *best execution* (βέλτιστη εκτέλεση).

Σου λέει πλέον ότι η ΕΠΕΥ οφείλει να εκτελεί τις εντολές των πελατών κατά τέτοιο τρόπο ώστε να επιτυγχάνεται το βέλτιστο δυνατό αποτέλεσμα λαμβάνοντας υπόψη την τιμή, το κόστος, την ταχύτητα, την πιθανότητα εκτέλεσης και διακανονισμού, τον όγκο της εντολής.

Όχι πλέον πάντως λαμβάνοντας υπόψη μόνο τον παράγοντα της τιμής. Και όχι μόνο αυτό, οι ΕΠΕΥ οφείλουν να υιοθετούν πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης να την παρουσιάζουνε τους πελάτες και να εξασφαλίζουνε τη συναίνεσή τους ως προς την πολιτική αυτή.

Τι περιλαμβάνει αυτή η πολιτική ορίζεται στην οδηγία. Πολύ συνοπτικά σας λέω ότι πρέπει να περιλαμβάνει τους τρόπους εκείνους που η ΕΠΕΥ θεωρεί ότι κατά τρόπο συστηματικό επιτυγχάνεται το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα ανά κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων.

Επίσης η ΕΠΕΥ οφείλει να αξιολογεί περιοδικά αυτή την πολιτική, τουλάχιστον μία φορά κατά έτος και όποτε οι συνθήκες το επιβάλλουν. Και το πιο σημαντικό ίσως, πρέπει να έχει τη δυνατότητα εφόσον της ζητείται από τον οποιονδήποτε πελάτη να αποδεικνύει ότι για κάθε εντολή έχει εφαρμόσει ορθά την πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης που έχει υιοθετήσει.

Ένα τελευταίο σημείο, ο κοινοτικός νομοθέτης προβλέπει ότι ΕΠΕΥ η οποία συναλλάσσεται με **επιλέξιμους πελάτες** και παρέχει τις υπηρεσίες εκτέλεσης εντολών, διαπραγμάτευσης ή λήψης και διαβίβασης εντολών μπορεί να μην εφαρμόσει τους κανόνες δεοντολογίας, τους κανόνες εκτέλεσης εντολών αλλά και τους κανόνες για τη βέλτιστη

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

εκτέλεση εφόσον έχει λάβει ρητή επιβεβαίωση από τον πελάτη ότι δέχεται να αντιμετωπιστεί ως επιλέξιμος.

Δε θα σας κουράσω άλλο, υπάρχουνε πολλά σημεία προβληματισμού και κριτικής που περιλαμβάνονται στις διαφάνειες, θα ήθελα να τα συζητήσουμε στη συνέχεια. Θα κλείσω ίσως με μία πιο θεωρητική παρατήρηση, φαίνεται ότι το νέο θεσμικό πλαίσιο της MiFID υιοθετεί μία νέα ρυθμιστική φιλοσοφία.

Είναι η **φιλοσοφία της μέγιστης εναρμόνισης** με την υιοθέτηση πολλών λεπτομερών διατάξεων που αφήνουνε ελάχιστες διακριτικές ευχέρειες στα κράτη μέλη. Αυτό σίγουρα φαίνεται να εξυπηρετεί περισσότερο την ταχύτητα προς την επίτευξη του στόχου της ενοποίησης των χρηματοοικονομικών αγορών.

Δεν είμαι όμως καθόλου βέβαιος ότι αυτό εξασφαλίζει και την απαραίτητη ποιότητα των παραγόμενων ρυθμίσεων. Από αυτή την άποψη και γι' αυτό σας έχω παραθέσει και ένα απόσπασμα από την Wall Street Journal που εμένα με βρίσκει απόλυτα σύμφωνο, θεωρώ ότι η υφιστάμενη ρυθμιστική πολιτική της ελάχιστης εναρμόνισης και του επακόλουθου ρυθμιστικού ανταγωνισμού ίσως εξασφαλίζει καλύτερη ισορροπία μεταξύ αφενός της ανάγκης επίσπευσης της διαδικασίας ενοποίησης των αγορών, και αφετέρου της ανάγκης παραγωγής ποιοτικών ρυθμιστικών παρεμβάσεων.

Ευχαριστώ πολύ.

### **Συντονιστής:**

Σας ευχαριστούμε πάρα πολύ για την πολύ εμπειρισταωμένη και σύντομη μέσα στο χρόνο εισήγησή σας. Δεύτερη εισηγήτρια είναι η Νομικός Σύμβουλος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, Εύη Ματθαίου.

Η Εύη είναι Δικηγόρος από το 1992, έχει μεταπτυχιακά από το Chicago Kent-College of Law, είναι, όπως είπαμε, στην Νομική Υπηρεσία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, μέλος της ειδικής Νομοπαρασκευαστικής Επιτροπής για την κωδικοποίηση της νομοθεσίας για την Κεφαλαιαγορά.

Μέλος πολλών Νομοπαρασκευαστικών Επιτροπών, μεταξύ των οποίων και της Επιτροπής της επιφορτισμένης με την οδηγία για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων, για την οποία συζητάμε σήμερα. Η κυρία Ματθαίου είναι επίσης μέλος του φορέα του άρθρου 7 του Ν.2331/2005 για την πρόληψη και καταστολή της νομιμοποίησης εσόδων από εγκληματικές δραστηριότητες.

**“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

**Κυρία Ματθαίου:**

Ήμουν.

**Συντονιστής:**

Α, ήσουν. Οπότε τώρα οι εγκληματίες μπορούν να ξεφύγουν. Έχετε το λόγο.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **5.02 Κυρία Ε. Ματθαίου: Καινοτομίες που φέρνει η νέα οδηγία η MiFID στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων**

Ευχαριστώ κύριε Παρασκευά. Στα επόμενα οκτώ λεπτά σύμφωνα με το πρόγραμμα θα προσπαθήσω να περιγράψω συνοπτικά τις καινοτομίες που φέρνει η νέα οδηγία η MiFID στις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων.

Σκόπιμο όμως θεωρώ πριν από αυτό να αναφερθώ στην σημερινή κατάσταση στην Ευρωπαϊκή Ένωση έτσι ώστε να μπορέσουμε να κατανοήσουμε καλύτερα τις νέες ρυθμίσεις και τις ανάγκες που αυτή έρχεται να καλύψει.

Σήμερα στην Ευρωπαϊκή Ένωση **κινητές αξίες και χρηματοπιστωτικά μέσα** γενικότερα διαπραγματεύονται **κυρίως στα χρηματιστήρια**. Έχουν όμως παράλληλα αναπτυχθεί και **άλλα συστήματα πλατφόρμες** στα οποία διαπραγματεύονται ήδη εισηγμένες κινητές αξίες και τα οποία λειτουργούν από μεγάλες τράπεζες αλλά και από τα χρηματιστήρια. Και τέλος υπάρχει η διαπραγμάτευση στην over the counter αγορά.

Κοινός τόπος όμως είναι ότι όλες οι συναλλαγές που εκτελούνται εκτός των παραδοσιακών χρηματιστηρίων διενεργούνται χωρίς συγκεκριμένους κανόνες διαφάνειας. Η οδηγία λοιπόν έρχεται να διαπιστώσει το κενό αυτό και να προβλέψει τους όρους λειτουργίας όλων των υφιστάμενων τρόπων διαπραγμάτευσης.

Σκοπός της MiFID ή, λοιπόν, το ζητούμενο με την MiFID δεν είναι να θεσπιστούν ή να προβλεφτούν νέοι τύποι διαπραγμάτευσης. Η MiFID δεν έρχεται να υπαγορεύσει στους φορείς τον τρόπο με τον οποίο θα διενεργούνται οι συναλλαγές. Σκοπός της MiFID είναι η **τόνωση του ανταγωνισμού** μεταξύ των υφιστάμενων τρόπων διαπραγμάτευσης, με στόχο να δοθούν πολλαπλές επιλογές στους επενδυτές και να μειωθεί τελικά το κόστος.

Και τα παραπάνω βέβαια επιτυγχάνονται τελικά με την κατάργηση του κανόνα συγκέντρωσης, με τη θέσπιση ενός ουδέτερου κανονιστικού πλαισίου ιδίως μεταξύ συγκρίσιμων τρόπων διαπραγμάτευσης όπως οργανωμένων αγορών και πολυμερών μηχανισμών διαπραγμάτευσης, με την διευκόλυνση του arbitrage μεταξύ των τρόπων διαπραγμάτευσης μέσω δημοσίευσης τιμών και όγκων. Και τέλος με τη θέσπιση της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης για τις ΕΠΕΥ στην οποία αναφέρθηκε αναλυτικότερα ο κ. Σταϊκούρας.

Οι **τύποι διαπραγμάτευσης που έρχεται και προβλέπει και ρυθμίζει η MiFID** είναι οι **οργανωμένες αγορές, τα χρηματιστήρια, οι πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης και τέλος οι συστηματικοί εσωτερικοποιητές**.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Κατ’ αρχήν ως προς τις οργανωμένες αγορές η MiFID προβλέπει την αδειοδότηση. Αυτό είναι μία καινοτομία γιατί μέχρι σήμερα δεν υπήρχανε κοινοί κανόνες για την αδειοδότηση των αγορών σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Επίσης θέτει συγκεκριμένες προϋποθέσεις για τους διαχειριστές της οργανωμένης αγοράς.

Επίσης θεσπίζει οργανωτικές προϋποθέσεις λειτουργίας και κανόνες για την εισαγωγή των χρηματοπιστωτικών μέσων και διαφοροποιούνται εδώ από τους κανόνες και τις υποχρεώσεις οι προϋποθέσεις εισαγωγής στα επίσημα χρηματιστήρια που προβλέπει η οδηγία 2001/34.

Επίσης θα ήθελα να πω στο σημείο αυτό ότι το υπάρχον θεσμικό πλαίσιο στην Ελλάδα και κυρίως ο Ν.3152/2003 για τις οργανωμένες αγορές είναι απόλυτα συμβατό το θεσμικό πλαίσιο με τις προβλέψεις της οδηγίας.

Ο δεύτερος τύπος διαπραγμάτευσης που προβλέπει η MiFID είναι οι **πολυμερείς μηχανισμοί διαπραγμάτευσης**. Αναφέρθηκε και ο Σταϊκούρας στην δική του παρουσίαση, πρόκειται να το ξαναπώ γιατί είναι αρκετά καινούργιο για την ελληνική πραγματικότητα και αρκετά περίπλοκο στη λειτουργία του. Για μας, πρόκειται για ένα πολυμερές σύστημα διαπραγμάτευσης στο οποίο διαπραγματεύονται με κανόνες χρηματοπιστωτικά μέσα.

Η διαφορά του από τις οργανωμένες αγορές είναι ότι δεν πρόκειται για σύστημα στο οποίο εισάγονται κινητές αξίες, διαπραγματεύονται απλώς κινητές αξίες και η βασική διαφοροποίηση είναι ότι εδώ την διαπραγμάτευση σε αυτό μπορεί να τη ζητήσει οποιοσδήποτε έχει κινητές αξίες ή θέλει να διαπραγματευτούν σε αυτό κινητές αξίες.

Δεν απαιτείται δηλαδή η άδεια του εκδότη ή η έγκριση του εκδότη ή η αίτηση του εκδότη. Και στα συστήματα αυτά προβλέπονται οργανωτικές απαιτήσεις και διαδικασία διαπραγμάτευσης αντίστοιχες με αυτές που προβλέπονται και πρέπει να διαθέτουν οι οργανωμένες αγορές.

Τέλος η οδηγία προβλέπει και την λειτουργία των συστηματικών εσωτερικοποιητών. Ως συστηματικός εσωτερικοποιητής νοείται η ΕΠΕΥ η οποία συναλλάσσεται κατά τρόπο οργανωμένο, συχνά και συστηματικά για δικό της λογαριασμό εκτελώντας εντολές πελατών εκτός όμως οργανωμένης αγοράς ή πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης.

Αυτό σημαίνει λοιπόν ότι θα μπορούν πλέον οι ΕΠΕΥ να διενεργούν συναλλαγές από το δικό τους χαρτοφυλάκιο αλλά για να χαρακτηριστούν ως συστηματικοί εσωτερικοποιητές αυτό πρέπει να γίνεται με μία οργάνωση, συχνότητα και συστηματικότητα.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Είναι προφανές ότι η διαπραγμάτευση κινητών αξιών σε διάφορους τύπους, σε οργανωμένες αγορές σε πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης ή μέσω συστηματικών εσωτερικοποιητών επιφέρει κατακερματισμό της ρευστότητας.

Για το λόγο αυτό θεωρείται ότι ουσιώδη στοιχείο για την λειτουργία των αγορών είναι η διαφάνεια, μέσω της οποίας μπορούν να διασφαλιστούν ισότιμοι όροι ανταγωνισμού. Καθώς επίσης και η ανεμπόδιστη λειτουργία του μηχανισμού αναζήτησης των τιμών.

Το καθεστώς που προβλέπει η οδηγία έχει σκοπό να διασφαλίσει την κατάλληλη ενημέρωση των επενδυτών σχετικά με τον πραγματικό όγκο των συναλλαγών που έχουν καταρτιστεί ή των δυνητικών συναλλαγών στην περίπτωση της προσυναλλακτικής διαφάνειας, είτε αυτές διενεργούνται σε οργανωμένη αγορά, είτε σε πολυμερή μηχανισμό, είτε μέσω συστηματικού εσωτερικοποιητή.

Επίσης με τον τρόπο αυτό διευκολύνεται η αποτελεσματική τήρηση της υποχρέωσης βέλτιστης εκτέλεσης από τις ΕΠΕΥ. Να σημειώσουμε ότι το πεδίο εφαρμογής των κανόνων αυτών σχετικών με τη διαφάνεια περιορίζεται σήμερα μόνο για τις μετοχές ενώ υπάρχει και συζήτηση για την επέκταση και σε άλλα χρηματοπιστωτικά μέσα.

Πολύ συνοπτικά θα ήθελα να αναφερθώ στις **υποχρεώσεις προδιαπραγματευτικής διαφάνειας** και να αναφέρω απλώς ότι η οδηγία θεσπίζει ίδιες υποχρεώσεις προδιαπραγματευτικής διαφάνειας τόσο για τις οργανωμένες αγορές, όσο και για τους πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης, ενώ υπάρχει διαφοροποίηση για τους συστηματικούς εσωτερικοποιητές και δεν υπάρχει καμία υποχρέωση για συναλλαγές εκτός των παραπάνω τύπων εκτέλεσης, για συναλλαγές δηλαδή που γίνονται στην over the counter αγορά.

Ως προς τις υποχρεώσεις της μετά διαπραγματευτικής διαφάνειας εδώ η οδηγία θεσπίζει τους ίδιους κανόνες, τις ίδιες υποχρεώσεις για όλους τους τύπους διαπραγμάτευσης. Και σε αυτό το σημείο να πούμε ότι το ελληνικό σύστημα και σε ότι αφορά τις συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών είναι πάλι απόλυτα συμβατό και υπάρχουν υποχρεώσεις διαφάνειας που προβλέπει η οδηγία τόσο για πριν, όσο και μετά την εκτέλεση της συναλλαγής.

Επίσης θα ήθελα να διευκρινίσω ότι οι υποχρεώσεις διαφάνειας στις οποίες αναφέρθηκα δηλαδή πριν και μετά την κατάρτιση της συναλλαγής αποτελούν υποχρέωση των τύπων διαπραγμάτευσης και όχι των ΕΠΕΥ όταν απλά καταρτίζουν συναλλαγές. Οι

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

ΕΠΕΥ έχουν όμως μία άλλη υποχρέωση. Έχουν υποχρέωση να γνωστοποιούν όλες τις συναλλαγές που καταρτίζουν ανεξαρτήτως του τόπου κατάρτισης στην αρμόδια εποπτική αρχή στο πλαίσιο εφαρμογής όμως του άρθρου 25 της οδηγίας, για την διατήρηση της ακεραιότητας της αγοράς.

Για όλους τους παραπάνω λόγους η εποπτεία των αγορών και των συμμετεχόντων σε αυτές τις ΕΠΕΥ αποτελεί βασική προτεραιότητα. Στην MiFID προβλέπονται οι εποπτικές αρμοδιότητες των αρμόδιων αρχών. Προβλέπονται αυξημένες εξουσίες των αρμόδιων αρχών και η δημιουργία του πλαισίου αυτού ξεκίνησε βέβαια με την ενσωμάτωση της οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς.

Όπου εκεί για πρώτη φορά προβλέπονταν κοινές εξουσίες των αρμόδιων αρχών και ολοκληρώνεται με τις προβλέψεις της MiFID. Επίσης σε ευρωπαϊκό επίπεδο και όσον αφορά στην εποπτεία και την ανταλλαγή πληροφοριών η C.E.S.R έχει αναπτύξει και έχει προχωρήσει στην ανάπτυξη ενός συστήματος ανταλλαγής πληροφοριών όλων των πληροφοριών και όλης της γνωστοποίησης των συναλλαγών που παίρνουν οι αρμόδιες εποπτικές αρχές, μέσω ενός συστήματος έτσι ώστε να μπορεί αυτή η πληροφορία να επικοινωνείται σε όλες τις αρμόδιες αρχές.

Και τέλος υπάρχει και μία συζήτηση συνεχής για τη σύγκλιση διακριτικών ευκαιριών και τον τρόπο με τον οποίο θα ασκήσουν τελικά τα κράτη μέλη τη διακριτική τους ευχέρεια.

Στον περιορισμένο χρόνο που είχα στη διάθεσή μου δεν θα μπορούσα παρά να δώσω το περίγραμμά μόνο των ρυθμίσεων που αφορούν στους τόπους διαπραγμάτευσης και τη διαφάνεια των συναλλαγών. Που βέβαια είναι αναγκαστικά τεχνικά ιδιαίτερα στις λεπτομέρειές τους.

Οι επιπτώσεις όμως αυτών των ρυθμίσεων είναι ιδιαίτερα σημαντικές για την επίτευξη της ενιαίας αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων. Και το στοίχημα για τις ΕΠΕΥ είναι αν θα δουν την οδηγία σαν ένα ακόμα βάρος κανονιστικής συμμόρφωσης, ή αν θα μπορέσουν τελικά να την χρησιμοποιήσουν σαν εργαλείο για την ανάπτυξης νέων προϊόντων, νέων υπηρεσιών με στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και την επίτευξη της ενιαίας αγοράς.

Ευχαριστώ.

**Συντονιστής:**

**“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

Ευχαριστούμε πάρα πολύ, κυρία Ματθαίου, για την ιδιαίτερα ενδιαφέρουσα ομιλία σας.

Τρίτος στη σειρά είναι ο Νικόλαος Πορφύρης, ο οποίος είναι Διευθυντής Διεθνών Θεμάτων της EXAE. Ο κύριος Πορφύρης έχει εργαστεί ως Διευθυντής Ανάπτυξης Εργασιών Παραγωγών, ως researching dealer στην HSBC International Banking, ως Ποσοτικός Αναλυτής στο Group της Société Générale. Είχε ξεκινήσει τις σπουδές του ως Φυσικός, στην συνέχεια όμως έχει κάνει MBA και διδακτορικό σε Electrical engineering. Κύριε Πορφύρη, έχετε το λόγο.



## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **5.03 Ν. Πορφύρης: Τομείς που θα επηρεάσει η MiFID και ποιές δραστηριότητες μπορούν να αναπτυχθούν στο πλαίσιο της**

Παρότι το background μου είναι τεχνικό μάλλον δεν τα καταφέρνω εδώ.

Λοιπόν το σημείο το οποίο θα προσπαθήσω να θίξω στο σύντομο χρονικό διάστημα που έχω στη διάθεσή μου θα είναι από τους τομείς τους οποίους φαίνεται ότι θα επηρεάσει η MiFID που είναι η **προ-συναλλακτική διαφάνεια**, η **μετά-συναλλακτική διαφάνεια** και οι **ανάγκες των ΕΠΕΥ** και τι δραστηριότητες μπορούν να αναπτύξουν, οι ενδιαφερόμενοι, στο πλαίσιο της MiFID.

Θα είναι στην επίδραση στην εκτέλεση συναλλαγών **η κατάργηση του κανόνα της συγκέντρωσης** που είναι σημαντική σε πολλές αγορές όπως στην Ελλάδα, στην Γαλλία, στη Γερμανία, στην Ιταλία. **Ανάγκες νέας εποπτείας** στο πλαίσιο του best execution (βέλτιστης εκτέλεσης) που τίθενται. Και τι επιπτώσεις μπορεί να έχουνε στις ρευστές και μη ρευστές μετοχές των χρηματιστηρίων και ιδιαίτερα της Ελλάδος.

Για να ξεκινήσουμε να βάλουμε τα πράγματα σε κάποιο συνολικό περιβάλλον η MiFID δεν είναι κάτι το οποίο ξεκίνησε στην Ευρώπη. Υπάρχει στην Αμερική προηγούμενα και υπάρχουν μάλιστα στατιστικά στοιχεία και μερικές μελέτες.

Η Αμερική είχε ένα περιβάλλον διαφορετικό. Τα χρηματιστήρια ήτανε floors, ήτανε διμερείς συναλλαγές, ήτανε πατώματα. Αναπτύχθηκε η τεχνολογία ραγδαία. Υπήρχε πολύ ευνοϊκό θεσμικό περιβάλλον, ιδιαίτερα φιλελεύθερο και δημιουργήθηκαν ανάγκες όπως ανάγκες για ταχύτητα, για ανωνυμία στις συναλλαγές, για διαφορετικό και μικτότερο tick size και περιορισμούς στο spread.

Έτσι αυτό το δημιούργησε μάλιστα ένα περιβάλλον από θεσμικό το '96 για παράδειγμα τα order handling rules και το '98 τα ATS regulation και αρχικά οδηγηθήκαμε σε μία σειρά από ECNs τα οποία δημιουργήθηκαν, γύρω στα 15 ECNs τα οποία συν το χρόνο αρχίσανε να περιορίζονται να εξαγοράζονται κυρίως από χρηματιστήρια.

Είδαμε λοιπόν αρχικά να προσφέρουμε υπηρεσίες κυρίως σε ώρες μετά τη συνεδρίαση με πελάτες κυρίως θεσμικούς και pro-traders και είδαμε ένα σπάσιμο της αγοράς και σπάσιμο της ρευστότητας. Στη συνέχεια όμως προσαρμόστηκαν τα χρηματιστήρια απάντησαν και εναρμονίστηκαν οι κανόνες.

Όπως τώρα για παράδειγμα υπάρχει το regulation NMS το οποίο είναι παράλληλο της MiFID στην Αμερική. Και βλέπουμε ότι σταδιακά υπάρχουν δύο πόλοι, το New York Stock Exchange και το NASDAQ τα οποία απορροφούν τη ρευστότητα. Και κατά δεύτερο

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

λόγο υπάρχουνε μία σειρά τρία cross networks, δηλαδή τρία σημεία στα οποία θεσμικοί διασταυρώνουν εντολές χωρίς να υπάρχει διαμόρφωση τιμής. Το Liquidnet είναι το ITG Posit και το NYFIX, τα οποία έχουνε μεγαλύτερη ρευστότητα από ότι στην Ευρώπη αλλά πάλι περιορισμένη ρευστότητα.

Στην Ευρώπη η κατάσταση είναι λίγο διαφορετική. Οι αγορές ήτανε πάντα ηλεκτρονικές, τουλάχιστον οι μεγαλύτερες αγορές. Και όπου δεν ήτανε προσαρμόστηκαν. Υπάρχει ο πόλος της Γαλλίας όπου είναι το Nyse Euronext, το OMX όπου έχουμε κάποιες συγκεντρώσεις κάποιων χρηματιστηρίων σε κοινό σύστημα ή σε κοινή μορφή εταιρική. Και θα έλεγα ότι από κει και πέρα υπάρχουνε αρκετά διασκορπισμένα χρηματιστήρια τα οποία ορισμένα έχουνε κοινό σύστημα όπως έχουμε εμείς με την Κύπρο, όπως το Deutsche που παρέχει σύστημα στην Ιρλανδία και στη Βιέννη.

Αλλά από κει και πέρα όσον αφορά τα συστήματα τα MTF και τα ECNs τα αντίστοιχα υπάρχει μόνο το ITG Posit και το Liquidnet που είναι crossing networks, δηλαδή διασταυρώνουν οι θεσμικοί εντολές αλλά με πάρα πολύ μικρή ρευστότητα. Μιλάμε για ρευστότητα της τάξης των τεσσάρων δις Ευρώ το χρόνο.

Όμως στην Ευρώπη έχει επιχειρηθεί ανταγωνισμός. Κατ' αρχήν χρηματιστήρια πήγανε να πάρουνε ρευστότητα από άλλα χρηματιστήρια. Αυτό έγινε για παράδειγμα το 2000 με ένα project του Jiway από τη Noem και τη Morgan Stanley η οποία προσπάθησε να βάλει σε ένα σύστημα 2.500 μετοχές ευρωπαϊκές και αμερικάνικες, το οποίο απέτυχε και σταμάτησε μετά από δυο χρόνια αφότου ξεκίνησε.

Υπήρχε και υπάρχει ακόμα το trade point αρχικά το οποίο μετονομάστηκε σε Virt-x και το οποίο εκκαθαρίζεται από το X-clear στην Ελβετία και από το Euro-clear, CrestCo όσον αφορά αποθετήριο, το οποίο έχει αρκετές ευρωπαϊκές μετοχές και ελληνικές με πολύ μικρή ρευστότητα όμως, ελάχιστη ρευστότητα.

Προσπάθησε το Nasdaq να μπει στη Γερμανία, βρήκε ένα πρόσφορο έδαφος γιατί δεν υπήρχε netting, έκλεισε αυτή η τρύπα με αποτέλεσμα να σταματήσει να υπάρχει. Προσπάθησε η Γερμανία μέσω του Xetra να πάρει τις ολλανδικές μετοχές απέτυχε. Το LSE να πάρει πάλι ολλανδικές και γαλλικές μετοχές το Euro-net απάντησε με 50% μείωση τις τιμολογιακής πολιτικής.

Υπάρχει λοιπόν μία σειρά από προϊστορία η οποία δείχνει ότι δεν έχει καταφέρει κάποιο ευρωπαϊκό χρηματιστήριο να πάρει ρευστότητα από κάποιο άλλο. Και μια πρόσφατη

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

μελέτη της C.E.S.R δείχνει ότι τουλάχιστον το 95% των μεγάλων αγορών των ρευστών αγορών έχουν τουλάχιστον 5-6 φορές μεγαλύτερη ρευστότητα από ότι η δεύτερη καλύτερη αγορά και σε ποσοστό 90% έχουν 11 φορές μεγαλύτερη ρευστότητα.

Αρα είναι δύσκολο να παρθεί ρευστότητα από κάποιον καινούργιο όπως ένα MTF ή ένα system internaliser, θα δούμε στη συνέχεια που υπάρχουν πιθανότητες. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως τα MTF τα πολυμερή συστήματα διακανονισμού και οι εποπτευόμενες πλέον αγορές στα χρηματιστήρια δεν διαφέρουν ουσιαστικά στον τρόπο λειτουργίας εκτός από το γεγονός ότι ΕΠΕΥ μπορούν να λειτουργούν MTF.

Επομένως βλέπουμε ότι ουσιαστικά σαν αποτέλεσμα διευρύνεται ο ανταγωνισμός. Σε όλες τις περιπτώσεις βλέπουμε ότι το αποτέλεσμα είναι θετικό για τις εισηγμένες εταιρίες γιατί υπάρχει μεγαλύτερη ρευστότητα και μεγαλύτερος ανταγωνισμός.

Όμως στα σημεία στα οποία υπάρχουν συν και πλην βλέπετε που υστερούν και που κερδίζουν τα οργανωμένα χρηματιστήρια έναντι των MTF. Αυτό που θα ήθελα να σταθώ είναι ότι ενώ η εισαγωγή εταιριών παραμένει ως προτέρημα για τα χρηματιστήρια τα MTF μπορούν να εισάγουν προς διαπραγμάτευση μετοχές χωρίς αφενός να έχουν πρόσθετες υποχρεώσεις για τους εκδότες και αφετέρου να απαιτεί τη σύμφωνη γνώμη των εκδοτών.

Κάτι τέτοιο υπάρχει και στο Virt-x στο ελβετικό χρηματιστήριο όπου υπάρχουν για παράδειγμα αμερικάνικες μετοχές ή και ευρωπαϊκές που διαπραγματεύονται, χωρίς πάλι μεγάλη ρευστότητα. Πριν έρθω στο σημείο των ρευστών μετοχών να δούμε τα σημεία τα οποία αφορούν το πραγματικό κόστος των συναλλαγών το οποίο αφορά το best execution.

Υπάρχουν **τρία είδη κόστους**. Υπάρχει το **άμεσο κόστος** το οποίο όλοι ξέρουμε είναι οι προμήθειες είτε χρεώσεις χρηματιστηρίου αποθετηρίου, φόροι αν υπάρχει φόρος πώλησης στην Ελλάδα. Προμήθειες και προμήθειες θεματοφυλακής.

Υπάρχει το **έμμεσο κόστος** το οποίο έχει τρία σκέλη. Είναι το άνοιγμα τιμών το bid ask το οποίο είναι το αντίτιμο που πληρώνει κανείς για άμεση εκτέλεση. Το market impact είναι αν βάλω εγώ την εντολή πως θα επιδράσει στην αγορά, αν θα ρίξει την τιμή ή θα ανεβάσει την τιμή άρα θα μου χειροτερέψει την τιμή εκτέλεσης.

Και τέλος το **κόστος ευκαιρίας**, το οποίο είναι το λειτουργικό το κόστος χρονισμού και το κόστος τιμής συναλλαγής. Δηλαδή για παράδειγμα στην περίπτωση που δεν μπορέσουν να εκτελέσουν την εντολή μου. Και θα δούμε, υπάρχουν διάφοροι δείκτες που μετρούν αυτό και αυτοί μπορούν να βελτιώσουν ή να χειροτερέψουν την εκτέλεση.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Ας έρθουμε **πως θα επιδράσει η MiFID στην εκτέλεση των συναλλαγών**. Όσον αφορά μεταξύ οργανωμένων αγορών και MTF. Είναι δύσκολο, η εκτίμησή μου. Γιατί; Γιατί υπάρχει συγκεντρωμένη κρίσιμη μάζα ρευστότητας στη οργανωμένες αγορές για τις ρευστές μετοχές.

Το **έμμεσο κόστος** είναι σχετικά μικρό παρότι για μεγαλύτερα orders για μεγέθη εντολών ίσως δεν υπάρχει τόσο μεγάλη ρευστότητα. Οι σημαντικές υπηρεσίες που για παράδειγμα δεν προσφέρονται στην Αμερική προσφέρονται στην Ευρώπη.

Υπάρχουν market makers, υπάρχει order routing επομένως όλη η δυνατότητα για τα λεγόμενα algorithm trading, υπάρχουν οι hidden εντολές. Δηλαδή μπορεί κάποιος να μην δείχνει όλη την εντολή που θέλει να εκτελέσει αλλά να την δίνει στην αγορά σιγά-σιγά.

Υπάρχει απόλυτη ανωνυμία στις συναλλαγές. Υπάρχει block trading υπηρεσία και μάλιστα μετά την MiFID θα απελευθερωθεί και η τιμή της εκτέλεσης. Αλλά παρόλα αυτά υπάρχουν σημεία στα οποία θα μπορούσε κάποιο χρηματιστήριο να προσφέρει υπηρεσίες όταν εισαχθεί η MiFID.

Κατ’ αρχήν δεν μπορούν να ανταγωνιστούν τα MTF τα χρηματιστήρια όσον αφορά το post trading δηλαδή να πει ότι θα προσφέρω λιγότερη post trading διαφάνεια. Γιατί όπως είδαμε η MiFID ενοποιεί την post trading διαφάνεια. Επομένως ο ανταγωνισμός θα είναι για το άμεσο κόστος. Και εδώ πάλι η τιμολογιακή πολιτική των οργανωμένων αγορών έχει να παίζει ρόλο.

Και επίσης οι απαιτήσεις για pre trade διαφάνεια για τις ρευστές μετοχές, ενώ για τις μη ρευστές θα δούμε ότι υπάρχει διαφορά, αυξάνει το κόστος για κάποιον ο οποίος θέλει να δημιουργήσει ένα MTF. Χρειάζεται να έχει μία υποδομή.

Ανακοινώθηκε πρόσφατα ένα project επτά επενδυτικών τραπεζών το λεγόμενο Turquoise project όπου θέλουν να φτιάξουν ένα MTF ή ένα χρηματιστήριο, δε ξέρω πως θα το ονομάσουνε στην συνέχεια. Όμως η εμπειρία δείχνει ότι είναι σχετικά δύσκολο. Πρώτον, δεν έχουνε εκκαθαριστή και ο εκκαθαριστής έχει πολύ μεγάλο ρόλο σε αυτό το business σε αυτή την επιχειρηματική δραστηριότητα.

Δεν υπάρχουνε λοιπόν συμφωνίες με τον εκκαθαριστή, δεν είναι σίγουρο ότι άλλοι brokers θα φέρουνε ρευστότητα. Δηλαδή δεν αρκεί η ρευστότητα πέντε τραπεζών, χρειάζεται να φέρουν και άλλη ρευστότητα. Όμως ποιος broker θα φέρει ρευστότητα σε έναν αντίπαλο όταν έχουνε δηλώσει ότι δε θα έχουνε συμμετοχή σαν μέτοχοι σε αυτό το project.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Και βεβαίως θα πρέπει να βάλει κανείς υπόψη του αν κάνει την επιχειρηματική ανάλυση ότι πιθανώς τα μεγάλα χρηματιστήρια θα αντιδράσουν, θα ρίξουν τα κόστη τους άρα θα πρέπει να δει κανείς το κόστος του project μετά από αντιδράσεις των χρηματιστηρίων.

Το περισσότερο πιθανό σενάριο είναι να υπάρχει ρευστότητα εξαιτίας των εσωτερικοποιητών των systemic analyzers των SI. Όμως και εδώ θα πρέπει να τηρούνται κάποιες προϋποθέσεις. Κατ' αρχήν η πιθανότητα είναι να υπάρχουν οι εσωτερικοποιητές κυρίως σε αμερικάνικες τράπεζες που θα κάνει αρκετές μετοχές την Ευρώπη, αυτή είναι η μεγαλύτερη πιθανότητα να πάρουν αυτοί κάποια ρευστότητα. Και μικρότερη ρευστότητα να πάρουν οι τοπικοί εσωτερικοποιητές.

Θα πρέπει το ποσοστό για να πάρουν ρευστότητα να έχουνε μεγάλο ποσοστό σε μία μετοχή. Να έχουνε και αγοραστές και πωλητές ταυτόχρονα και διασπορά πελατών. Και εδώ υπάρχει ευκαιρία μόνο όταν παίρνουνε ρευστότητα από μικρούς πελάτες, δηλαδή γι' αυτούς που δίνουνε εντολές κάτω από το standard market size και όταν το coach είναι μεγαλύτερο από το size αυτό τότε θα μπορούν να εκτελούνε σε καλύτερη τιμή για τους πελάτες τους.

Θα πρέπει επίσης να διασφαλίσουν και το έχουν κάνει μεγάλες τράπεζες να αγοράσουνε ή να αναπτύξουνε υπηρεσίες για transaction cost analysis τα οποία μπορούμε να τα πούμε στη συνέχεια, αλλά ήδη οι μεγάλες η State Street η Deutsche Bank έχουν αγοράσει πολύ μεγάλα groups που παρέχουνε αυτή την υπηρεσία.

Και αυτή η υπηρεσία είναι πάρα πολύ σημαντική προς τους πελάτες. Και οι πελάτες πρέπει να πειστούν ότι θα γίνει το cream skinning. Έχει παρατηρηθεί ότι όταν αυξάνει, υπάρχουνε δυο κατηγορίες πελατών αυτοί που θα έχουνε μεγαλύτερη πληροφόρηση οι πιο επαγγελματίες και οι άλλοι.

Αυτοί που θα έχουνε μεγαλύτερη πληροφόρηση είναι πιο επικίνδυνοι σε κάποιον internalizer να κάνουνε συναλλαγή γιατί μπορούν να του δημιουργήσουνε μεγαλύτερο πρόβλημα, επομένως έχει παρατηρηθεί ότι το spread ανοίγει σε αυτές τις περιπτώσεις. Και στην Αμερική οι μελέτες έχουν δείξει ότι παρόλα που υπάρχουν system internalizer το Nyse συνέχισε να πλεονεκτεί και μόνο σε ορισμένα σημεία οι internalizers πλεονεκτούσαν.

Τέλος για τις μη ρευστές μετοχές οι οργανωμένες αγορές έχουνε κάποια υπεροχή και κυρίως για παράδειγμα τα ADRs ή τα GTRs δείχνουν ότι παρότι υπάρχει μία φυγή ρευστότητας προς αγορές όπου γίνεται το dual listing ή γίνεται το GTR ή το ADR στη συνέχεια όμως επιστρέφει η ρευστότητα και αυτό το έχουμε δει σε μετοχές όπως του ΟΤΕ ή

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

της Εθνικής. Επομένως υπάρχει μία τελική επιλογή αγοράς από τους επενδυτές και υπάρχει και η δυνατότητα να δημιουργήσουν τα ίδια χρηματιστήρια, όπως έχει γίνει ή πρόκειται να γίνει, είτε MTF είτε σε μη regulated αγορές τα ίδια.

Οι internalizers όμως έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα εδώ και υπάρχει μεγαλύτερη δυνατότητα να αποσπάσουν ρευστότητα ιδιαίτερα με Υπηρεσίες όπου εγγυώνται βάθος ή εγγυώνται τιμή και υπάρχουν κάποιες θεωρίες που λένε ότι μπορεί να σπάσει η ρευστότητα, η ήδη μικρή ρευστότητα να σπάσει και συνολικά να γίνει λιγότερο διαφανής η αγορά.

Επίσης το γεγονός ότι οι internalizers θα πάρουν μεγαλύτερο κίνδυνο με βάση τη Βασιλεία II θα αυξήσει τα κεφάλαια τα οποία θα πρέπει να έχουν αν παίρνουν θέσεις. Και επίσης η διαχείριση της θέσης επειδή θα έχει σπάσει η ρευστότητα θα είναι πιο δύσκολη. Και υπάρχουν θέματα τα οποία στο επίπεδο 3 η MiFID προσπαθεί να τα αντιμετωπίσει κυρίως με το θέμα των inducements, δηλαδή να προσπαθήσει κάποιος να πάρει ρευστότητα πληρώνοντας κάποιο αντίτιμο. Αυτό είναι ένα θέμα το οποίο είναι προς συζήτηση, δεν είναι τόσο εύκολο να γίνει και η εφαρμογή του best execution πάλι είναι ένα θέμα εξαιτίας των διαφορετικών πελατών και του τρόπου με τους οποίους θα το χειριστεί ο systemic internaliser.

Το τελευταίο slide (διαφάνεια) και σε αυτό μπορούμε να συζητήσουμε αργότερα, δεν υπάρχει κοινή μέθοδος σε όλες τις αγορές. Ούτε ακόμα και σε μία αγορά την οποία να μετριέται το transaction cost analysis δηλαδή το best execution. Υπάρχουν πολλά προβλήματα στη μέτρηση του best execution. Η επιλογή του δείκτη έχει πολύ μεγάλη σημασία. Υπάρχουν πάρα πολλές τράπεζες οι οποίες προσφέρουν τέτοια εργαλεία αλλά κανένα δεν μπορεί να πει ότι μετράει το ίδιο πράγμα.

Αναφέρουμε μία σειρά από προβλήματα στον τρόπο μέτρησης δηλαδή ποιο είναι το benchmark, το πιο συνηθισμένο είναι το VWAP δηλαδή volume waited average price ή το time waited average price, εκτέλεση εντολής μέσα στην ημέρα. Όμως πάντα υπάρχουν πιθανότητες να περάσει το λεγόμενο gaming δηλαδή να κάνει κατάχρηση κάποιος της θέσης του και να κερδίσει ή να χάσει ο πελάτης.

Υπάρχει επομένως μεγάλο περιθώριο τουλάχιστον στο level 3 της MiFID να οριστικοποιηθεί περισσότερο πως θα γίνει το best execution κοινό για όλες τις αγορές και το σημαντικό είναι ποια πληροφορία θα παίρνει ο πελάτης, πως θα την ελέγχει και πως θα την αξιολογεί.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Και τα στοιχεία τα οποία είναι διαθέσιμα μπορεί να υπάρχουν είτε από διαφορετικά συστήματα, γιατί τα συστήματα στα οποία δίνει κάποιος εντολή μπορεί να μείνει το σύστημα το οποίο τελικά η εντολή να περάσει. Άρα υπάρχει ένα χρονικό περιθώριο από την ώρα που θα δώσει κανείς την εντολή μέχρι που θα εκτελεστεί. Υπάρχει επομένως δυνατότητα να πάρει κανείς στοιχεία και να αντλήσει κανείς στοιχεία για να ελέγξει το best execution δυσκολεύουνε αρκετά τα πράγματα.

Ευχαριστώ πολύ.

### **Συντονιστής:**

Ευχαριστούμε πάρα πολύ, κύριε Πορφύρη, για την πολύ ενδιαφέρουσα ομιλία σας. Με ενημερώνουν ότι πρέπει να σας ενημερώσω όχι ότι υπάρχει βόμβα, αλλά ότι μετά τη λήξη των εργασιών της ομάδας μας, παρακαλούν να ανακοινώσουμε ότι μετά το διάλειμμα οι ομιλίες και οι συνεδρίες θα διεξαχθούν στην αίθουσα "Τερψιχόρη".

Επόμενος ομιλητής στην σειρά μας είναι ο Λάμπρος Παπακωνσταντίνου, Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου της Π & Κ ΑΕΠΕΥ και της Π & Κ ΑΧΕΠΕΥ . Παλαιότερα είχε εργαστεί στην ABN στην B & W και στην Procter & Gamble. Έχει σπουδάσει Χημικός Μηχανικός στο Μετσόβιο Πολυτεχνείο και στη συνέχεια έκανε MBA στο INSEAD.

Κύριε Παπακωνσταντίνου, έχετε το λόγο.



## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **5.04    Λ. Παπακωνσταντίνου: MiFID και η επίπτωση θα έχει στην κατάρτιση συναλλαγών**

Ευχαριστώ. Καλημέρα σε όλους. Να σας πω τι έχω σκεφτεί κατ’ αρχάς πήγα να αποφύγω τη σημερινή μου ομιλία για να είμαι ειλικρινής, αφού πρώτα με είχανε ορίσει ομιλητή, γιατί θεώρησα ότι ήτανε αρκετά νομικό το θέμα.

Αλλά στην πορεία μου είπανε ότι πρέπει να μιλήσεις, οπότε λέω εντάξει πρέπει να βρω κάτι πρακτικό. Γιατί το νομικό ήτανε αδύνατο να το καλύψω. Δόξα το Θεό έχουμε και Δικηγόρο στην εταιρία οπότε θα το καλύψει αυτή.

Τώρα να πάμε στο πρακτικό θέμα. Από την μικρή μελέτη που έχω κάνει μέχρι στιγμής για τη MiFID, γιατί περिटτό να σας πω ότι δεν ξέρω και πάρα πολλά πράγματα όσον αφορά το νομικό της σκέλος, εμένα με ενδιαφέρει το τι επίπτωση θα έχει στο τέλος της ημέρας στα έσοδα της οποιασδήποτε εταιρίας τρέχω, στα κέρδη της και στον τρόπο με τον οποίο θα εργάζεται.

Δε με ενδιαφέρει καν η οποιαδήποτε φιλολογία της Commission για το τι είναι MiFID. Γι’ αυτό αποφάσισα ότι το μόνο θέμα για το οποίο μπορώ να σας μιλήσω που με ενδιαφέρει και μένα και ίσως ενδιαφέρει και κάποιους από σας είναι τι επίπτωση θα έχει στην κατάρτιση συναλλαγών.

Εκεί λοιπόν η μικρή μου μελέτη έχει βγάλει ότι ουσιαστικά είμαστε πάρα πολύ μακριά από τη MiFID σαν ελληνική κεφαλαιαγορά, σαν ελληνικές χρηματιστηριακές εταιρίες, σαν ελληνικές ΑΕΠΕΥ όπως θέλετε πείτε το. Επίσης ένα συμπέρασμα που προφανώς θα ήθελα να συζητήσω και μαζί σας στο τέλος είναι ότι αμφιβάλω αν η MiFID στο σύνολό της σε όλα όσα θα ακούσετε σήμερα, τις επόμενες μέρες και τους επόμενους μήνες, μπορεί να έχει ποτέ 100% εφαρμογή σε μία ελληνική εταιρία.

Είναι αδύνατον, δεν υπάρχει τέτοια πιθανότητα. Ένα κομμάτι της **θα έχει εφαρμογή ενδεχομένως σε πέντε με δέκα ελληνικές εταιρίες**. Στο σύνολο των ελληνικών εταιριών **το μόνο που θα έχει εφαρμογή είναι πως παίρνεις άδεια**. Διότι κι αυτά που ακούτε και θα σας τα εξηγήσω αμέσως μετά, περί εσωτερικοποιητών κι οτιδήποτε αμφιβάλω αν υπάρξουμε τουλάχιστον τρεις με πέντε εταιρίες που μπορούμε να κάνουμε αυτή τη δουλειά στην Ελλάδα.

Παραπάνω αποκλείεται να υπάρχουν. Διότι ούτε τα κεφάλαια θα έχεις, ούτε την τεχνογνωσία, ούτε τίποτα. Πάμε να δούμε ουσιαστικά ποια είναι η κατάσταση σήμερα, έτσι



## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

και γιατί είμαστε σε μία κατάσταση φτώχειας από πλευράς ανταγωνισμού. Γιατί ουσιαστικά αυτό που μας ενδιαφέρει είναι η ανταγωνιστικότητα.

Ποιοι είναι οι συμμετέχοντες σήμερα στην ελληνική αγορά, έτσι; Έλληνες και ξένοι, αυτοί είναι δεν υπάρχει τίποτα άλλο. Αν θες να κάνεις οποιαδήποτε συναλλαγή στην Ελλάδα την κάνεις ή με ελληνική ή με ξένη εταιρία. Η οποία κάθε μία λειτουργεί με ένα διαφορετικό νομοθετικό πλαίσιο, το οποίο το ξέρουμε.

Άλλοι λειτουργούν με το ελληνικό, άλλοι λειτουργούν με το ξένο το οποίο, εδώ κρατήστε μία σημείωση όλοι σας και θα το δείτε παρακάτω, ότι το ξένο είναι ήδη πιο κοντά στη MiFID. Δηλαδή αν υποθέσουμε ότι η MiFID είναι να φύγουμε από δω να πάμε στην Θεσσαλονίκη, οι εγγλέζοι θα φύγουν από την Κατερίνη να πάνε στην Θεσσαλονίκη και εμείς θα φύγουμε από τη Σπάρτη.

Αυτή είναι η διαφορά μεταξύ ελληνικών και ξένων εταιριών και του τρόπου που δουλεύουν. Τώρα γιατί έχουμε διαφορετικούς πελάτες; Ένα απλό να σας πω ότι εμείς έχουμε ιδιώτες πελάτες και ο ξένος δεν έχει καν ιδιώτες. Έχει κάποια τμήματα private banking που συναλλάσσεται και διαφορετικές εποπτεύουσες αρχές, ότι σημαίνει αυτό να μην σας αναλύσω ότι παλαιότερα τρώγαμε πρόστιμα οι ελληνικές εταιρίες από την κεφαλαιαγορά για συναλλαγές ξένων εταιριών οι οποίες υποτίθεται ότι ήξεραν περισσότερα από μας για το πώς θα συναλλάσσονται. Αλλά θα τα αναλύσουμε αυτά παρακάτω.

Λοιπόν πάμε να δούμε πως δουλεύουν οι ξένες εταιρίες. Κατ' αρχάς οι ξένες εταιρίες σήμερα **κάνουνε συγκεντρωτικές εντολές** που εμείς δεν κάνουμε. Τι σημαίνει συγκεντρωτική εντολή; Αυτός θα είναι πιο κοντά στη MiFID θα είναι καλύτερα στο να καταλάβουμε με ποιο τρόπο θα γίνεται το best execution από ότι εμείς σήμερα.

Δεύτερο, αυτή τη στιγμή θα δείτε ας πούμε ότι χρησιμοποιούνται **πολλαπλοί κωδικοί από τις ξένες εταιρίες**. Εμείς χρησιμοποιούμε για τους πελάτες μας, που αυτό στην Ελλάδα δεν γίνεται προφανώς. Εκτελούν όπως θέλουνε τις εντολές των ιδιωτών τους περνώντας τους μέσω private banking.

Έχουνε κατηγοριοποίηση των πελατών. Διάβαζα σε κάτι χαρτιά του FSA ότι **έχουνε κατηγοριοποίηση των πελατών στις ξένες εταιρίες σε τρεις κατηγορίες**, εμείς έχουμε σε δύο. Άρα πρέπει να μάθουμε τι σημαίνει το τρία για να πάμε εκεί πέρα αύριο το πρωί.

**Δυνατότητα risk price.** Σήμερα το πρωί οποιοσδήποτε ξένος έχει τη δυνατότητα να εκτελεί την εντολή σε οποιαδήποτε τιμή και όχι στην τιμή στην οποία γράφεται στο ταμπλό.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Και να βγάζει όποιο πινακίδιο θέλει και να μπορεί να εξυπηρετεί όπως θέλει τον πελάτη του. Αυτό είναι πραγματικότητα, το γνωρίζουμε όλοι δεν είναι κάτι το οποίο ξαφνικά το μαθαίνουμε τώρα.

Άρα επομένως αυτός **μπορεί να δώσει μία εγγυημένη τιμή**, το οποίο τι σημαίνει; Ότι μπορεί ξαφνικά να δώσει μία μηδενική προμήθεια. Σκεφτείτε και κρατήστε όλες αυτές τις εκφράσεις, ορισμένοι τις ξέρετε γιατί τις βλέπετε καθημερινά, ορισμένοι τις έχετε ακούσει, όταν θα πάμε να συζητήσουμε ποια είναι η διαφορά τελικά με τη MiFID ας πούμε και το τι γίνεται.

Αυτό που θέλω να σας παρουσιάσω είναι ότι ουσιαστικά ο τρόπος που σήμερα δουλεύουν οι ξένες εταιρίες τις οποίες αύριο θέλουμε να ανταγωνιστούν οι ελληνικές εταιρίες γιατί νομίζω ότι τελευταία γραμμή του Συνεδρίου είναι ανταγωνιστικότητα, δουλεύουν ήδη σε κάποια βήματα τα οποία είναι πιο μπροστά.

Και τα οποία αυτά έρχεται και υιοθετεί αυτή η οδηγία. Άρα το ερώτημα είναι πότε εμείς θα φτάσουμε εκεί. Κλείνω την παρένθεση. **Χρηματική εκκαθάριση εντολών**. Εδώ υπάρχει αυτό το T+3 ή οτιδήποτε, άμα πάτε στο Λονδίνο οποιοσδήποτε είναι ανταγωνιστής μας σήμερα δουλεύει με book entry system, κρατάει και χαρτιά στα βιβλία του, κάνει και εκκαθάριση με τον πελάτη άμα θέλει στο T+4 ή στο T+30.

Υπάρχουν μία σειρά από νομοθετικά πλαίσια στα οποία μπορεί να κινηθεί. Υπάρχει στο εξωτερικό το **primer book rates** το οποίο εδώ δεν υπάρχει. Άντε εσύ να πάρεις πελάτη αύριο hedge fund όταν αυτή τη στιγμή έχει primer broker ας πούμε οποιονδήποτε ξένο. Δεν υπάρχει τέτοια πιθανότητα. Ούτε έχει νομοθετηθεί ποτέ από την κεφαλαιαγορά, αμφιβάλλω αν το έχει σκεφτεί κιόλας.

Και από την άλλη πλευρά υπάρχει και το **θέμα του άτυπου συμψηφισμού εντολών** που γίνεται με θεματοφύλακα. Όποιος έχει δουλέψει σε χρηματιστηριακή ξέρει απόλυτα τι εννοώ. Πουλάει ο πελάτης A και ξαφνικά έχεις πάρει χαρτιά από τον πελάτη B διαμέσου του θεματοφύλακα. Άντε αυτό να το κάνεις στην Ελλάδα. Δεν γίνεται.

Πως δουλεύουν λοιπόν οι ελληνικές εταιρίες σήμερα; Πρώτον, πάρα πολύ απλά **δεν μπορούν να κάνουν συγκεντρωτικές εντολές**. Έρχεται ο ξένος και σου λέει πάρουμε X χιλιάδες κομμάτια για την Ψ εταιρία. Εσύ λες θα πάρεις X1 χιλιάδες για Το Ψ1 αμοιβαίο, X2 για το Ψ2 αμοιβαίο. Όλα ίδια εν τω μεταξύ, στην ίδια μαμά εταιρία ανήκουνε.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Άντε αυτό το πράγμα να το εκτελέσεις και να το κάνεις best execution. Το χειρότερο όλων είναι άντε να μάθεις εσύ την 1<sup>η</sup> Νοεμβρίου του 2007 αν δεν γνωρίζεις πως θα κάνεις best execution που θα έχεις αλλάξει τελείως τον τρόπο trading και θα είναι πιο πολύ κοντά στο ξένο.

**Κωδικούς για πελάτες έναν.** Εδώ δεν υπάρχει η δυνατότητα να πεις έχουμε δυο, τρεις, τέσσερις για τον ίδιο θεσμικό πελάτη. Τελείωσε ένας. Πρέπει να έχεις ειδικές άδειες για να πάρεις δεύτερο ή τρίτο και αν. Καλά εκτέλεση εντολών των ιδιωτών δεν τη συζητάμε.

**Κατηγοριοποίηση έχουμε δυο κατηγορίες και όχι τρεις.** Στο εξωτερικό υπάρχουν τρεις κατηγορίες και εδώ είναι ένα πάρα πολύ σημαντικό για να δεις τελικά ποιος εμπίπτει σε κάθε κατηγορία και τελικά πως πρέπει να του φέρεσαι από πλευράς trading συναλλαγών.

**Η χρηματική εκκαθάριση των εντολών γίνεται αυστηρά T+1 μέχρι T+3,** δεν υπάρχει πιθανότητα δηλαδή να πεις ότι εγώ με τον τεράστιο πελάτη μου του εξωτερικού θα κάνω εκκαθάριση μεταξύ μας όποτε εγώ θέλω, αλλά με το αποθετήριο θα κάνω κανονικά σε αυτό που λέει στο T+3.

Αλλά εγώ μπορεί να θέλω τον πελάτη μου του εξωτερικού να του πω έλα εδώ, όπως το κάνει και οποιοσδήποτε ξένος, και να του πω ωραία κάθε μήνα θα εκκαθαρίζουμε τις συναλλαγές του μήνα. Και ενδιάμεσα θα τα κρατάω εγώ. Αυτό το πράγμα δεν υπάρχει και νομίζω ότι δεν θα υπάρξει και με την MIFID.

Αλλά και να υπάρχει σκεφτείτε ότι όλα αυτά θα πρέπει εμείς να τα μάθουμε μέσα σε 24 ώρες. Λοιπόν δεν υπάρχει πιθανότητα να βγεις, εγώ σας λέω γιατί λέμε για το best execution κατ' αρχάς στην Ελλάδα όταν εφαρμοστεί η MiFID αμφιβάλω αν μπορούν να κάνουνε πέντε ή επτά εταιρίες. Και τι σημαίνει αυτό;

Best execution σημαίνει ότι σήμερα εάν θεωρώ ότι μπορώ να εκτελέσω καλύτερα για σένα σε άλλο χρηματιστήριο όπου διαπραγματεύεται η ίδια μετοχή διότι το κόστος είναι διαφορετικό γιατί δεν υπάρχει φόρος πώλησης, γιατί δεν υπάρχει μεταβιβαστικά ή οτιδήποτε πρέπει να εκτελέσω εκεί.

Για να δούμε τώρα πόσες ελληνικές εταιρίες είναι μέλη σε άλλα χρηματιστήρια ή έχουν τη δυνατότητα να εκτελούν εντολές σε άλλα χρηματιστήρια ή το know how για να κάνουνε best execution. Και best execution μεταξύ μας δεν θα κάνεις στον retail πελάτη από τα Γρεβενά ή από το Αγρίνιο από όπου κατάγομαι, προφανώς έτσι;

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Best execution θα πας να κάνεις στον θεσμικό, έτσι για να δούμε τελικά και τι ποσοστό του τζίρου θα είναι αυτό το best execution και για ποιον αναφέρεται. Αλλά αν όλα αυτά ήδη δεν αλλάζουν ή δεν πάνε στην σειρά δεν υπάρχει πιθανότητα εμείς να δουλέψουμε MiFID και να πούμε κάτι ότι θα είμαστε ανταγωνιστικοί.

Πάμε παρακάτω, νομοθεσία για prime brokerage ούτε καν υπάρχει. Άντε να πάρεις πελάτη να του κάνεις best execution ή να είναι hedge fund όταν δεν υπάρχει αυτή τη στιγμή νομοθεσία ή δεν έχει μπει για να μπορείς να μπει στο prime brokerage.

Αυτή τη στιγμή διαβάστε οποιοδήποτε annual report μεγάλης επενδυτικής τράπεζας στο εξωτερικό να δείτε, διαβάστε τα report του Goldman Sachs και της Morgan Stanley το annual report, είναι σημαντικό, κατά σύμπτωση αυτός που έγραψε το annual report της Goldman Sachs είναι τώρα και Υπουργός Οικονομικών των Ηνωμένων Πολιτειών, και διαβάστε να δείτε από πού βλέπουνε αυτοί οι άνθρωποι ότι θα βγάζουνε κέρδη τα επόμενα χρόνια.

Και ελάτε να μου πείτε από πού θα βγάλουνε οι ελληνικές εταιρίες για να ανταγωνιστούν στο μικρόκοσμό τους δηλαδή στην Ελλάδα αυτές τις εταιρίες όσο γίνεται. Δεν υπάρχει πιθανότητα. Ή άπατες θα πάνε ή δεν ξέρω πρέπει να αλλάξουνε αρκετά πράγματα και εν τω μεταξύ.

Για να μην πούμε ουσιαστικά ποιο άλλο ναι τα πρόστιμα τα έχω ξανα συζητήσει είναι παλιά ιστορία. Ουσιαστικά να πούμε το συμπέρασμα. Το συμπέρασμα είναι ότι έχουμε διαφορετικό περιβάλλον λειτουργίας, έχουμε ένα ελληνικό πλαίσιο το οποίο έχει αλλάξει πάρα πολύ τα τελευταία χρόνια και όντως πραγματικά έχει εκσυγχρονιστεί αλλά χρήζει εκσυγχρονισμού ακόμη.

Βασικό συμπέρασμα είναι ότι οι ελληνικές εταιρίες είναι μη ανταγωνιστικές και σε πολλές περιπτώσεις γίνονται penalized. Είναι δύσκολη η αναβάθμιση των ελληνικών εταιριών και η παροχή εξειδικευμένων Υπηρεσιών. Εδώ δεν μπορούν να προσφέρουνε αυτές που ήδη λέει ο Νόμος όχι στη MiFID, οι περισσότερες σίγουρα. Ψάξτε να δείτε τον τρόπο με τον οποίο λειτουργούν. Δε θα σας πω από research μέχρι ότι θέλετε αλλά γενικώς, να βλέπουμε καμία φορά το πρόσωπό μας στον καθρέφτη.

Και γενικά εγώ αυτό το οποίο θέλω να πω είναι ότι υπάρχει η δυνατότητα αυτή την εποχή, έχουμε μία χρυσή εποχή η οποία μας δίνει τη δυνατότητα από τώρα μέχρι το Νοέμβριο που θα εφαρμοστεί η MiFID ταυτόχρονα να κάνουμε μια σειρά από αλλαγές στο

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

συνολικό μας σύστημα, ούτως ώστε να βελτιωθούν οι ελληνικές εταιρίες για να είναι έτοιμες να είναι ανταγωνιστικές από το Νοέμβριο και μετά.

Παράδειγμα λέμε, ακούτε όλοι συστηματικό εσωτερικοποιητή. Μάλιστα με ποιο σύστημα θα γίνεται; Γιατί υπάρχουν διάφοροι τρόποι. Είναι έτοιμο το ελληνικό σύστημα το οποίο είναι φτιαγμένο για τελικό επενδυτή; Συστηματικός εσωτερικοποιητής σημαίνει ότι έρχεται ο X πελάτης θεσμικός τεράστιος του εξωτερικού και όχι του εσωτερικού, γιατί οι περισσότεροι είναι μικροί, θα σου ζητήσει μία τιμή, θα έχεις αγοράσει τις μετοχές στα βιβλία σου και θα του τα δώσεις.

Και θα κάνεις την εκκαθάριση εφόσον έχεις ειδοποιήσει μετά λέει το χρηματιστήριο. Σωστά; Μπράβο. Και πως θα περάσει αυτό στο SAT; Είναι έτοιμο το ελληνικό σύστημα; Δεν γνωρίζω και δεν είμαι και ειδικός, απλά αυτό το συζητώ. Γιατί όταν θα γίνει η συναλλαγή εκείνη την ώρα, τι σημαίνει το SAT επειδή με κοιτάει η κυρία Ματθαίου, ότι εγώ εκείνη την ώρα θα πρέπει να ειδοποιήσω το χρηματιστήριο ότι το X pension fund των πυροσβεστών της Αλαμπάμα πήρε χαρτιά και το οποίο έχει ένα κωδικό SAT ενδεχόμενα δεν ξέρω τι, πήρε τα χαρτιά που του πούλησε το pension fund της Ταϊλάνδης.

Και αυτοί όλοι έχουνε κάποιο, τώρα υποτίθεται ότι εγώ έχω κάνει τη συναλλαγή και μετά ειδοποιώ το χρηματιστήριο. Το σύστημα το SAT δεν είναι έτοιμο αυτή τη στιγμή γι' αυτό το πράγμα. Είναι έτοιμο για να κάνει τις αλλαγές στον τελικό επενδυτή και όχι ενδεχόμενα σε αυτόν ο οποίος διαχειρίζεται τα αμοιβαία κεφάλαια. Θα το αντιμετωπίσουμε αυτό.

Μετά φόρος πώλησης. επειδή λέμε πολλά για το φόρο πώλησης. Γιατί έχετε την εντύπωση εσείς ότι θα πληρώσει ποτέ κανένας φόρο πώλησης στο 0,15% άμα είναι εσωτερικοποιητής στο Λονδίνο; Αυτό τον περίφημο φόρο πώλησης που πληρώνουμε εμείς.

Ας πούμε ότι κάνει τον εσωτερικοποιητή μια τράπεζα στο Λονδίνο και πουλάει τα χαρτιά και τα αγοράζει ένας άλλος πελάτης της και ειδοποιεί το χρηματιστήριο ότι συνέβη αυτή η συναλλαγή. Ο Νόμος λέει ότι αποδίδεις το φόρο εκεί που έγινε η συναλλαγή. Που έγινε η συναλλαγή στην Ελλάδα ή στο Λονδίνο; Και που πληρώνεις; Και ποιος θα αποδώσει το 0,15; Ενώ εγώ αντίστοιχα αν το κάνω σε ελληνική εταιρία θα πρέπει να έρθω να πληρώσω το 0,15, άρα είμαι ανταγωνιστικός ή όχι; Αφού είμαι 0,15% ακριβότερος όταν παλεύω για κάποια bids εξ ορισμού είμαι 0,15 ακριβότερος. Άρα ποιος θα το ρυθμίσει αυτό το πράγμα;

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Τα μεταβιβαστικά, αν υπάρχουν ή όχι. Δε το ξέρω. Υπάρχει κάποιος ο οποίος ρυθμίζει αν αυτά θα εισπραχθούν ή δεν θα εισπραχθούν και ποιος θα τα αποδώσει; Αν το εσωτερικοποιητής τα αποδίδει ή όχι; Γιατί εσωτερικοποιητής μπορεί να είναι στο Λονδίνο, μπορεί να είναι στην Αθήνα, μπορεί να είναι στο Παρίσι μπορεί να είναι οπουδήποτε. Αυτό υπάρχει κάποιος τρόπος;

Τρόπος συναλλαγών. Δημιουργείται κανένα ανταγωνιστικό πλεονεκτήματα τελικά για τις ελληνικές εταιρίες ή όχι; Μέχρι τώρα κάποιο υπήρχε θεωρητικά. Αυτή τη στιγμή με τη MiFID θα δημιουργηθεί ή όχι; Θα υπάρχει σύγκλιση;

Δηλαδή τουλάχιστον αν υπάρχει σύγκλιση στον ανταγωνισμό έτσι να υπάρχει σύγκλιση στο κόστος κάπου τέλος πάντων κάτι πρέπει να κάνουμε. Τέλος, ουσιαστικά τι λέμε; Εμείς λέμε ότι αυτό που θα αντιμετωπίσουμε θα πρέπει να εναρμονιστεί η νομοθεσία και το πλαίσιο λειτουργίας απαιτείται χρόνος.

Υπάρχουν κάποιες αποφάσεις κεφαλαιαγοράς που πρέπει να βγούνε. Τρόπος λειτουργίας του χρηματιστηρίου ο οποίος σίγουρα και αυτόν πρέπει να κάτσουμε και να το συζητήσουμε. Ενδεχόμενα θα χρειαστεί να αναθεωρηθούν μία σειρά από Νόμοι οι οποίοι δεν θα είναι μόνο κανονιστική λειτουργία, θα είναι ενδεχόμενα και φορολογικά θέματα.

Παράδειγμα έρχεται ένας πελάτης και σου λέει να μου εγγυηθείς μία τιμή για να σου πουλήσω τις μετοχές και από κει και πέρα κάνε τις εσύ ότι θέλεις. Αυτό είναι κατά τη γνώμη σου μπορεί best execution να το πεις ωραία, σου εγγυώμαι μία τιμή X και παίρνω εγώ το ρίσκο και το παίρνω στα βιβλία μου.

Εκτελώ για σένα και μετά σου κόβω πινακίδιο. Έτσι γίνεται και τώρα στο Λονδίνο, έτσι το επιτρέπει και η MiFID. Και καταλήγεις εσύ στο τέλος της ημέρας να έχεις αρνητική προμήθεια γιατί έχεις κάνει λάθος τιμή, προφανώς εντάζει αυτά γίνονται. Συν και πλην είναι η αγορά κάθε μέρα.

Και έρχεται μετά από λίγο το ΣΔΟΕ και σου λέει εσύ γιατί έδωσες; Γιατί έβγαλες αρνητική προμήθεια στο πινάκιο; Έλα πλήρωσέ μας και φόρο για το έσοδο και φόρο για το οτιδήποτε. Αυτό παραδείγματος χάρη θα μπορούσε να ρυθμιστεί μόνο να υπήρχε κατάλληλη νομοθεσία.

Αλλά αυτή η νομοθεσία δεν είναι νομοθεσία αγοράς, είναι νομοθεσία φορολογική. Μπορεί να είναι νομοθεσία που δεν ξέρω 'γω που αναφέρεται. Άρα το συμπέρασμα είναι ένα, τελικά μάλλον θα πρέπει αυτοί οι οποίοι θα έχουνε την ευθύνη διαμόρφωσης αυτής της

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

νομοθεσίας να συζητήσουν με αυτούς οι οποίοι εμπλέκονται και ενδεχόμενα θα έχουν μεγαλύτερη εφαρμογή της MiFID υποχρεωτικά, είτε λόγο μεγέθους, είτε λόγο αντικειμένου εργασίας.

Και να γίνουμε ενδεχόμενα μία σειρά από αλλαγές, ίσως να έπρεπε να γίνουμε και τώρα ούτως ώστε αυτό που θα γίνει το Νοέμβριο να είμαστε πιο προετοιμασμένοι από το να βουτήξουμε κατευθείαν στα κρύα νερά της MiFID και να ψάχνουμε να βρούμε τι σημαίνει best execution.

Ευχαριστώ πολύ.

### **Συντονιστής:**

Ευχαριστούμε τον κύριο Παπακωνσταντίνου για την πραγματιστική ομιλία του. Το Σαββατοκύριακο διάβασα ότι στην Ελλάδα υπάρχουν 550 χιλιάδες έλληνες που πάσχουν από μελαγχολία, νομίζω ότι μετά την ομιλία θα αυξηθεί αυτός ο αριθμός.

Ο τελευταίος ομιλητής, last but not least, όπως λένε στα αγγλικά, είναι ο Γιάννης Κατσουρίδης, Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος της Εθνικής Χρηματιστηριακής. Έχει εργαστεί στην ΕΤΕΒΑ Ρουμανίας και ακόμα και σήμερα εργάζεται εκεί παραλλήλως. Στη Διεθνή Χρηματιστηριακή παλαιότερα, στην Μετοχική Χρηματιστηριακή ακόμα παλαιότερα.

Έχει τελειώσει το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών, την ΑΣΟΕΕ, και στη συνέχεια έκανε μεταπτυχιακό στο Money Banking and Finals στο University of Birmingham. Θα κάνω την μοναδική, ας πούμε, εξαίρεση όσον αφορά το θέμα χρόνου.

### **Γ. Κατσουρίδης:**

Τρία λεπτά θα είναι.

### **Συντονιστής:**

Είχα έρθει στην αρχή με πολύ άγριες διαθέσεις να κόβω τους ομιλητές στα οκτώ λεπτά αλλά ήτανε όλοι πολύ ενδιαφέροντες οπότε δεν έκοψα κανέναν. Εσάς θα σας κόψω όταν αρχίσετε να είστε απαισιόδοξος. Δηλαδή όσο είστε αισιόδοξος θα σας αφήνω να μιλάτε.

### **Γ Κατσουρίδης:**

Μπορώ να κατέβω τώρα, μπορώ να σταματήσω τώρα.

### **Συντονιστής:**

Έχετε το λόγο.



## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **5.05 Γ. Κατσουρίδης: Κόστος προσαρμογής και συνεχής βάση λειτουργίας της MiFID**

Δε θα σας φτιάξω τη διάθεση και μετά από αυτά που είπε και ο Λάμπρος προηγουμένως.

Το κύριο σημείο προβληματισμού, επειδή βλέπω και πολλούς συναδέλφους από τον χρηματιστηριακό χώρο και από εταιρίες, είναι το **θέμα του κόστους**. Αυτή τη στιγμή αυτό που καλούμαστε πρώτα είναι να δούμε ποιο είναι το κόστος της προσαρμογής στην νέα αυτή οδηγία και το δεύτερο ποιο θα είναι το κόστος σε **συνεχή βάση** που θα έχουμε.

Φαίνεται ότι και τα δύο θα είναι μεγάλα. Δηλαδή πριν έρθω γι’ αυτή την ομιλία κάθισα και κοίταξα τι υπάρχει από έρευνες στο εξωτερικό σε σχέση με το τι βλέπουνε συνάδελφοί μας του εξωτερικού ότι θα επηρεάσει τα κόστη τους.

Λοιπόν νομίζω ότι είναι τα προφανή. Κυρίως επικεντρώθηκα σε μία μελέτη που βρήκα του FSA πολύ πρόσφατη του Νοεμβρίου που λέει ότι το **ένα** βασικό κόστος **θα είναι στο best execution**. Δηλαδή θα κληθούμε να φτιάξουμε μία πολιτική εκτέλεσης εντολών και δε θα πω τι πρέπει να κάνουμε εκεί πέρα αλλά πρέπει να καταγράψουμε κριτήρια, να εξηγήσουμε την πολιτική, να καταγράψουμε τους τρόπους εκτέλεσης των εντολών και ποιοι παράγοντες επηρεάζουν αυτά.

Ένα δηλαδή **πολιτική εκτέλεσης εντολών** και με τα ίδια κριτήρια μία **πολιτική διαβίβασης εντολών**. Αυτές οι πολιτικές αφού καταγραφούν θα πρέπει και σε τακτά χρονικά διαστήματα να ελέγχονται. Δηλαδή ότι αυτές οι πολιτικές είναι οι σωστές, είναι οι βέλτιστες. Αυτό βεβαίως καταλαβαίνουμε όλοι ότι είναι και λίγο θολό το πώς θα γίνεται και με την εμπειρία που έχουμε εμείς στην Ελλάδα.

Πάντως είναι σαφές ότι θα έχουμε ένα αρχικό κόστος εκεί για να καταγράψουμε αυτές τις πολιτικές και θα έχουμε και ένα συνεχές κόστος μετά για να τις ελέγχουμε.

Το **δεύτερο** σημαντικό κόστος είναι στην **κατηγοριοποίηση των πελατών**. Όπως είπαν και οι προηγούμενοι ομιλητές **στην Ελλάδα έχουμε δυο κατηγορίες**. Θα πρέπει να πάμε στις τρεις, αυτή που αφορά τους **ιδιώτες**, τους **επαγγελματίες** και τους **επιλέξιμους**. Και καταλαβαίνετε ότι το πώς θα τους ταξινομήσουμε είναι ένα θέμα!

Και ότι θα πρέπει να προστατέψουμε τη μία κατηγορία και συγχρόνως να δίνουμε τη δυνατότητα στις άλλες δυο κατά περίπτωση ή κατά διαστήματα να περνάνε από τη μία κατηγορία στην άλλη. Συγχρόνως αυτή η κατηγοριοποίηση θα πρέπει να ελέγχεται.



## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

Πάλι έχουμε ένα σημαντικό **κόστος αρχικό προσαρμογής** και ένα σημαντικό **κόστος ελέγχου** αυτής της **κατηγοριοποίησης**. Το άλλο πολύ σημαντικό είναι το **κόστος συστημάτων**. Εκτός από τα συστήματα που θα έχουμε για το best execution και για την κατηγοριοποίηση, καλούμαστε να προσαρμόσουμε και τα **συστήματά μας για τις νέες υποχρεώσεις** που θα έχουμε ως προς τη γνωστοποίηση συναλλαγών.

Πλέον η γνωστοποίηση συναλλαγών μπορεί να γίνεται οπουδήποτε. Άρα **υπάρχει υποχρέωση να ξέρουμε που έχει γίνει η συναλλαγή** και να γνωστοποιούμε να ενημερώνουμε και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Το επόμενο είναι ότι θα πρέπει να βάλουμε διαδικασίες και συστήματα περιορισμού συναλλαγών για τους υπαλλήλους, που πρέπει να προσαρμοστούν στην νέα οδηγία. Έτσι έχουμε τα συστήματα για το best execution, για την κατηγοριοποίηση, για τις γνωστοποιήσεις και πρέπει να προσαρμόσουμε και **τα συστήματά μας στο κομμάτι του compliance και του εσωτερικού ελέγχου**. Άλλο ένα κόστος.

Τελευταίο αλλά όχι αμελητέο είναι ποια θα είναι **η επίδραση της MiFID στην καινούργια κοινοτική οδηγία για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων**. σΕδώ θέλω να πω ότι πλέον είναι προφανές ότι αυτό το κόστος δε θα μπορέσουμε να το μετακυλίσουμε στους πελάτες.

Και το κόστος αυτό θα είναι σημαντικό, θα σημαντικότερο ενδεχομένως για τις μεγάλες εταιρίες που έχουνε μία ευρύτητα πελατείας και στις τρεις κατηγορίες αλλά θα είναι ποσοστιαία πολύ πιο σημαντικό στις μικρές εταιρίες.

Έτσι θα πρέπει να δούμε τι θα κάνουμε με το πώς θα βγάλουμε τα έσοδά μας από άλλα προϊόντα. Εκεί θα πρέπει να πάρουμε μεγαλύτερα ρίσκα. Έτσι θεωρώ ότι θα χρειαστεί να δεσμεύσουμε περισσότερα κεφάλαια γι' αυτή τη δουλειά, δηλαδή ότι πλέον θα πρέπει να πάρουμε θέσεις τις οποίες εμείς πλέον θα πρέπει να συντηρούμε και οι οποίες μετά από αυτές να βγάζουμε κέρδη.

Γι' αυτό και επικεντρώνω και το ενδιαφέρον και θέλω και την άποψη των προηγούμενων ομιλητών, πώς θα επιδράσει η MiFID πάνω στην οδηγία για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων. Τα συμπεράσματα είναι ότι θα έχουμε ένα σημαντικό κόστος. Και αυτό το κόστος θα είναι το αρχικό.

Από κει και πέρα το κατά πόσο θα μπορέσουμε εμείς αυτό το κόστος να το μετακυλήσουμε τους πελάτες, εγώ θεωρώ ότι αυτό είναι αδύνατον. Άρα θα πρέπει να επιζητήσουμε άλλες πηγές εσόδων. Και αυτό είναι κάτι το οποίο θα γίνει αρκετά αργότερα

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

από την εφαρμογή της οδηγίας. Δυστυχώς δεν σας έφτιαξα το κέφι αλλά αυτά είναι τα σημεία που εμάς μας προβληματίζουνε.

Ευχαριστώ πολύ.

### Συντονιστής:

Ένας νομπελίστας που επισκέφτηκε πρόσφατα τη χώρα μας είπε ότι ο απαισιόδοξος δεν είναι τίποτα άλλο παρά ο αισιόδοξος που είναι καλά πληροφορημένος.

Βλέπετε ότι στο πάνελ επεκράτησε, τουλάχιστον στο τέλος, κάποια αρνητική εκτίμηση για την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής αγοράς σε αυτό το θέμα. Εγώ θα ήθελα να πιαστώ από αυτές τις απόψεις και να πω ότι στην Αγγλία, στο Ηνωμένο Βασίλειο, επηρεάζονται από τη MIFID μεταξύ δύο χιλιάδες και τρεις χιλιάδες επιχειρήσεις. Τράπεζες, χρηματιστηριακές κλπ.

Και το κόστος, μόνο στο Ηνωμένο Βασίλειο, εκτιμάται ότι θα είναι 1,2 δισεκατομμύρια λίρες. Η συνολική εκτίμηση του κόστους προσαρμογής στην MIFID σε πανευρωπαϊκό επίπεδο φτάνει μέχρι τα 8 δισεκατομμύρια δολάρια.

Ένα ακόμα στοιχείο θέλω να σας πω για το κόστος, και αυτό θα το πω σε σχέση με την, κατά τη γνώμη μου, ανάγκη και στην Ελλάδα να αρχίσουμε να αντιλαμβανόμαστε την αξία των επενδύσεων σε υπηρεσίες και θα σας εξηγήσω τι εννοώ.

Το κόστος προσαρμογής μίας μικρής εταιρίας στην Αγγλία σύμφωνα με το FSA είναι 210.000 λίρες, δηλαδή περίπου €300.000,00. Μία μικρή εταιρία στην Αγγλία πρέπει να πληρώσει €300.000,00 για να προσαρμοστεί στις απαιτήσεις της MiFID. Και για μία μεγάλη εταιρία μπορεί να φτάσει μέχρι 8.000.000 λίρες το κόστος προσαρμογής της στην MIFID.

Αυτό το λέω γιατί στη χώρα μας πολλές φορές και δεν έχουμε δυνατότητα αλλά και δεν έχουμε την κουλτούρα να επενδύουμε είτε σε συστήματα, είτε σε υπηρεσίες. Και θα κάνω μια προκλητική ερώτηση στο ακροατήριο: σήμερα δημοσιεύεται στις εφημερίδες ότι η Κυπριακή Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απέρριψε την προσφορά εξαγοράς των τραπεζών Πειραιώς και Κύπρου από την MARFIN, ότι δεν ήτανε σύννομη.

Αυτό τι ήταν, γκάφα; Ήταν κακή νομική συμβουλή στην MARFIN; Πριν από μερικό καιρό, στην προσπάθεια εξαγοράς της Εμπορικής Τράπεζας, η Τράπεζα Κύπρου ουσιαστικώς και εκείνη έκανε κάποια ενέργεια που κατά τον Υπουργό Εθνικής Οικονομίας ήτανε και αυτό - συγχωρέστε με, το λέω για να ζεσταθεί η συζήτηση, χρησιμοποιώ τη λέξη «γκάφα», δεν τοποθετούμαι ούτε κάνω καμία κρίση κλπ.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Διερωτώμαι εάν στην Ελλάδα πολλά πράγματα τα αντιμετωπίζουμε με τον επαγγελματισμό και τη σοβαρότητα που απαιτείται για να είμαστε ανταγωνιστικοί. Διότι μία από τις προϋποθέσεις του ανταγωνισμού είναι να υπάρχει επαγγελματική ευθύνη.

Στην Ελλάδα εμείς οι δικηγόροι δεν έχουμε επαγγελματική ευθύνη και δεν είμαστε ασφαλισμένοι για επαγγελματικό λάθος. Γι’ αυτό και δεν μας χρησιμοποιούν όπως μας χρησιμοποιούν στο εξωτερικό. Στην Ελλάδα ο δικηγόρος ευθύνεται μόνο για δόλο και βαρεία αμέλεια, δηλαδή θα πρέπει να είναι κάτι απίστευτα λάθος για να έχει κάποιος ευθύνη.

Η ευθύνη έχει παραγραφή ένα εξάμηνο μετά την τέλεση της λάθος συμβουλής, όχι μετά την ανακάλυψη της συνέπειας του λάθους. Και προφανώς οι εταιρίες δε μπορούν να έχουνε αυτό που λέμε ένα bankable legal opinion. Εδώ όμως μπαίνουμε σε ένα περιβάλλον - και δεν το λέω για να ευλογήσω τα γένια των δικηγόρων, το λέω για να ξυπνήσουμε και εμείς στην Ελλάδα που είμαστε σε αυτό το χώρο - όπου η ανάγκη για πολύ εξειδικευμένη και σοβαρή δικηγορική υπηρεσία καθίσταται επιτακτική.

Δεν είναι δυνατόν να γίνει compliance αν δεν υπάρχουνε εξειδικευμένα δικηγορικά γραφεία, που δε ξέρω αν υπάρχει κανένα, τα οποία να μπορούν να συμβουλευόυνε σε θέματα κανονιστικά τις ελληνικές επιχειρήσεις. Είναι ένα πάρα πολύ μεγάλο θέμα.

Θα ήθελα λοιπόν να παρακαλέσω - και η επιτυχία αυτής της εκδήλωσης, αφού ευχαριστήσω όλους τους εισηγητές, είναι η συζήτησή μας - οι ερωτήσεις να μπουν στα βαθιά νερά. Έχω παρατηρήσει ότι στη χώρα μας κανείς δεν απευθύνεται με ειλικρίνεια στην εκάστοτε πολιτική ηγεσία.

Όλοι είμαστε πολύ ευγενείς, πολύ συνεργάσιμοι. Εγώ έστειλα σε κάποιον Υπουργό πρόσφατα ένα note για ένα ζήτημα το οποίο θεωρώ ότι το γνωρίζω πάρα πολύ καλά και το λέω με σεμνότητα, δεν το λέω με αλαζονεία. Και το note αυτό, επειδή ήτανε κριτικό, το επέστρεψε.

Νομίζω λοιπόν ότι πρέπει να αρχίσουμε όλοι να είμαστε πιο ειλικρινείς και πιο ευθείς στην πολιτική ηγεσία, στην εκάστοτε πολιτική ηγεσία. Η χώρα μας έχει ένα πάρα πολύ σοβαρό έλλειμμα ανταγωνιστικότητας κατά τη γνώμη πάρα πολλών ανθρώπων.

Εάν θεωρούμε ότι η χώρα είναι ανταγωνιστική τότε προφανώς έχω λάθος. Θέλω λοιπόν να γίνει μία ουσιαστική συζήτηση, να μιλήσουμε για την εφαρμογή της MiFID, για τεχνικά θέματα που έχουμε ειδικούς εδώ, αλλά θέλω και να μιλήσουμε, εάν συμφωνείτε, και

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

λίγο πιο ουσιαστικά για την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής αγοράς των ελληνικών επιχειρήσεων, της ελληνικής οικονομίας.

Όλα αυτά που λέμε κάπως καταγράφονται και κάπως μεταφέρονται, και νομίζω ότι είναι πάρα πολύ καλό να γίνει ένας ουσιαστικός διάλογος σε αυτή την κατεύθυνση. Λοιπόν, ποιος θέλει να ρωτήσει τους ομιλητές μας;

Όποιος ρωτάει, και παρακαλώ πολύ να υπάρχουν **ερωτήσεις**, ειλικρινά παρακαλώ να υπάρξει διάλογος, θα παρακαλούσα να λέει το όνομά του και την ιδιότητά του. Παρακαλώ έχετε το λόγο. Έχουμε κάποιο μικρόφωνο εδώ το οποίο κινείται.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### **Ερωτήσεις και Απαντήσεις**

#### **Π.Τερζής:**

*Λέγομαι Πασχάλης Τερζής, τώρα κρατάω και ένα μικρόφωνο και ίσως παρερμηνευτεί. Είμαι στην Ελληνική Τράπεζα.*

*Αυτό που ήθελα να ρωτήσω από την ώρα που διάβασα για την MiFID και διάβασα όπως διαβάσαμε όλοι μας αυτό τη μικρή παρέα των τραπεζών του τουρκουάζ project αν θα μπορούσε ή αν έχει γίνει ένα feasibility study για ένα τουρκουάζ project στην Ελλάδα. Ή κατά πόσο θα ήτανε βιώσιμο να γίνει εφόσον το top 10 ας πούμε των brokers κάνουν το 80plus του τζίρου;*

#### **Α. Παπακωνσταντίνου:**

*Θα σου απαντήσω αλλά εγώ θα σου πω προσωπική μου άποψη, δε σημαίνει ότι την ενστερνίζονται όλοι.*

*Δεν υπάρχει πιθανότητα αυτό το πράγμα να δουλέψει στην Ελλάδα. Ή τουλάχιστον αν θέλεις, εδώ κατ' αρχάς υπάρχει ένα project το οποίο έχουνε κάνει κάποια investment bank στο Λονδίνο, το οποίο έχει κάποια deadlines. Και το οποίο λέει να δουλέψει το 2008 ή οτιδήποτε. Και αν δουλέψει, αν, αν, αν!*

*Σκέψου τώρα δηλαδή να βάλεις το εξής, ότι η Ελλάδα είναι το απειροελάχιστο ποσοστό των συναλλαγών. Άρα αν δούλευε ποτέ αυτό το project για το Λονδίνο και είχε τεσταριστεί θα έπρεπε μετά να κατέβεις να το δοκιμάσεις στο Euronext, στη Γερμανία, στην Ιταλία. Ξέρεις μέχρι να φτάσεις στην Ελλάδα θα έφτανε το 2015 για να το τεστάρει κάποιος αν δουλεύει.*

*Δεύτερο, να είμαστε τώρα ειλικρινείς. Ποιος θα μπορούσε στην Ελλάδα να κάνει τέτοιο project; Ουσιαστικά θα μπορούσαν οι τρεις τέσσερις πέντε ελληνικές τράπεζες, όπως θέλεις πες το. Άντε και μία δυο ιδιωτικές μεγάλες εταιρίες σαν εμάς, ακόμα είμαστε δεν έχει τελείωσε deal με την Εθνική, περιμένουμε την έγκριση Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς γι' αυτό ήρθα σήμερα ομιλητής μήπως το πάρουμε πιο γρήγορα.*

*Άντε λοιπόν να έχεις πέντε έξι οι οποίοι θα κάνουνε αυτό το πράγμα, οι οποίοι έχουνε το εξής πρόβλημα: το 90% από αυτούς είναι ταυτόχρονα και μέτοχοι στην EXAE. Δηλαδή θα πυροβολούσαν τα πόδια τους πρώτον. Αν τυχόν ποτέ δούλευε δηλαδή θα πήγαιναν να πυροβολήσουνε τα πόδια τους που είναι μέτοχοι στην EXAE και λειτουργεί το χρηματιστήριο και ταυτόχρονα κάνανε πλατφόρμα για να φύγουνε από το ελληνικό χρηματιστήριο. Δεν υπάρχει τέτοια πιθανότητα καμία όπως καταλαβαίνεις.*

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Το δεύτερο είναι ότι δεν είναι βιώσιμο αυτό το πράγμα στην Ελλάδα, δεν βγάζεις λεφτά. Ήδη το ελληνικό χρηματιστήριο κατά τη γνώμη μου ας πούμε είναι πανάκριβο από πλευράς αποτίμησης, αλλά αυτό δεν βγαίνει ως *recommendation*, γιατί ας πούμε θα βάλεις ότι αυτή τη στιγμή νομίζω ότι βγάζει περίπου πάνω κάτω το 1/3 αν θυμάμαι καλά των κερδών που βγάζει το χρηματιστήριο του Λονδίνου άμα δεις τις οικονομικές καταστάσεις.

Άρα οι αυτοί είναι, μάλλον πρέπει να είναι λιγότερο *efficient* από μας υποθέτω, ή εμείς κάτι έχουμε βρει. Άρα επομένως θα σου έλεγα ότι είναι πολύ δύσκολο να δουλέψει του τουρκουάζ *project* αν ποτέ δουλέψει στο εξωτερικό να δουλέψει στην Ελλάδα.

Και αποκλείεται να δεις έλληνα να κάθεται να το στήνει. Δεν υπάρχει τέτοια πιθανότητα. Συν του ότι τα χρηματιστήρια μην το ξεχνάμε τώρα έχουνε μία αξιοπιστία. Γιατί εγώ η απάντηση νομίζω σε όλο αυτό είναι μία, ότι ας υποθέσουμε ότι όλα αυτά δουλεύουν.

Μπορείς να μου πεις γιατί κάθε μήνα υπάρχει και μία ανακοίνωση στην *Wall Street Journal* ή οπουδήποτε ότι κάποιο χρηματιστήριο προσπαθεί να αγοράσει ένα άλλο ή κάποιο *private equity fund* ή δεν ξέρω 'γω οτιδήποτε πάει να αγοράσει ένα χρηματιστήριο ενώ ταυτόχρονα γίνεται το τουρκουάζ *project* το οποίο θα τα σκίσει όλα και θα ρίξει το κόστος κάτω;

Κάπου δεν κολλάνε όλα αυτά. Εγώ η εκτίμηση που έχω αλλά είναι τελείως προσωπική είναι ότι αυτό στην Ελλάδα δεν γίνεται, τουλάχιστον για όσο μπορούμε να δούμε μπροστά έτσι τώρα για μετά από πέντε χρόνια ή έξι. Δεν μπορώ να σου απαντήσω.

### Γ. Κατσουρίδης:

Εγώ συμφωνώ με το Λάμπρο αλλά και υπάρχουν δυο πρόσθετοι λόγοι. Πρώτον η προσωπική μου άποψη είναι ότι η EXAE θα πρέπει να φτηνώνει οπωσδήποτε να μειώσει τα τιμολόγια της και θα το κάνει γιατί δεν γίνεται διαφορετικά.

Το δεύτερο, βλέποντας ποιοι είναι οι *market participants* αυτή τη στιγμή ένα τέτοιο *project* για την Ελλάδα θα είχε νόημα, αν η εξέταση ενός τέτοιου *project* θα είχε σχέση με το ποιοι είναι αυτοί που συμμετέχουν.

Όταν πλέον έχουμε φτάσει να συμμετέχουνε 65% οι ξένοι αυτό που είπε και Λάμπρος προηγουμένως ότι χρειάζονται, δηλαδή ότι το *credibility* που δίνει μία οργανωμένη αγορά σε μία περιφερειακή αγορά όπως είναι η Ελλάδα είναι σημαντικό, δεν νομίζω ότι θα μπορούσε αυτό το πράγμα να λειτουργήσει στην Ελλάδα για τους δυο λόγους που είπα, ότι θα φτηνώνει η

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

*ΕΧΑΕ και οι market participants είναι οι ξένοι κατά πολύ μεγάλο ποσοστό και δε φαίνεται αυτό να αλλάζει.*

### **Συντονιστής:**

*Αρνητικά τα συμπεράσματα. Θέλετε, κύριε Πορφύρη, να συμπληρώσετε κάτι;*

### **Ν. Πορφύρης:**

*Να συμπληρώσω ότι αυτό ακόμα και για τους ξένους έχει σημασία μόνο για μεγάλες μετοχές. Δηλαδή το τουρκουάζ project αφορά πολύ ρευστές μετοχές. Για την Ελλάδα αυτό θα σήμαινε τρεις τέσσερις πέντε μετοχές. Είναι αυτές ικανές από μόνες τους να τηρήσουνε αυτό το profitability αυτό το project; μόνο αν βάλει κανείς ίσως και βαλκάνιες μετοχές ή κάτι άλλο.*

### **Συντονιστής:**

*Εγώ απλώς ιδεολογικά, αν μου επιτρέψετε, όχι επί της ουσίας, ιδεολογικά δεν θεωρώ ότι μπορούμε να λέμε ότι κάτι δε γίνεται στην Ελλάδα.*

*Όλα μπορούν να γίνουν και στην Ελλάδα, και οι Έλληνες, παρόλο που πολλές φορές εδώ όταν λειτουργούμε, λειτουργούμε μη ανταγωνιστικά, στο πιο ανταγωνιστικό κομμάτι της οικονομίας παγκοσμίως, που είναι η ναυτιλία, είμαστε η νούμερο ένα δύναμη στον κόσμο. Δηλαδή έχουμε track record ότι μπορούμε να λειτουργήσουμε και ανταγωνιστικά.*

*Ελπίζω λοιπόν ότι θα μπορέσουμε να λειτουργήσουμε και σε αυτό τον κλάδο που συζητάμε σήμερα γιατί αλλιώς θα πρέπει να αλλάζουμε επαγγέλματα, έτσι δεν είναι; Άμα δεν είμαστε ανταγωνιστικοί, είπαμε publish or perish, θα πρέπει να εξαφανιστούμε, έτσι; Λοιπόν άλλη ερώτηση.*

### **Π.Τερζής**

*Συγνώμη να κάνω ένα τελευταίο σχόλιο. Εγώ συμφωνώ με αυτό που λέτε αλλά πρέπει να βλέπουμε και ποια είναι τα σημεία των καιρών.*

*Θέλω να θυμίσω χωρίς να θέλω να πω κάτι κακό, ότι τη στιγμή που υπήρχε συγκέντρωση στα χρηματιστήρια εδώ παίρναμε αποφάσεις για να ανοίξουμε χρηματιστήριο στη Θεσσαλονίκη. Δηλαδή πρέπει να βλέπουμε και ποια είναι η τάση. Δε μπορούμε να λέμε και να κάνουμε πράγματα τα οποία, να ομφαλοσκοπούμε τέλος πάντων.*

### **Καρακιουλάφης:**

*Κύριε Παρασκευά διαβάζω εδώ πέρα μία πρόταση με ανακοίνωση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς της Μεγάλης Βρετανίας, η οποία μιλάει ότι θα πρέπει να γίνεται γνωστό το*



## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

εύρος των τιμών που σχηματίστηκε στην αγορά εκτός των χρηματιστηρίων και εκτός των χρηματιστηρίων και το χαρακτηρίζει σαν το πιο ακανθώδες θέμα της νέας οδηγίας.

Γιατί αυτό; Διότι οι επενδυτές στο τέλος της ημέρας θέλουν να ξέρουν στα πλαίσια *best execution* του *best prices* πετύχανε την καλύτερη τιμή ή όχι;

Και ρωτάω και εγώ ας πούμε και λέω ότι μέχρι τώρα έπαιρνα την εφημερίδα μου, είχα μετοχές της *Deutsche Bank* οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο της Φρανκφούρτης και έβλεπα ότι η τιμή της μετοχής μου *A*. Σήμερα ποια είναι η τιμή της μετοχής μου; Μπορεί να μου το πει κανείς;

### Συντονιστής:

Η αίσθησή μου είναι ότι ο απόλυτος ορισμός του *best execution* δεν είναι 100% σαφής, αλλά ότι θα υπάρξουν και ζητήματα ευθύνης όταν κάποιος επενδυτής αισθανθεί ότι δεν έλαβε την υπηρεσία *best execution*, και θα υπάρξουν ζητήματα αναζήτησης αποζημιώσεων από εταιρίες που δεν θα έχουν συμπεριφερθεί σύννομα.

Αλλά η κυρία Ματθαίου, νομίζω, ως Νομικός Σύμβουλος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, θα μπορεί να μας ενημερώσει.

### Ε. Ματθαίου:

Σχετικά με την πληροφόρηση που θα πάρει ο επενδυτής. Ο επενδυτής και αυτή την ανάγκη έρχεται να καλύψουν οι ρυθμίσεις για τη διαφάνεια, θα πάρει την πληροφόρηση μετά τη διενέργεια της συναλλαγής σε όλους τους τόπους που έχει γίνει η συναλλαγή. Άρα θα δει μία τιμή σε όλους τους τόπους που διαπραγματεύεται η συγκεκριμένη μετοχή. Αν λοιπόν μια μετοχή διαπραγματεύεται...

### Ε. Ματθαίου:

Τι εννοείται από ποιον;

### Ε. Ματθαίου:

Την πληροφορία θα την πάρει κατ' αρχήν από τα χρηματιστήρια. Τα χρηματιστήρια έχουν υποχρέωση να δημοσιεύουν τις τιμές τα οποία καταρτίζονται οι συναλλαγές. Ο επενδυτής θα πάρει λοιπόν κατ' αρχήν από εκεί την πληροφόρηση.

### Π. Λάζος:

Γεια σας, Λάζος Πέτρος λέγομαι είμαι από τη *Ventora Global Soft* γι' αυτό παρεμβαίνω σε αυτό το σημείο.



## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

*Δεν είναι ξεκάθαρο γιατί οι internalisers έχουνε post trading υποχρέωση με βάση τη MiFID να δημοσιοποιήσουνε τιμές, όχι during trading. Ο επενδυτής που είναι στη διάρκεια του trading και θέλει να εκτελέσει πράξη πως ξέρει ότι έχει best execution; Και ποιος έχει την υποχρέωση να κάνει publicize στις τιμές; Αυτό δεν έχω καταλάβει, τουλάχιστον εγώ δεν έχω καταλάβει.*

### **E. Ματθαίου:**

*Λοιπόν υπάρχουνε δυο υποχρεώσεις. Υπάρχει η υποχρέωση για διαφάνεια πριν από την συναλλαγή και υποχρέωση για διαφάνεια μετά την κατάρτισης της συναλλαγής. Ο αναφέρθηκε και το ερώτημα ήτανε για τις υποχρεώσεις μετά την διενέργεια της συναλλαγής.*

*Πως ο επενδυτής δηλαδή θα μάθει ποια είναι η τιμή της μετοχής. Η τιμή της μετοχής όταν έχουμε διαπραγμάτευση σε περισσότερους τόπους δεν έχουμε μία, έχουμε περισσότερες εφόσον η μετοχή διαπραγματεύεται σε περισσότερους τόπους και υπάρχουνε περισσότεροι τρόποι δημιουργίας τιμών.*

*Και έρχομαι στο δεύτερο, αυτός που έχει υποχρέωση να δημοσιοποιήσει τις τιμές είναι ο διαχειριστής της αγοράς στην οποία έχουνε καταρτιστεί οι συγκεκριμένες συναλλαγές. Άρα το κάθε χρηματιστήριο ή ως systematic internaliser ή ο διαχειριστής του πολυμερούς μηχανισμού διαπραγμάτευσης θα πρέπει να δημοσιοποιήσει τις τιμές στις οποίες έχουνε διενεργηθεί συναλλαγές στον τόπο διενέργειας της συναλλαγής.*

### **Καρακιουλάφης:**

*Μπορώ να έχω για τη μετοχή μου δυο τρεις τιμές έτσι;*

### **E. Ματθαίου:**

*Όπως και σήμερα.*

### **Καρακιουλάφης:**

*Και σήμερα γιατί;*

### **E. Ματθαίου:**

*Και σήμερα συμβαίνει αυτό, βεβαίως. Εάν μία μετοχή διαπραγματεύεται σε διαφορετικά χρηματιστήρια θα την πάρει από τα χρηματιστήρια.*

### **Καρακιουλάφης:**

*Κοιτάζτε δεν μπορώ να συγκρίνω τη μετοχή του ΟΤΕ ή της Εθνικής Τράπεζας που διαπραγματεύεται στο Χρηματιστήριο Αθηνών με το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης.*

### **E. Ματθαίου:**

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

*Άλλο το ένα και άλλο το άλλο*

### Συντονιστής:

*Παράκληση απλώς να μου επιτρέψετε να συντονίζω εγώ τη συζήτηση. Κυρία Ματθαίου θέλετε να απαντήσετε; Υπάρχει διαφορά σε αυτό που λέει ο κύριος Καρακιουλάφης; Ο κύριος Σταϊκούρας.*

### Π. Σταϊκούρας:

*Εγώ καταλαβαίνω αυτό που λέτε και η άποψή μου είναι ότι έχετε εν μέρει δίκιο, από ποια άποψη; Ότι θεωρείται ότι αυξηθεί ο κατακερματισμός της πληροφόρησης με την ένα οδηγία και αυτό είναι σωστό. Και οι Άγγλοι έχουν ερωτηθεί επ’ αυτού, δηλαδή αναρωτιούνται κατά πόσο θα υπάρξει κάποιος data consolidator, κάποιος ο οποίος θα συλλέγει τις πληροφορίες αυτές σε real time basis και θα τις δημοσιοποιεί έτσι ώστε να διευκολυνθεί ο επενδυτής να κάνει έλεγχο του best execution.*

*Αυτό είναι ένα σημαντικό πρόβλημα το οποίο δεν έχει λυθεί και αναμένεται η αγορά να δώσει την απάντηση. Θα υπάρχει κάποιος ο οποίος οικονομικά θα τον συμφέρει να παρέχει αυτή την υπηρεσία να μαζεύει τις πληροφορίες και να τις δημοσιοποιεί; Το Bloomberg ας πούμε το σκέφτεται.*

*Και τίθεται και ένα θέμα, ποιος φέρει την ευθύνη για την ορθότητα της πληροφόρησης; Αν γίνει κάποιο λάθος εγώ που τις μαζεύω και τις δίνω ευθύνομαι; Ή ευθύνεται αυτός που μου την έδωσε; Έχω υποχρέωση να κάνω πιστοποίηση των πληροφοριών που λαμβάνω; Αυτό είναι το ένα που θέλω να πω. Το άλλο επειδή νομίζω υπάρχει μία παρανόηση, μάλλον έχει γίνει πολύς λόγος για το best execution και σωστά κατά τη γνώμη μου.*

*Θέλω να κάνω μία παρατήρηση, είναι προσωπική άποψη εντελώς. Η υποχρέωση του best execution κατά την άποψη μου δεν μπορεί να εφαρμοστεί σε απόλυτο βαθμό. Δεν μπορεί να πεις ότι σε κάθε περίπτωση θα κοιτάω πως εκτελέστηκε η εντολή, την τιμή που μου έδωσε ο διαμεσολαβητής μου και θα κοιτάω το bench mark price, όποιο είναι αυτό, υπάρχουνε διάφορα ζητήματα και για το ποιο είναι, και ανάλογα θα κρίνω.*

*Για μένα πρακτικά εφαρμόσιμο και πιο ισορροπημένη λύση είναι να πεις ότι το best execution είναι σχετική υποχρέωση. Σημαντικό ρόλο παίζει η πολιτική της βέλτιστης εκτέλεσης στην οποία έχει συναινέσει ο πελάτης. Η ΕΠΕΥ εκεί θα πει θεωρώ τρεις τρόπους, μπορεί να υπάρχουνε τέσσερις που διαπραγματεύονται, πέντε, δέκα.*

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Εγώ θεωρώ αυτούς τους τέσσερις ότι μπορώ να σου προσφέρω την καλύτερη τιμή, συμφωνείς; Εάν συμφωνείς εγώ θεωρώ ότι έχω εκπληρώσει την υποχρέωση βέλτιστης εκτέλεσης εάν έχω εκτελέσει σε κάποιον από αυτούς τους τόπους.

Δεν υποχρεούμαι εκ των υστέρων να σκεφτώ ότι υπήρχαν και άλλοι τόποι εκτός της πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης που ενδεχομένως θα παρείχανε καλύτερες τιμές. Θεωρώ ότι είναι πιο πρακτικά εφαρμόσιμη αυτή η άποψη και νομίζω ότι και νομικά αν δει κάποιος το προοίμιο της οδηγίας αυτό υπονοεί, ότι δεν θέλει απόλυτο βαθμό.

Θέλει *best efforts*. Και εκεί πέρα τίθεται το ερώτημα, μπορεί ο επενδυτής όταν η ΕΠΕΥ του εξηγεί το *best execution* πώληση να καταλάβει και να συναινέσει; Και ποιες είναι οι δυνατότητες παρέμβασης της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς; Μπορεί εκ των υστέρων να έρθει και να πει όχι έπρεπε να βάλεις και αυτό τον τόπο μέσα εκτέλεσης;

Κατά την άποψή μου όχι. Αυτό που μπορεί να ελέγχει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς είναι αν το *best execution* περιλαμβάνει το μίνιμουμ των στοιχείων που σου ορίζει η οδηγία. Θέλω να πω συνεπώς ότι εντάζει υπάρχουν σοβαρά προβλήματα μες το *best execution* είναι δεδομένο, αλλά μη το δαιμονοποιούμε κιόλας.

Νομίζω ότι υπάρχει τρόπος, αυτό είναι βέβαια και θέμα Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και *market participants* να δούνε πως θα το σχετικοποιήσουνε για να είναι και εφαρμόσιμο. Να μην οδηγηθούμε δηλαδή στο να κυνηγάμε μάγισσες.

### Συντονιστής:

Νομίζω όμως ότι μπορούμε να κάνουμε μία νομικοεπιχειρηματική παρατήρηση, ότι για τις εταιρίες που παρέχουνε αυτές τις υπηρεσίες αυξάνεται το *legal risk*, διότι θεωρητικά λόγω της κακής, ή μάλλον της μη επαρκούς διατύπωσης της βέλτιστης εκτέλεσης, κάποιος μπορεί να κάνει αγωγή σε μία εταιρία.

Οπότε το *legal risk* ανεβαίνει λόγω αυτής της ασάφειας, έτσι; Έχει ζητήσει το λόγο ο μπροστά, μετά η κυρία στη δεύτερη σειρά και μετά ο κύριος στην τρίτη. Όνομα – ιδιότητα σας παρακαλώ.

### Κορτέσης:

Κορτέσης λέγομαι από Π & Κ Χρηματιστηριακή. Έχουμε όσο αναφερόμαστε στη βέλτιστη εκτέλεση, όσο τουλάχιστον έχω ακούσει εγώ εδώ πέρα, έχουμε περιοριστεί μόνο στην τιμή.

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

*Βέλτιστη εκτέλεση δεν είναι μόνο η τιμή. Βέλτιστη εκτέλεση και ίσως πολύ σημαντικότερη από την τιμή είναι η αξιοπιστία του χρηματιστηρίου στο οποίο συναλλάσσομαι. Τα κρυφά κόστη εκκαθάρισης, δεν ξέρω και τι άλλα μπορεί να υπάρχουνε σε κάθε πλατφόρμα την οποία πάω να συναλλαχτώ.*

*Και ο χρόνος εκκαθάρισης και αυτό που είπατε πρώτο-πρώτο αν τελικά θα πάρω ποτέ τα χρήματά μου. Ποιος είναι ο αντισυμβαλλόμενος κλπ. Επομένως είναι πολύ πρώιμο νομίζω μετά όσα γνωρίζουμε σήμερα και με τις ελλειπείς οδηγίες και αποφάσεις που έχουμε τόσο από το Υπουργείο όσο και από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, που ούτως ή άλλως δεν έχει νομίζω παρέλθει και η υποχρέωση να νομοθετήσει, νομίζω ότι είναι μέχρι 31 Ιανουαρίου και τον Νοέμβριο του 07 είναι η εφαρμογή.*

*Νομίζω οι αποφάσεις οι σχετικές είναι 31 Ιανουαρίου που πρέπει να, και οι Νόμοι οι οποίοι πρέπει να σύμφωνα με τις οδηγίες χωρίς αυτό να είναι περιοριστικό, όποιος δεν νομοθετήσει απλώς έχει λιγότερο χρόνο να προσαρμοστεί. Αλλά εγώ νομίζω ότι είναι πρώιμο διότι έχουμε πολύ λίγα πράγματα που γνωρίζουμε αφενός.*

*Αλλά και τελικά πιστεύω ότι όσον αφορά την ελληνική αγορά λόγω του μεγέθους της και του ενδιαφέροντός της από το εξωτερικό δεν θα έχουμε τόσο μεγάλα προβλήματα όσον αφορά την βέλτιστη εκτέλεση. Δηλαδή δε νομίζω ότι θα έχουμε πολλά χρηματιστήρια να ανταγωνιστούμε.*

*Για να τελειώσω εκεί που ήθελα να επικεντρώσω είναι ότι η βέλτιστη εκτέλεση δεν είναι μόνο η τιμή και θα είναι λάθος να το επικεντρώσουμε εκεί. Θα οδηγηθούμε και σαν εταιρίες αλλά και σαν επενδυτές σε προβλήματα. Ευχαριστώ.*

### **Συντονιστής:**

*Ένα λεπτό. Μία παράκληση. Η ώρα είναι περίπου παρά είκοσι. Λογικά πρέπει να κλείσουμε στις έντεκα, έχουμε είκοσι λεπτά. Η παρατήρηση όσον αφορά την διαχείριση του χρόνου μας είναι εάν είναι δυνατόν οι ερωτήσεις να είναι μέχρι 30-40 δευτερόλεπτα, κάπου εκεί, και οι απαντήσεις ένα λεπτό, ώστε να έχουμε καμία εικοσαριά ακόμα, να έχουμε χρόνο γι' αυτό. Ο κύριος Σταϊκούρας έχει το λόγο.*

### **Π. Σταϊκούρας:**

*Δέκα δεύτερα, απλώς Επειδή είπατε για την τιμή. Είναι πολύ σωστό αυτό που λέτε. Είναι σαφές πλέον ότι είναι πολυπαραγοντικός ο χαρακτήρας της βέλτιστης εκτέλεσης. Για τους ιδιώτες όμως η οδηγία λέει ότι είναι κυρίως η τιμή. Αυτό το διευκρινίζω, κυρίως η τιμή.*

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Είναι η τιμή και τα άμεσα κόστη που συνδέονται, δεν είναι όμως τα έμμεσα εκτός λείει εάν θεωρήσει η ΕΠΕΥ ότι στη συγκεκριμένη περίπτωση για τον συγκεκριμένο πελάτη όντως μπορεί να διαδραματίζουν σημαντικότερο ρόλο. Και αν θέλετε μπορώ να σας το διαβάσω κιόλας, ότι για τους ιδιώτες δίνει περισσότερη σημασία στο άμεσο και όχι στο έμμεσο κόστος.

### **Ε. Ματθαίου:**

Να συμπληρώσω κάτι ακόμα για το θέμα της πολιτικής βέλτιστης εκτέλεσης και του best execution γενικότερα, ότι πραγματικά και σε επίπεδο Ευρωπαϊκής Ένωσης κρίνεται πάρα πολύ σημαντικό το θέμα της εφαρμογής και της ενσωμάτωσης της οδηγίας από τα κράτη μέλη.

Γι' αυτό και σε επίπεδο 3 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή των ρυθμιστικών αρχών των εποπτικών αρχών επεξεργάζεται ένα σχέδιο και το πώς θα πρέπει να κράτη μέλη και οι αρμόδιες αρχές να εφαρμόζουν και να εποπτεύουν ουσιαστικά το θέμα αυτό της βέλτιστης εκτέλεσης.

Και θα βγει σύντομα σε διαβούλευση ένα κείμενο στο οποίο θα περιγράφει πως θα πρέπει αυτή η πολιτική η βέλτιστη εκτέλεση να εφαρμόζεται από τις εταιρίες. Αυτό θα μπορείτε να το βρείτε σε λίγο καιρό εφόσον βέβαια εγκριθεί από τους προέδρους της C.E.S.R, θα βγει και στο site της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς και όλοι οι ενδιαφερόμενοι θα μπορούν να το σχολιάσουν είτε μέσω της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, είτε απευθείας στην C.E.S.R.

Και νομίζω ότι η συμμετοχή όλων σε αυτό και η δημόσια διαβούλευση είναι πάρα πολύ σημαντική και περιμένουμε απόψεις από όλους.

### **Συντονιστής:**

*Η κυρία στη δεύτερη σειρά παρακαλώ.*

### **Σ. Ζαφειροπούλου:**

Σοφία Ζαφειροπούλου από ΣΜΕΧΑ Σύνδεσμο Μελών Χρηματιστηρίου. Βέβαια καλύφθηκα ως προς το θέμα από τον κύριο Κορτέσης και την κυρία Ματθαίου.

Αυτό που ήθελα να πω είναι ότι η βέλτιστη εκτέλεση είναι βέλτιστο αποτέλεσμα. Και για τον ιδιώτη είναι το συνολικό τίμημα το οποίο ελέγχουμε στο οποίο προσμετράται και θα πρέπει να αυξηθεί, ότι αν κάποια εταιρία θέλει να γίνει μέλος και ενός άλλου χρηματιστηρίου το κόστος μέλους στο καινούργιο χρηματιστήριο μετακυλύεται στον επενδυτή, άρα και αυτό υπολογίζεται.

Δεν μπορεί δηλαδή να απαιτηθεί από μία εταιρία που δεν είναι μέλος ή δεν έχει συνεργασία με άλλον broker ξένου χρηματιστηρίου, υποτιθέστω ότι μία μετοχή ελληνική

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

διαπραγματεύεται και εκεί, να φτιάξει όλες αυτές τις λειτουργίες και να προσθέσει μεγαλύτερο κόστος προς τον ιδιώτη επενδυτή. Δεν μπορεί να έχει ευθύνη δηλαδή ότι δεν συμμετέχει στην άλλη αγορά.

### Συντονιστής:

Να ακούσουμε και την τρίτη σειρά και την πρώτη και μετά να απαντήσουμε. Θέλω, για να μιλήσει όλος ο κόσμος, λιγάκι να διαχειριστούμε καλύτερα το χρόνο μας. Στην τέταρτη σειρά ποιος είχε ζητήσει το λόγο; Εσείς. Όνομα – ιδιότητα.

### Χ. Μερτζάνης:

Ευχαριστώ πολύ. Λέγομαι Χαρίλαος Μερτζάνης Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Κάποια σχόλια ήθελα να κάνω στις παρεμβάσεις των κυρίων Παπακωνσταντίνου και Κατσουρίδη.

Είναι σημαντικό να μην ξεχνάμε ότι πριν από λίγα χρόνια όταν ως χώρα επιλέξαμε να μπούμε στην νομισματική και οικονομική της Ευρωπαϊκής Ένωσης όλοι πανηγυρίζαμε. Γιατί όλοι θεωρούσαμε ότι είναι μία πάρα πολύ καλή λύση λοιπόν για τη σταθερότητα της οικονομίας μας.

Υπήρχανε τότε πάρα πολλοί οικονομολόγοι και κυρίως άνθρωποι του χρηματοπιστωτικού κλάδου κυρίως τραπεζίτες, οι οποίοι διέβλεπαν ακριβώς τι σημαίνει αυτή η εξέλιξη. Και ήτανε σαφέστατο ότι σε αυτή την πορεία όχι μόνο θα είχαμε τα οφέλη ενός μέλους μιας μεγάλης νομισματικής Ένωσης με όλη τη χρηματοοικονομική σταθερότητα που αυτό θα σήμαινε, αλλά επίσης θα έπρεπε σιγά-σιγά να αντιμετωπίσουμε και όλα τα δυνητικά προβλήματα που θα επέφερε η μεγάλη άνοδος και απελευθέρωση των αγορών.

Περιλαμβανομένων κυρίως και των χρηματοπιστωτικών αγορών. Και πράγματι αυτή η εξέλιξη άρχισε και εξελίχθηκε αρκετά ταχέα με υψηλούς ρυθμούς. Έχουμε και το Συμβούλιο της Λισσαβόνας το οποίο πήρε σαφείς αποφάσεις, συνώνμη το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της Λισσαβόνας, το οποίο πήρε σαφείς αποφάσεις σχετικά με την περαιτέρω απελευθέρωση των κεφαλαιαγορών.

Και αυτό δεν το έκανε τυχαία. Το έκανε γιατί πλέον ζούμε σε μία παγκοσμιοποιημένη κοινωνία, όπου αντιμετωπίσουμε ανταγωνισμό διεθνή λοιπόν και από την άλλη πλευρά του Ατλαντικού και από όλο τον κόσμο. Ήτανε αναπόφευκτο στο πλαίσιο αυτό και ο χρηματοπιστωτικός κλάδος της Ευρώπης αλλά και της Ελλάδας να δεχθεί τις επιπτώσεις αυτού του ανοίγματος και η MiFID ένα πολύ απλό και ξεκάθαρο βήμα στην πορεία αυτή. Κάθε τέτοιο...

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### Α. Παπακωνσταντίνου:

*(Ομιλία εκτός μικροφώνου)*

### Χ. Μερτζάνης:

*Μισό λεπτό, μισό λεπτό κύριε Παπακωνσταντίνου. Κάτι τέτοιο είναι αρκετά σαφές με τη MiFID. Και όπως κάθε βήμα σε αυτή την κατεύθυνση, το οποίο επιλέξαμε να μπορούμε ας μη το ξεχνάμε, παρέχει και δυνατότητες και υποχρεώσεις. Το ίδιο κάνει και η MiFID.*

*Θεσπίζει υποχρεώσεις για όλους τους φορείς που εντάσσονται σε αυτό τον τομέα που λέγεται χρηματιστηριακή διαμεσολάβηση, οι οποίες καλώς ή κακώς είναι αυτές που είναι. Ας μην ξεχνάμε ότι τα κείμενα τα ευρωπαϊκά είναι προϊόντα διαπραγμάτευσης, διαπραγμάτευση μεταξύ 25 και τώρα 27 κρατών μελών.*

*Και κανείς δεν μπορεί να πει ότι είναι τέλεια αλλά είναι αυτά που είναι. Λοιπόν από κει και πέρα όμως προσφέρουνε και μία σειρά από δυνατότητες. Βεβαίως η MiFID επιβάλει υποχρεώσεις και σε μεγάλο βαθμό οι υποχρεώσεις αυτές θα χρειαστεί να επιφέρουν αλλαγές οργανωτικές, αλλαγές επιχειρησιακές τα business plan των εταιριών και κυρίως αλλαγές τεχνολογικές.*

*Και οι τελευταίες είναι αυτές που θα ανεβάσουν πάρα πολύ το κόστος. Είναι σαφές και ξεκάθαρο ο κύριος Παρασκευάς ανέφερε κάποια νούμερα. Από την άλλη πλευρά όμως προσφέρει και δυνατότητες. Κανείς δε θα σας υποχρεώσει να γίνεται innternalisers εσωτερικοί συστηματικοποιητές.*

*Λοιπόν αν θέλετε το επιλέγετε και το κάνετε. Βεβαίως αν επιλέξετε να μην το κάνετε από κει και πέρα θα πρέπει να αντιμετωπίσετε τον ανταγωνισμό μιας οποιασδήποτε μεγάλης αγγλικής ή γερμανικής εταιρίας που θελήσει να το κάνει και να επωφεληθεί των δυνατοτήτων που προσφέρει αυτή η δυνατότητα, λαμβανομένου υπ' όψιν του κόστους.*

*Τελευταίο και κλείνω με αυτό, ότι πέρα από αυτό η MiFID προσφέρει και δυνατότητες εσείς να επεκταθείτε στην ευρωπαϊκή αγορά. Θα μπορούσατε κάλλιστα να κάνετε ένα outsourcing κάποιων υπηρεσιών της εταιρίας σας λοιπόν σε μία χώρα με φθηνότερο κόστος. Θα μπορούσατε να επεκτείνετε τα δικά σας υποκαταστήματα σε μια άλλη ευρωπαϊκή χώρα με βάση το ελληνικό δίκαιο το οποίο το ξέρετε το κατέχεται.*

*Με βάση της δικές σας εσωτερικές διαδικασίες και να προσπαθήσετε να κερδίσετε, να διεκδικήσετε market share. Τα λέω όλα αυτά γιατί θα ήθελα να καταλήξω ότι δε θα πρέπει να*



## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

*είμαστε αρνητικοί ευθύς εξαρχής και βεβαίως επιπλέον δεν θα πρέπει τόσο πολύ να αποδίδουμε και να δαιμονοποιούμε την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ή το θεσμικό πλαίσιο.*

*Στο κάτω-κάτω εναρμονίζονται όλα αυτά κύριε Παπακωνσταντίνου. Και νομίζω ότι ως εταιρία, και επειδή είστε μία μεγάλη εταιρία, πολύ ευχαρίστως να υποβάλλετε προτάσεις στην Επιτροπή και να τις δούμε.*

*Αλλά από την άλλη όμως δείτε ότι πλέον είστε και σε ένα επιχειρησιακό κλάδο ο οποίος υφίσταται και αυτός το άνοιγμα των καιρών, τον ανταγωνισμό και δε μπορείτε κι εσείς παρά να προσαρμοστείτε και να εξελιχθείτε. Ευχαριστώ.*

### **Συντονιστής**

*Ευχαριστούμε πάρα πολύ. Ένα λεπτό, κύριε Λάμπρο, αν μου επιτρέψεις. Μπορείτε να σηκώσετε χέρι όσοι θέλετε να κάνετε ερώτηση για να δω τον καλύτερο τρόπο. Είναι ο κύριος μπροστά, τον θυμάμαι. Ποιος άλλος;*

*Θέλω να γκρουπάρουμε ίσως τις ερωτήσεις, ώστε όλοι να ρωτήσουνε, όχι σαν άλλες περιπτώσεις που κάποιοι δεν ρωτούν, και να απαντηθούν όλες οι ερωτήσεις. Παρακαλώ πάρα πολύ, αν είναι δυνατόν, όποιος θέλει να κάνει ερώτηση να σηκώσει το χέρι του απλώς για να εκτιμήσω για τη διαχείριση του χρόνου.*

*Κανείς άλλος; Σας τρώμαξα. Άλλος ένας. Έχουμε δυο ερωτήσεις δηλαδή. Είναι κανείς άλλος; Συνεπώς θα έχουμε περίπου τρεις ερωτήσεις, το λέω γιατί έχουμε δεκαπέντε λεπτά. Να απαντήσει ο κύριος Παπακωνσταντίνου και μετά να ρωτήσει ο κύριος στην πρώτη σειρά.*

### **Α. Παπακωνσταντίνου:**

*Θα απαντήσω το εξής και δυστυχώς το πήρατε λίγο προσωπικά κύριε Μερτζάνη λόγω αντικειμένου εργασίας.*

*Εγώ δεν είμαι ενάντιον της MiFID, ακριβώς το αντίθετο. Ακριβώς το αντίθετο. Αυτό το οποίο λέω είναι τι; Ότι αυτά τα οποία βάζει η MiFID ως θέματα αυτή τη στιγμή οι ελληνικές εταιρίες με την κείμενη νομοθεσία είναι πάρα πολύ μακριά.*

*Αυτό το οποίο έχουμε αποδείξει δόξα το Θεό στα δέκα χρόνια λειτουργίας είναι ότι αν με ρωτάτε ως εταιρία, είναι ότι είμαστε τουλάχιστον τρία βήματα μπροστά από την κεφαλαιαγορά, δυστυχώς. Σε πολλά θέματα.*

*Και αναγκάστηκε και νομοθέτησε βάσει θεμάτων που έχουμε συζητήσει από το 1997 και μετά και έχω πάρα πολλά παραδείγματα. Αυτό το οποίο λέω, ούτε εγώ είμαι ενάντια στην MiFID, ούτε πιστεύω ότι δεν φέρνει τον ανταγωνισμό. Άλλωστε αν δε θέλαμε τον ανταγωνισμό*



## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

δε θα βρισκόμασταν ούτε εμείς ποτέ εδώ, ούτε θα είχαμε προσφέρει όλες αυτές τις υπηρεσίες στους επενδυτές.

Το βασικό είναι άλλο. Ότι σήμερα καλώς ή κακώς έχουμε νομοθετικό, κενό πώς να το κάνουμε; Αν λοιπόν αυτό το νομοθετικό κενό δεν το καλύψουμε θα φτάσουμε το Νοέμβριο να θέλουμε να κάνουμε πράγματα, να εφαρμόσουμε που θα πρέπει να τα καλύψουμε επί τρία επί τέσσερα.

Εμείς αυτό το οποίο λέμε είναι ότι είναι μία ευκαιρία να αρχίσουμε ήδη να αλλάζουμε πράγματα. Αυτό είναι, απλό είναι δεν χρειάζεται και τίποτα ιδιαίτερο να το κάνουμε. Δεν είναι ανάγκη να συζητήσουμε ας πούμε να δούμε πότε θα εφαρμόσουμε ETF στην Ελλάδα όταν υπάρχουνε από τόσα χρόνια στα χρηματιστήρια.

Δεν χρειάζεται και μεγάλη συζήτηση να το κάνουμε και να αναλύσουμε πότε θα μπει αυτή η νομοθεσία. Και δεν είναι μόνο στο θέμα κεφαλαιαγοράς. Εδώ έχουμε να συζητήσουμε ας πούμε περιμένουμε από το καλοκαίρι πότε θα ψηφιστεί ο καινούργιος νόμος 2190 για να ψηφίζεις χωρίς να δεσμεύεις τις μετοχές για πέντε μέρες ας πούμε, που αυτό δεν έχει ξαναγίνει πουθενά στον κόσμο.

Έχει ανακοινωθεί και το πώς θα γίνει και ακόμα δεν έχει έρθει το σχέδιο νόμου και δεν έχει ψηφιστεί και στη Βουλή. Και οι άλλοι ψηφίζουνε ας πούμε με αλληλογραφία από το Internet εδώ και δεκαπέντε χρόνια. Ε, αυτά τα πράγματα δε πρέπει να αλλάζουμε κάποια στιγμή στην Ελλάδα;

Εμείς τι λέμε; Εμείς λέμε ότι επειδή η MiFID δίνει ευκαιρίες δεν είμαστε αρνητικοί, ακριβώς το αντίθετο. Και έχουνε αποδείξει οι ελληνικές εταιρίες οι μεγάλες εάν πραγματικά είναι ανταγωνιστικές και που στέκονται, παρόλα τα προβλήματα που έχουνε από πλευράς νομοθεσίας.

Εμείς τι λέμε; Ας κάνουμε μία προσπάθεια τώρα ταυτόχρονα να αλλάζουμε και κάποια άλλα πράγματα, μην ξανατρέχουμε τώρα εκείνη την ώρα να δούμε τελικά ποιος έχει και ποιος δεν έχει δίκιο στην κατάθεση προσφοράς. Κοιτάζτε αυτά τα καραγκιοζιλίκια που γίνανε τώρα με τις δημόσιες προτάσεις ας πούμε. Μόνο την Ελλάδα γίνεται αυτό. Ποιος σου έκανα πρώτος και ποιος πήγε πρώτος με το courier.

Και να σου κάνω εγώ λέει σε μία τιμή που θα είναι παρακάτω από αυτή που έχεις εσύ επειδή νομίζω τόσο κάνει η αξία σου, για να έχω το δικαίωμα να ξανακάνω ρελάνς άμα ανοίξει το χαρτί. Αυτά τα καραγκιοζιλίκια δεν γίνονται πουθενά αλλού.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

*Η άμα πάρεις λέει το 33 και πάρεις το 3 αλλά δεν πουλήσεις το 3 έχεις το δικαίωμα να κάνεις. Δεν γίνονται πουθενά στον κόσμο αυτά. Αν πας στο Λονδίνο υπήρχε το yellow book και το blue book που το έδωσαν στα παιδιά το '92. Το οποίο λέει πράγματα. Η Ελλάδα είναι απίστευτο δηλαδή.*

*Υπάρχει πουθενά, τι νομοθεσία; Δηλαδή να καταλάβω και εγώ πότε θα τα αλλάξουμε όλα αυτά. Και άντε και να τα αλλάξουμε, τα στελέχη μας και οι άνθρωποί μας πότε θα τα μάθουνε; Για να μάθουνε αυτά και να μάθουνε μετά και τη MiFID. Πρώτα θα πρέπει δηλαδή έτσι, δεν παίρνεις με το καλημέρα ένα αυτοκίνητο 2.000 κυβικά, πρώτα παίρνεις ένα 1.200. Εμείς έχουμε το 600σαράκι ας πούμε και θέλουμε να πάμε με 150 χλμ. Γίνεται αυτό; Μάλλον θέλουμε ανάποδα από το 600σαράκι να μπούμε στο 2.000 σε μία νύχτα και να το έχουμε καταλάβει και όλοι μας. Να κάνουμε και δουλειές εντάξει, να είμαστε και ανταγωνιστικοί. Δεν γίνονται αυτά τα πράγματα. Εγώ αυτό λέω, τίποτα άλλο.*

### Συντονιστής

*Από το πάνελ έχει ζητήσει το λόγο η κυρία Ματθαίου και ο κύριος Σταϊκούρας, αλλά θα προηγηθεί ο κύριος στην πρώτη σειρά εδώ, που έχει σηκώσει το χέρι του εδώ και ώρα.*

### Αλεξόπουλος:

*Γεια σας, λέγομαι Αλεξόπουλος από το Σύνδεσμο το ΣΕΔΥΚΑ. Για όσους δεν ξέρουνε ο Σύνδεσμος τον ΕΛΔΕ παλαιότερα και των ΑΕΛΔΕ σήμερα. Έχω τρεις ερωτήσεις. Ότι μου πείτε, δε ξέρω. Πολύ γρήγορα θα τις πω.*

***Πρώτη ερώτηση** είναι η εξής, είπαμε για το best execution όσον αφορά την εκτέλεση της εντολής δηλαδή. Όσον αφορά την λήψη μίας εντολής που αφορά εμάς περισσότερο και τη διαβίβασή της τι αλλάζει; Αν αλλάξει. Θα ήθελα τη γνώμη του πάνελ.*

***Το δεύτερο**, ακούσαμε αρκετά απαισιόδοξα, ας πούμε ρεαλιστικά πράγματα. Θα ήθελα να ακούσω από όποιον έχει μία τέτοια άποψη ποιο θα ήτανε το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που θα μπορούσε να ψάξει η ελληνική επιχείρηση ενόψει της MiFID, γιατί δεν μπορεί να υπάρχουνε μόνο αρνητικά. Κάτι θα έχει επισημάνει κάποιος το οποίο να είναι θετικό.*

*Μπορώ να κάνω και την επόμενη; **Το τρίτο** είναι κατά κάποιο τρόπο συντεχνιακό ερώτημα. Αυτή τη στιγμή είναι γνωστό ότι σε πολλές χώρες της Ευρώπης οι εταιρίες που είναι παρόμοιες με μας δηλαδή από πλευράς κεφαλαιακής δομής και υποχρεώσεων προς τις αρχές έχουν τη δυνατότητα να κάνουνε πολύ περισσότερες δουλειές.*

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Το ερώτημα λοιπόν το δικό μας είναι προς τους παρευρισκομένους όχι τόσο από πλευρά νομικής, αλλά αν πιστεύουν ότι είναι μία καλή ευκαιρία τώρα να μπορούμε και εμείς εδώ στην Ελλάδα στο ίδιο πνεύμα.

Δηλαδή επιχειρήσεις σαν και μας να μπορούν να κάνουνε αρκετά περισσότερες δουλειές, και για μας θα είναι καλό υποθέτουμε εμείς αλλά και για τους υπόλοιπους τους πελάτες τους δικούς μας, δηλαδή τις χρηματιστηριακές και τις τράπεζες. Αυτό ήθελα, ευχαριστώ.

### Συντονιστής

Ευχαριστούμε εμείς. Η τελευταία ερώτηση, αν είναι δυνατόν, να διατυπωθεί τώρα από τον κύριο στο μέσον.

### Άγνωστος:

Θα ήθελα να απευθύνω την ερώτηση στον κύριο Παπακωνσταντίνου και στον κύριο Κατσουρίδη.

Περιγράψατε και οι δυο με πολύ γλαφυρότητα το γιατί πολλές ελληνικές εταιρίες δεν θα είναι έτοιμες να εφαρμόσουν την MiFID. Εγώ αυτό που θα ήθελα να ρωτήσω είναι ότι μεγάλες θεσμικές αλλαγές όπως η MiFID, όπως η συνθήκη της Βασιλείας είναι γνωστές εδώ και πάρα πολλά χρόνια.

Όχι 100% το πώς θα εφαρμοστούν αλλά σε ένα 80% παρά το γεγονός ότι υπάρχουν αγκυλώσεις στην ελληνική νομοθεσία κλπ και στον τρόπο που λειτουργεί το ελληνικό κράτος. Θα ήθελα να ρωτήσω που αρχίζει η προσωπική ευθύνη του κάθε head(υπευθύνου) μιας επιχείρησης.

Δεδομένου ότι ξέραμε ότι αυτό θα έρθει. Είναι κοινοτική οδηγία, μπορεί να μ' αρέσει μπορεί να μη μ' αρέσει αλλά θα έρθει. Το πότε ακριβώς μπορεί να είναι Νοέμβριος, μπορεί να ήτανε ξέρω 'γω Σεπτέμβριος αυτό δεν παίζει ρόλο.

Αλλά παραδείγματος χάρη από το 2004 ήτανε ξεκάθαρο ότι η MiFID θα υπάρξει. Ήτανε ξεκάθαρο ότι η συνθήκη της Βασιλείας 2 θα υπάρξει. Αντί να περιμένω το ελληνικό δημόσιο να νομοθετήσει δε θα έπρεπε και εγώ να έχω κάνει κάποια πλάνα για να μην τρέχω την τελευταία στιγμή; Ευχαριστώ.

### Συντονιστής

Ευχαριστούμε. Θυμίζω τις ερωτήσεις. Πρώτη ερώτηση ήταν στο best execution στη λήψη και διαβίβαση εντολών. Ποιος θέλει να απαντήσει...

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

### Συντονιστής

*Ναι βεβαίως.*

### Γ. Κατσουρίδης:

*Εγώ πιστεύω ότι κατ' αρχάς δεν πρέπει να κάνετε πολλά πράγματα. Αυτό μάλλον θα πρέπει να σας έρθει έτοιμο και να το συμφωνήσετε με την χρηματιστηριακή που συνεργάζεστε.*

*Βεβαίως η δική σας ευθύνη είναι αυτή η πληροφορία να φτάσει στον πελάτη σας. Δηλαδή τι υπηρεσίες του προσφέρετε μέσα στο best execution. Το οποίο θα πρέπει να το συμφωνήσετε με τις χρηματιστηριακές ή τη χρηματιστηριακή που συνεργάζεστε.*

*Εγώ μπορώ να απαντήσω και στον κύριο άμα θέλει. Συμφωνώ μαζί σας ότι τουλάχιστον, κοιτάζτε σε πολλά πράγματα καθυστερούμε όντως. Σε άλλα πράγματα που υπάρχει ως πούμε μία κοινοτική οδηγία η οποία κακά τα ψέματα δε λύνει πολλά πράγματα, δηλαδή σου δίνει μία κατεύθυνση αλλά τα τεχνικά θέματα δε τα λύνει.*

*Δεν νομίζω ότι πάντα μπορείς να κάνεις πολλά. Σίγουρα εμείς και θα σας μιλήσω περισσότερο για εμάς σαν Εθνική Χρηματιστηριακή ψάχνουμε κυρίως τι γίνεται στο εξωτερικό. Είμαι ειλικρινής σε αυτό. Δηλαδή δε πάμε να ανακαλύψουμε τον τροχό. Πάμε και κοιτάμε ακόμα και στα νέα προϊόντα, δηλαδή τώρα που κοιτάμε και αρκετοί άλλοι δεν είναι κανένα μυστικό τα ETF ή παλαιότερα κοιτάγαμε τα παράγωγα στο εξωτερικό. Δεν πάμε να ανακαλύψουμε τον τροχό.*

*Πάμε να δούμε τι γίνεται αλλού και να το εφαρμόσουμε. Πιστεύω δε ότι στη MiFID όχι ότι δε θα είμαστε έτοιμοι, απλώς και αυτό έρχεται λίγο και σε αυτό που είπε και ο κύριος Μερτζάνης ότι οι μεγάλες εταιρίες θα είναι έτοιμες.*

*Οι μικρότερες, δε θέλω να μιλήσω για όλους εκτίμηση κάνω, ίσως να μην είναι. Και ο ανταγωνισμός εγχώρια δεν προάγεται. Αυτές οι νέες οδηγίες ή η νομοθεσία προάγεται τον ανταγωνισμό cross border, (συννοριακός ανταγωνισμός) αλλά στο εγχώριο επίπεδο έχει φανεί, και λογικό είναι γιατί τα μεγέθη είναι διαφορετικά, ότι οι χρηματιστηριακές αν δούμε στην Ελλάδα πως ήτανε ο ανταγωνισμός πριν από πέντε χρόνια και πως είναι σήμερα έχει μεγαλώσει πολύ η ψαλίδα και στα προϊόντα και στο performance (απόδοση). Αυτά. Είχατε κάτι άλλο ρωτήσει;*

### Συντονιστής

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Η δεύτερη ερώτηση ήταν: βλέπουμε πολλά μειονεκτήματα και πολύ απαισιοδοξία κλπ, έχουμε σαν αγορά κάποια πλεονεκτήματα; Οι ελληνικές εταιρίες έχουνε κάποια πλεονεκτήματα για να ανταγωνιστούν;

### Α. Παλακωνσταντίνου:

Τώρα μεγάλη κουβέντα αυτό και θέλουμε και άλλο ένα Συνέδριο για τον ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Ναι το νόημα είναι ότι αν οι ελληνικές εταιρίες μέχρι τώρα έχουνε αποδείξει ότι στέκονται, που νομίζω ότι κάποιες μεγάλες ελληνικές εταιρίες το έχουνε αποδείξει ότι στέκονται ανεξαρτήτως ανταγωνισμού ελληνικού ή ξένου. Γενικώς σε ξένο ανταγωνισμό μάλλον δείχνουν ότι στέκονται. Πάει να πει ότι θα στέκονται και κάτω από την οδηγία MIFID προφανώς.

Τώρα αν υπάρχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, ιδιαίτερα που να πεις ότι θα το χρησιμοποιήσεις για να κατακτήσεις το σύμπαν όχι. Αλλά για να πεις ότι θα είσαι πολύ δυνατός στη δικιά σου αγορά και ενδεχόμενα σε κάποια άλλη περιφερειακή αγορά, είτε αυτό λέγεται Βουλγαρία, Ρουμανία ξέρεις εδώ τα γύρω-γύρω που εν πάση περιπτώσει τα κατέχουμε και είμαστε και λίγο καλύτεροι, εκεί ναι θα μπορείς.

Βασικά έτσι όπως είναι στημένο επειδή ο ανταγωνισμός είναι σε πολύ μεγάλα μεγέθη θα σου έλεγα τα οποία ξεφεύγουν και από τα ελληνικά δεδομένα γιατί είναι θέμα κεφαλαίων, είναι θέμα πολλών πραγμάτων, θα σου έλεγα το καλύτερο που μπορεί να κάνει μία ελληνική εταιρία να είναι δυνατή εδώ άντε στην περιοχή αυτό που ορίζουνε είτε οι Διοικήσεις κάποιων τραπεζών που ακούτε τώρα τελευταία που λένε ότι η Ανατολική Ευρώπη, άντε να πετύχεις αυτό.

Αυτό θα πρέπει να είναι ο στόχος, παραπέρα δε μπορείς να πας δεν γίνεται. Πατάμε στη γη. Άρα ουσιαστικά έχεις τη δυνατότητα να είσαι δυνατός στην αγορά σου και έχεις τη δυνατότητα να είσαι και σε μία ευρύτερη αγορά. Επειδή όλα αυτά όμως είναι μικρά για τους ξένους για να κάτσουνε να ασχοληθούνε πάρα πολύ.

Αλλά ανταγωνιστικό πλεονεκτήματα που να το πάρεις εδώ να το κοπιάρεις και να πας να γίνεις νούμερο ένα στο Euro next (επόμενο) δεν υπάρχει πιθανότητα γι' αυτό καμία.

### Συντονιστής

Τελειώσατε; Ωραία. Ο κύριος Σταϊκούρας και η κυρία Ματθαίου μετά.

### Π. Σταϊκούρας:

Απλώς θα ήθελα να ρωτήσω αν μπορώ να κάνω ένα σχόλιο για το best execution να επανέλθω στο σχόλιο της κυρίας Ζαφειροπούλου για να διορθώσω έτσι κάτι που είπα εγώ.

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

Για τα θέματα *best execution* και πελάτη. Για να ακριβολογώ ίσως το εξέφρασα λάθος. Για ιδιώτες πελάτες αυτό που λαμβάνεται υπόψη είναι αυτό που είπατε εσείς είναι η συνολική τιμή το *total consideration* τα άμεσα κόστη. Τα έμμεσα παίζουν δευτερεύοντα ρόλο. Αυτό εννοούσα. Πρώτον.

Δεύτερον, είναι πολύ σημαντικό να διαβάσει κανείς, νομίζω αυτό πρέπει να το κάνει ιδιαίτερα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, το προοίμιο της οδηγίας γιατί περιλαμβάνει διατάξεις ουσίας. Και η άποψή μου είναι διαβάζοντάς το έτσι όπως το κατάλαβα εγώ ότι διαφορετικοί παράγοντες λαμβάνονται υπόψη όταν η ΕΠΕΥ επιλέγει τους τόπους εκτέλεσης και διαφορετικοί παράγοντες όταν εκτελεί.

Όταν επιλέγεις τόπους εκτέλεσης δεν λαμβάνεις υπόψη τις προμήθειες και τις αμοιβές που τιμολογείς τον πελάτη. Είναι πιο αντικειμενικός το τρόπος επιλογής των τόπων εκτέλεσης.

Και τρίτον εάν κατάλαβα καλά είπατε ότι κατά την άποψή σας κάποια ΕΠΕΥ δεν μπορεί να αγνοήσει ένα τόπο εκτέλεσης στον οποίο όντως μπορεί να πετύχει καλύτερο αποτέλεσμα.

Δεν ξέρω αν σας ερμήνευσα σωστά; Ότι δηλαδή θα πρέπει σε κάθε περίπτωση να ψάχνει τα πάντα...

### Π. Σταϊκούρας:

Αυτό, αυτό. Ότι γράφει η πολιτική εκτέλεσης αυτό είναι, ακριβώς. Και τέλος για την λήψη και διαβίβαση με βρίσκεται λίγο απροετοίμαστο. Δεν θυμάμαι να περιγράφεται κάτι ειδικά για τη λήψη και διαβίβαση. Αυτό που αναφέρεται είναι για τους διαχειριστές, ότι οι διαχειριστές ευθύνονται οι ίδιοι για τη βέλτιστη εκτέλεση ανεξάρτητα από τον ποιον *broker* επιλέγουνε για να εκτελέσουνε την εντολή στο πλαίσιο της διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

### Συντονιστής

Πριν δώσω το λόγο στην κυρία Ματθαίου, να θυμίσω ότι το τρίτο ερώτημα του κυρίου, το συντεχνιακό, όπως το ονόμασε, δεν ξέρω αν θέλετε να το σχολιάσετε σχετικά με το αν υπάρχουν πλέον και ευρύτερες υπηρεσίες οι οποίες μπορεί να παρασχεθούν, ώστε να υπάρξει είσοδος και σε κάποιες άλλες αγορές. Κυρία Ματθαίου εσείς και μετά κάποιος άλλος.

### Ε. Ματθαίου:

Να απαντήσω στο τελευταίο ερώτημα κατ' αρχήν. Να πούμε ότι ως προς τις υπηρεσίες που μπορούν να παρέχουν οι εταιρίες του Συνδέσμου σας, ξέρετε πολύ καλά ότι πρόσφατα

## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

τροποποιήθηκε ο Νόμος 2396 που προέβλεπε τη σύσταση των εταιριών αυτών, έτσι ώστε να μπορούν να παρέχουν και άλλες υπηρεσίες ύστερα από συνεννόηση με το Σύνδεσμο...

(Ερώτηση εκτός μικροφώνου)

### **Ε. Ματθαίου:**

Τις συμβουλές δεν θα μπορούσαν να παρέχουν σύμφωνα με τη νομοθεσία την ισχύουσα και την κοινοτική και την...

### **Ε. Ματθαίου:**

Για μας είναι σαφές. Από την άλλη καταλαβαίνουμε ότι θα μπορούσαν εταιρίες να υπάρχουν ΕΠΕΥ μικρότερου μεγέθους που να παρέχουν περισσότερες υπηρεσίες.

Από την άλλη όμως αυτό προϋποθέτει, σήμερα θεωρώ ότι δεν μπορεί να γίνει γιατί η βασική προϋπόθεση είναι ότι πρέπει να συμμετέχουν σε σύστημα αποζημίωσης επενδυτών, στο συνεγνητικό. Αυτό νομίζω, η αναθεώρηση λοιπόν του συστήματος αυτού στο οποίο θα πρέπει οπωσδήποτε να συμμετέχουν οι εταιρίες όταν παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες και όταν ο κατάλογος είναι πολύ συγκεκριμένος και δεν κάνει εξαίρεση της κοινοτικής οδηγίας. Εάν θα μπορούσαμε να αναμορφώσουμε το συνεγνητικό που είναι και στόχος, θα μπορούσαν οι εταιρίες του ΣΕΔΥΚΑ να παρέχουν και άλλες υπηρεσίες υπό προϋποθέσεις. Αυτό σχετικά με το ερώτημα.

Θα ήθελα να πω κάτι σχετικά με τις επιπτώσεις της MiFID και γενικά το πώς πρέπει να το αντιμετωπίζουμε, την αισιοδοξία ή την απαισιοδοξία για την ανταγωνιστικότητα της ελληνικής αγοράς κλπ. Σίγουρα βασικός στόχος της οδηγίας της MiFID είναι η ανάπτυξη της ανταγωνιστικότητας. Δεν είναι μόνο αυτό.

Ένας βασικός στόχος της MiFID και δεν πρέπει να το ξεχνάμε είναι και η τόνωση της εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού στις αγορές. Και η διατήρηση της ακεραιότητας της αγοράς. Και πάρα πολλές διατάξεις έρχονται κατά κάποιο τρόπο να συμπληρώσουν και το θεσμικό πλαίσιο που υπάρχει ήδη για την κατάχρηση της αγοράς.

Έρχονται λοιπόν να συμπληρώσουν και αυτό άρα έρχονται να ικανοποιήσουν και ένα άλλο κομμάτι που είναι ευρύτερο και είναι έτσι του γενικότερου συμφέροντος και όχι μόνο...

### **Ε. Ματθαίου:**

Και αυτό ακριβώς. Ότι αυτό το όφελος δεν ποσοτικοποιείται. Και σε όλες τις μετρήσεις που έχει κάνει και η FSA για το θέμα του κόστους και του οφέλους αυτό το ζήτημα του οφέλους



## **“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

στην αγορά τελικά και στη διατήρηση της ακεραιότητας της αγοράς και στον επενδυτή δεν έχει ποσοτικοποιηθεί.

Και κάτι τελευταίο θα ήθελα να πω σχετικά με την παρουσίαση του κυρίου Παπακωνσταντίνου. Και σχετικά με τον προβληματισμό του ως προς το τι πρέπει να γίνει και αν το σύστημα σήμερα είναι συμβατό με τη MiFID.

Θα συμφωνήσω ότι το σύστημα δεν είναι συμβατό. Και αυτό θα έρθει να καλύψει η νέα νομοθεσία. Και βέβαια το πρόβλημα δεν είναι μόνο να ενσωματώσουμε τις διατάξεις της MiFID, αλλά και η δυσκολία είναι να έρθουμε να βάλουμε τις διατάξεις της MiFID στο υφιστάμενο θεσμικό πλαίσιο. Το οποίο μην ξεχνάμε ότι σήμερα είναι προσαρμοσμένο μόνο για συναλλαγές στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Αυτό λοιπόν που πρέπει να γίνει και με την κατάργηση των συναλλαγών και συγκέντρωσης είναι να φτιάξουμε ένα σύστημα το οποίο θα μπορεί να έρθει να διευκολύνει την κατάρτιση συναλλαγών σε άλλους τόπους, σε άλλα συστήματα διαπραγμάτευσης.

Και πράγματι υπάρχουν φορολογικά θέματα. Πράγματι υπάρχουν θέματα εκκαθάρισης και διακανονισμού. Γιατί δεν μπορούμε να έχουμε ένα τελείως απελευθερωμένο σύστημα κατάρτισης συναλλαγών και να έχουμε ένα σύστημα αύλων τίτλων, ένα σύστημα αποθετηρίου που υπάρχει σήμερα στην Ελλάδα που θα εκκαθαρίζει συναλλαγές.

Όλα αυτά πρέπει να τα δούμε μαζί με τους φορείς της αγοράς, έτσι ώστε να μπορέσουμε να δώσουμε τις καλύτερες δυνατές λύσεις για να μπορέσει να λειτουργήσει.

### **Συντονιστής**

Όνομα και ιδιότητα παρακαλώ.

### **Κυριακόπουλος:**

Κυριακόπουλος από ΚΥΡΟΣ ΑΕΛΛΕ από την συντεχνία του συναδέλφου. Ακούω με πολύ ενδιαφέρον τις ομιλίες σας και θέλω να ρωτήσω το εξής.

Αν εκτιμάτε τελικά στην ελληνική αγορά σε αυτό που λέμε μικροεπενδυτές. Βέβαια είναι είδος σε ανεπάρκεια και το βλέπουμε με το κιάλι. Τι συνέπειες τελικά θα έχει και αν έχει γίνει κάποια έρευνα. Κάποια έτσι μελέτη. Τι συνέπειες θα έχει τελικά η τελική εφαρμογή της MiFID στην Ελλάδα, θα τους αφορά καθόλου αυτό; Θα επενεργήσει θετικά ή αρνητικά; Ευχαριστώ.

### **Συντονιστής**



## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007

Θα ξεκινήσει ο κύριος Πορφύρης, όποιος άλλος θέλει να κάνει κάποιο συμπερασματικό σχόλιο θα τον παρακαλούσα να το κάνει τώρα γιατί μετά θα κάνω ένα τελικό σχόλιο και θα κλείσουμε. Ο κύριος Πορφύρης έχει το λόγο.

### N. Πορφύρης:

Θα επανέλθω και σε αυτή την ερώτηση αλλά και στο θέμα του *best execution*.

Αυτό που πρέπει να καταλάβουμε είναι ότι η τιμή είναι ένα μέγεθος το οποίο δεν είναι πάντα προβλέψιμο. Γιατί όπως ειπώθηκε προηγουμένως δεν είναι σε όλες τις περιπτώσεις υποχρεωτικό να φαίνεται η τιμή. Σε ορισμένα περιπτώσεις για παράδειγμα αν η εντολή έχει *order size* παραπάνω από το *στάνταρ market size* για να αναφέρεται σε μη ρευστές μετοχές τότε δεν είναι υποχρεωτικό το *systematic internaliser* να δείχνει την τιμή.

Αρα το *best execution* με βάσει αυτό που ειπώθηκε προηγουμένως αν πάρουμε για παράδειγμα μία μετοχή μη ρευστή μετοχή στην οποία κάποιος θέλει να κάνει συναλλαγή πάνω από το *στάνταρ market size* και υπάρχει αυτή η μετοχή στο χρηματιστήριο σε ένα MTF και σε ένα συστηματικό εσωτερικοποιητή.

Αυτό που πρέπει να λαμβάνει υπόψη όταν γίνεται το *execution* κάποιος είναι μαζί με την τιμή να συνυπολογίζει κόστος συναλλαγών και εκκαθάρισης. Και λέω μαζί με την τιμή, η τιμή δεν είναι διαθέσιμη από πριν.

Αρα θα μπορούσε θεωρητικά ένα συστηματικός εσωτερικοποιητής να πάει και να δημιουργήσει μία τιμή η οποία είναι καλύτερη από την καλύτερη διαθέσιμη εκείνη τη στιγμή στην αγορά και να αφαιρέσει ουσιαστικά να πάρει μία συναλλαγή κλέβοντας ουσιαστικά γιατί ξέρει μία πληροφορία που δεν δίνει ο ίδιος την πληροφορία προς την αγορά.

Αρα ως προς αυτό το σημείο το *best execution* έχει να κάνει και εδώ θα έρθω σε αυτό που ρωτήσατε, το γεγονός είναι ότι σε κάθε περίπτωση διασφαλίζεται ο επενδυτής ότι η συνολική εκτέλεση το συνολικό άμεσο κόστος εκτέλεσης είναι καλύτερο σε όσες περισσότερες πλατφόρμες διαπραγματεύεται η μετοχή.

Τώρα πως μετριέται αυτό ως προς το έμμεσο κόστος εκτέλεσης νομίζω είναι δύσκολο να μετρηθεί και δε θα αφορά τόσο πολύ το μικρό επενδυτή όσο τους θεσμικούς, οι οποίοι έχουν και τα εργαλεία και τις τεχνικές να τα μετρήσουνε.

### Π. Σταϊκούρας:

Εγώ θεωρώ ότι αφορά και πολύ μάλιστα το μικροεπενδυτή υπό δύο έννοιες. Κατ' αρχήν γιατί προβλέπονται μία σειρά οργανωτικών προϋποθέσεων, η αλήθεια είναι πολύ

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

κοστοβόρες γεγονόσ που εξασφαλίζει ότι μία ΕΠΕΥ λειτουργεί ορθολογικά και αυτό οπωσδήποτε εξασφαλίζει τον επενδυτή.

Το πιο βασικό όμως είναι ότι το σύνολο των κανόνων συμπεριφοράς, αυτά που ανέφερα είναι μόνο ένα δείγμα, εφαρμόζονται στο σύνολό τους και σε πλήρη ένταση στους μικροεπενδυτές. Είπαμε την διαφοροποίηση μεταξύ ιδιωτών, επαγγελματιών και επιλέξιμων.

Οι μικροεπενδυτές λαμβάνουνε πλήρη προστασία. Αυτό που θα ήθελα να επισημάνω μιας και είναι η κυρία Ματθαίου εδώ είναι **να προσέξουμε λίγο την έννοια του πελάτη**. Γιατί υπάρχει ένα περίεργο σημείο στην οδηγία, **πελάτης είναι αυτός ο οποίος λέει λαμβάνει υπηρεσίες**.

Ο κατάλογος όμως των κύριων επενδυτικών υπηρεσιών δεν αναφέρεται ως τέτοιος, αναφέρει κύριες επενδυτικές υπηρεσίες ή δραστηριότητες. Και δε σου λέει ποιες από αυτές παρέχονται ως δραστηριότητα και ποια ως υπηρεσία.

Επομένως **μπορεί η διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό** να θεωρήσει κάποιος ότι δεν είναι υπηρεσία, είναι δραστηριότητα. Άρα αυτός που συναλλάσσεσαι μαζί σου δεν είναι πελάτης και δεν χρίζει προστασίας από τους κανόνες συμπεριφοράς.

Οι άγγλοι το έχουνε επισημάνει αυτό και έχουνε κάνει μία λίστα προϋποθέσεων που πρέπει να πληρούνται προκειμένου να θεωρηθεί κάποιος πελάτης. Αλλά σε κάθε περίπτωση θα πρέπει να το προσέξουμε και εδώ.

### **Συντονιστής**

Ο κύριος Κατσουρίδης έχει το λόγο.

### **Γ. Κατσουρίδης:**

Σε αυτό που ρωτήσατε εάν έχει γίνει κάποια μελέτη. Εμείς δεν έχουμε κάνει κάποια μελέτη. Αυτό που μπορώ να σας πω είναι ίσως και λίγο πρόωρο είναι ότι πιστεύω ότι τελικά η κατηγορία των ιδιωτών πελατών και αυτό που εννοούμε ιδιώτες εννοώ ένας πελάτης με το προφίλ που έχουμε εμείς στο κατάστημα, θα παίρνει κάποια υπηρεσία η οποία είναι περίπου σαν αυτή που παίρνει σήμερα.

Μπορεί να έχει αρχικά κάποια καλύτερη πληροφόρηση για το τι ακριβώς του παρέχουμε, γιατί αυτό πρέπει να το κάνουμε αλλά θεωρώ ότι για τις μεγάλες εταιρίες υπάρχουνε οι διαδικασίες, μπορεί να χρειάζεται κάποια βελτίωση αλλά το κόστος του να παρέχεις το *best execution* με αυτό που θα κάνεις σε έναν θεσμικό κάτι αντίστοιχο σε έναν ιδιώτη, ας πούμε

## “Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop I  
17 Ιανουαρίου 2007*

θεωρητικά η Εθνική διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο εδώ και στη Νέα Υόρκη και για δέκα κομμάτια, λέω ένα πολύ θεωρητικό, θα ψάχνουμε να βρούμε την καλύτερη τιμή.

Δεν νομίζω ότι πρακτικά μπορεί να λειτουργήσει. Και βέβαια αυτός σχετίζεται και με το πώς θα λειτουργήσουνε άλλα πράγματα, όπως είναι τα *nominee account* ξέρετε αυτά που είπε και ο κύριος Παπακωνσταντίνου προηγουμένως, αν θα μπορείς να συγκεντρώσεις εντολές έχει και αυτό μεγάλη σημασία.

### Συντονιστής

Ευχαριστώ. Η MiFID είναι γεγονός. Είναι μία νέα πραγματικότητα με πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Στα **μειονεκτήματα** περιλαμβάνεται το υψηλό κόστος προσαρμογής και μία τεχνική δυσκολία. Θα πω μία προσωπική εμπειρία. Πριν από δυο χρόνια πήγα σε ένα από τα αμερικάνικα Πανεπιστήμια που κάνουνε *education courses*. Οι φοιτητές εκεί ήτανε 30-50 ετών. Σε κάποια στιγμή ο καθηγητής μας βγάζει ένα *slide* με δέκα ονόματα εταιριών και μας λέει: υπάρχει κανείς από το ακροατήριο που γνωρίζει μία από αυτές τις εταιρίες;

Κανείς από τους 100-150 περίπου φοιτητές, που ήτανε όλοι *professionals*, δεν ήξερε καμία από τις δέκα εταιρίες. Μας λέει ο καθηγητής: είναι οι δέκα μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες της Αμερικής το 1970.

Δηλαδή μέσα σε περίπου είκοσι χρόνια καμία από τις δέκα μεγαλύτερες επενδυτικές τράπεζες δεν επιβίωσε. Οι επιχειρήσεις γεννιούνται και πεθαίνουν. Στην Ευρώπη πεθαίνουνε λίγο πιο δύσκολα από ότι στην Αμερική, και γι' αυτό και ίσως γεννιούνται και λίγο πιο δύσκολα.

Στην Ελλάδα μέχρι τώρα εμείς δεν θέλαμε να πιστέψουμε ότι οι επιχειρήσεις πεθαίνουνε, γι' αυτό δίναμε κρατικές ενισχύσεις. Όποια επιχείρηση δε μπορούσε να λειτουργήσει το κράτος τη χρηματοδοτούσε. Οι επιχειρήσεις όμως γεννιούνται και πεθαίνουν.

Κάποιες επιχειρήσεις, κάποιες χρηματιστηριακές εταιρίες, κάποιες άλλες επιχειρήσεις θα πεθάνουνε. Θα βγούνε κάποιες άλλες, θα υπάρξουνε κάποιες άλλες ευκαιρίες. Αυτή είναι η ομορφιά της αγοράς. Και όσο πιο πολύ ελεύθερη την αφήσουμε, τόσο πιο πολύ θα γίνει για το καλό του καταναλωτή, θα υπάρξει πρόοδος.

Θέλω να ευχαριστήσω του ομιλητές, και τους πέντε για τις πολύ ωραίες, ενδιαφέρουσες ομιλίες τους. Θέλω να ευχαριστήσω εσάς όλους για την προσοχή σας και για την συμμετοχή σας. Και θέλω να ευχαριστήσω και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς και το Σύνδεσμο Ελληνικών Βιομηχανιών για την οργάνωση αυτού του Συνεδρίου.

**“Η αλληλεπίδραση εποπτικών αρχών και εποπτευομένων φορέων και η ανταγωνιστικότητα της αγοράς”**

*Η επίπτωση της MiFID στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές  
Σημειώσεις Εισηγήσεων - Workshop 1  
17 Ιανουαρίου 2007*

*Σας ευχαριστώ και εύχομαι μία καλή και ανταγωνιστική χρονιά.*