

Η ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΟΔΗΓΙΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΜΕΣΩΝ 2004/39/ΕΚ (MiFID): Βασικές ρυθμίσεις και ζητήματα προσαρμογής των ΕΠΕΥ

Χαρίλαος Β. Μερτζάνης¹

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	2
1 ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ ΤΗΣ MiFID	3
1.1 ΥΠΟΒΑΘΡΟ.....	3
1.1.1 MiFID - ένα βήμα ανάπτυξης των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών.....	3
1.1.2 Βασικές καινοτομίες της MiFID σε σχέση με την ISD.....	3
1.1.3 Στόχοι της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναφορικά με την MiFID.....	3
1.1.4 Διαδικασία εφαρμογής της MiFID.....	4
1.1.5 Χρονοδιάγραμμα εφαρμογής της MiFID.....	4
1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ.....	4
1.2.1 Στόχοι βασικών διατάξεων.....	4
1.2.2 Σύντομη ανάλυση βασικών διατάξεων.....	6
1.2.2.1 Πεδίο εφαρμογής ρυθμίσεων.....	6
1.2.2.2 Συγκρούσεις συμφερόντων.....	6
1.2.2.3 Ταξινόμηση επενδύτων.....	7
1.2.2.4 Τήρηση αρχείων πληροφοριών.....	7
1.2.2.5 Ρύθμιση αγορών και MTF.....	7
1.2.2.6 Διαχείριση εντολών πελατών και άριστη εκτέλεση εντολών.....	8
1.2.2.7 Προ- και μετα-συναλλακτική διαφάνεια.....	8
2 ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ	9
2.1 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ.....	9
2.1.1 Επιχειρηματικές και λειτουργικές επιπτώσεις.....	9
2.1.2 Τεχνολογικές επιπτώσεις.....	12
2.1.2.1 Δυναμικότητα δικτύων μεταφοράς πληροφοριών.....	13
2.1.2.2 Αποτελεσματικότητα συστημάτων διαχείρισης μηχανογραφικών δεδομένων.....	13
2.1.2.3 Διαχείριση και διαβίβαση εντολών πελατών.....	13
2.1.2.4 Μηχανισμοί εσωτερικής αγοράς και διαμόρφωσης τιμών.....	13
2.1.2.5 Ιστορικά στοιχεία συναλλαγών.....	14
2.1.2.6 Συστήματα διαχείρισης πελατών και πελατειακών σχέσεων (CRM Systems).....	14
2.1.2.7 Συστήματα υποβολής αναφορών σε πελάτες.....	14
2.1.2.8 Διαδικασία πωλήσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων.....	14
2.1.2.9 Παρακολούθηση αλυσίδας ελέγχου συστημάτων.....	14
2.1.2.10 Χαρακτήρας και ποιότητα μηχανογραφικών στοιχείων.....	14
2.2 ΑΝΑΓΚΑΙΑ ΑΠΑΝΤΗΣΗ.....	15
2.2.1 Βασικές δράσεις άμεσης εφαρμογής.....	15
2.2.2 Βασικές κατευθύνσεις εργασίας.....	15
2.2.3 Αντιστοίχιση της MiFID προς τις τρέχουσες πρωτοβουλίες.....	16
3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	16

Ιανουάριος 2007

¹ . Προϊστάμενος Δ/σης Μελετών, Πιστοποίησης & Μηχανοργάνωσης, ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ (ΝΠΔΔ). Οι απόψεις του κειμένου είναι προσωπικές.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Πεδίο εφαρμογής και επιπτώσεις της MiFID

- Η MiFID αυξάνει το εύρος χρηματοπιστωτικών μέσων και επενδυτικών υπηρεσιών που τίθενται υπό την ομπρέλα της κοινής ευρωπαϊκής νομοθεσίας.
- Οι εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) θα είναι σε θέση να παρέχουν υπηρεσίες σε όλα τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, με βάση τις ρυθμίσεις που ισχύουν στον τόπο καταγωγής τους.
- Οι επιπτώσεις της εφαρμογής της MiFID απαιτούν εταιρικές αναδιαρθρώσεις λειτουργικού, επιχειρηματικού και τεχνολογικού χαρακτήρα καθώς και αλλαγές στη διαδικασία συμμόρφωσης των ΕΠΕΥ έναντι της νομοθεσίας.

Χρονοδιάγραμμα εφαρμογής της MiFID

- Η MiFID θα ενσωματωθεί το ελληνικό δίκαιο μέχρι το Νοέμβριο 2007.
- Οι ΕΠΕΥ πρέπει να σχεδιάσουν στρατηγική και να δεσμεύσουν πόρους για την προσαρμογή τους

Κατευθύνσεις απάντησης στις προκλήσεις της MiFID

- Εξασφάλιση ικανοποιητικής συνειδητοποίησης της αγοράς σχετικά με τις καινοτομίες της MiFID.
- Καθιέρωση διευρυμένου προγράμματος εφαρμογής.
- Ευθυγράμμιση πολιτικής με υπάρχουσες διοικητικές και νομοθετικές πρωτοβουλίες που επικαλύπτουν το πεδίο εφαρμογής της.

Η MiFID έχει προξενήσει υψηλό ενδιαφέρον και σχόλια από τον Τύπο και τους φορείς της αγοράς. Σημαντικό μέρος των σχολίων αυτών αφορά στις δυνητικές επιπτώσεις της νομοθεσίας αυτής, με μεγάλες προειδοποιήσεις περί τεραστίου κόστους εφαρμογής και δέσμευσης υποδομών υπό τον φόρτο των πληροφοριών που θα παράγονται. Ενώ τα σχόλια αυτά διεγείρουν το ενδιαφέρον, η σημείωση αυτή προσπαθεί να ακολουθήσει μια νηφάλια και μετρημένη αξιολόγηση. Σε ότι ακολουθεί, επισκοπούνται οι κύριες επιπτώσεις της MiFID και προτείνεται τρόπος διαμόρφωσης σχεδίου προσαρμογής των ΕΠΕΥ προκειμένου να ανταποκριθούν έγκαιρα και επαρκώς.

Βασικές καινοτομίες της MiFID

- Διευρυμένο πεδίο εφαρμογής, με την ενσωμάτωση περισσότερων χρηματοπιστωτικών μέσων και επενδυτικών υπηρεσιών.
- Αυξημένη αυστηρότητα αναφορικά με την κοινοποίηση πληροφοριών και κόστους συναλλαγών στους πελάτες.
- Αυξημένες απαιτήσεις διαχείρισης εντολών πελατών.
- Αυξημένες υποχρεώσεις προ-συναλλακτικής και μετά-συναλλακτικής αποκάλυψης πληροφοριών με στόχο την ενίσχυση της διαφάνειας των συναλλαγών.

Κλειδιά έξυπνης προσαρμογής προς την MiFID:

- Ενίσχυση της συνειδητοποίησης των συμμετεχόντων του συνόλου της αγοράς για την MiFID
- Διαμόρφωση προγράμματος διακυβέρνησης ΕΠΕΥ που περιλαμβάνει αντιπροσώπευση των τμημάτων ανάπτυξης εργασιών, εσωτερικών λειτουργιών, μηχανογράφησης και εσωτερικού ελέγχου.
- Αναθεώρηση προγραμμάτων που είναι ήδη εν εξελίξει σε άλλες σχετικές περιοχές και ευθυγράμμιση με άλλες επικαλυπτόμενες απαιτήσεις με στόχο την διασφάλιση αποτελεσματικής εστίασης στην επίτευξη αποτελέσματος και ελεγχόμενου κόστους εφαρμογής.

Πολλά από τα τρέχοντα προγράμματα που οι ΕΠΕΥ έχουν καθιερώσει δεν είναι ικανοποιητικά. Εάν οι απαιτήσεις προσαρμογής δεν διαγνωστούν εγκαίρως, το αποτέλεσμα θα είναι μια συνεχώς αναπαραγόμενη προσπάθεια, δαπάνες και χαμένες ευκαιρίες, δεδομένου ότι οι εταιρίες θα παλεύουν να επιτύχουν τα minimum standards συμμόρφωσης όταν η MiFID τεθεί σε εφαρμογή.

1 ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ ΤΗΣ MiFID

1.1 ΥΠΟΒΑΘΡΟ

1.1.1 MiFID - ένα βήμα ανάπτυξης των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών

Η MiFID αποτελεί την πλέον πρόσφατη μιας σειράς νομοθετικών αλλαγών που έχουν εισαχθεί από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή, στο πλαίσιο εφαρμογής του Financial Services Action Plan (FSAP) και τη συνέχεια μια διαδικασίας εναρμόνισης των ευρωπαϊκών αγορών κεφαλαίου που συνεχίζεται επί μια δεκαετία.

Τα κράτη-μέλη της Ε.Ε. έχουν δεσμευτεί στη δημιουργία μιας αποτελεσματικότερης και ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοοικονομικών υπηρεσιών με στόχο την «πλέον ανταγωνιστική και δυναμική, βασισμένη στη γνώση, οικονομία στον κόσμο», ικανή να διατηρήσει την οικονομική ανάπτυξη και απασχόληση καθώς και τη κοινωνική συνοχή (συνεδρίαση της Λισσαβόνας του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, Μάρτιος 2004).

Λίγοι θα μπορούσαν να αρνηθούν ότι οι θεμελιώδεις στόχοι μιας ενιαίας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς θα ωφελήσουν τόσο τους επενδυτές όσο και τις εταιρίες παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην Ευρώπη. Οι στόχοι αυτοί θα μπορούσαν να συνοψιστούν ως ακολούθως:

- Παροχή δυνατότητας στους ευρωπαίους επενδυτές να έχουν πρόσβαση σε ευρύτερο φάσμα χρηματοπιστωτικών μέσων και υπηρεσιών χαμηλού κόστους,
- Παροχή δυνατότητας στις ευρωπαϊκές ΕΠΕΥ² να έχουν πρόσβαση στις αγορές άλλων κρατών-μελών εντός ενός κοινού θεσμικού πλαισίου και να πραγματοποιούν διασυνοριακές συναλλαγές με αποτελεσματικό τρόπο σε ένα ανταγωνιστικό πεδίο επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- Μείωση του κόστους ευρωπαϊκών διασυνοριακών συναλλαγών
- Βελτίωση της δυνατότητας πρόσβασης του κεφαλαίου και ενίσχυση της ανακατανομής κεφαλαίου σε όλη την ευρωπαϊκή επικράτεια.

Ο στόχος της δημιουργίας μιας ολοκληρωμένης ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών έχει ενσωματωθεί στο FSAP που επικυρώθηκε το 2000 από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη Λισσαβόνα. Το FSAP ορίζει γενικές κατευθύνσεις και αποτελεί πλαίσιο ρυθμιστικών μέτρων. Μερικά από τα μέτρα αυτά είχαν ληφθεί κατά την προ-FSAP περίοδο, περιλαμβανομένης της αρχικής οδηγίας επενδυτικών υπηρεσιών (ISD).

Η ISD ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το ν. 2396/1996 και εισήγαγε το ευρωπαϊκό διαβατήριο, επιτρέποντας στις ΕΠΕΥ να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες στα κράτη-μέλη, επέτρεψε τις διασυνοριακές επιχειρηματικές συμμετοχές ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων και μείωσε τα εθνικά ρυθμιστικά εμπόδια. Ως τμήμα του FSAP, η ISD τέθηκε υπό αναθεώρηση με συνέπεια την έκδοση του σχεδίου οδηγίας ISD-2, που απετέλεσε τον πρόδρομο της MiFID, η οποία υιοθετήθηκε από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο τον Απρίλιο 2004.

1.1.2 Βασικές καινοτομίες της MiFID σε σχέση με την ISD

Η MiFID επεκτείνει την υπάρχουσα ISD, με την καθιέρωση δια-κοινοτικής νομοθετικής εναρμόνισης για:

- Ευρύτερο φάσμα χρηματοπιστωτικών μέσων
- Ευρύτερο φάσμα επενδυτικών υπηρεσιών, περιλαμβανομένης της παροχής συμβουλών σε πελάτες.
- Εναλλακτικά συστήματα και τόπους εκτέλεσης (venues) χρηματιστηριακών συναλλαγών (MTF).

Η MiFID παρέχει περισσότερες κατευθύνσεις σε σχέση με την ISD και ορίζει λεπτομερέστερους κανόνες σε σχέση με ότι έχει συμβεί προηγουμένως σε ευρωπαϊκή νομοθεσία. Αυτό αναμένεται να περιορίσει σημαντικά την ευελιξία μεμονωμένων κρατών-μελών στην εφαρμογή της MiFID σε εθνικό δίκαιο.

1.1.3 Στόχοι της Ευρωπαϊκής Επιτροπής αναφορικά με την MiFID

Η MiFID στοχεύει στην ενίσχυση της διαφάνειας των ευρωπαϊκών χρηματιστηριακών αγορών και στην διασφάλιση της προστασίας των συμφερόντων των επενδυτών (ειδικότερα των μικρο-επενδυτών). Συγχρόνως, η MiFID στοχεύει στην αύξηση της αποτελεσματικότητας των αγορών, επιτρέποντας στις ΕΠΕΥ να επωφεληθούν από τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που προκύπτουν κάνοντας χρήση του δικαιώματος επέκτασης της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας σε όλη την ευρωπαϊκή επικράτεια με βάση την νομοθεσία που διέπει την δική τους εγχώρια αγορά.

² . Παρά την ειδική αναφορά της MiFID στις Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών που παρέχουν την υπηρεσία της λήψης, διαβίβασης και εκτέλεσης εντολών, οι επισημάνσεις της παρούσας σημείωσης αφορούν επίσης – τηρουμένων των αναλογιών - και τα πιστωτικά ιδρύματα που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες.

Με την ενσωμάτωσή της στο δίκαιο των κρατών-μελών, η MiFID προορίζεται να επιτύχει τα εξής:

- Αυξημένη διαφάνεια αναφορικά με το βάθος ρευστότητας σε όλους τους εναλλακτικούς τόπους εκτέλεσης χρηματιστηριακών συναλλαγών (venues), συμπεριλαμβανομένων των συναλλαγών που εκτελούνται σε ρυθμιζόμενες αγορές (χρηματιστήρια), σε πολυμερείς διευκολύνσεις συναλλαγών (MTFs) καθώς και εσωτερικά (internalized) εντός των ΕΠΕΥ έναντι του ίδιου χαρτοφυλακίου τους.
- Αυξημένη προστασία του μικρο-επενδυτή, μέσω της ρύθμισης ευρέως φάσματος επενδυτικών υπηρεσιών, από την εκτέλεση εντολών στην παροχή επενδυτικών συμβουλών στην ανάλυση μετοχών και αγορών, όπου θεσπίστηκαν συγκεκριμένες υποχρεώσεις διαχείρισης εντολών και επίτευξης άριστης εκτέλεσης εντολών πελατών (best execution).
- Ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των ρυθμιζόμενων αγορών (χρηματιστηρίων) και των MTFs και άρση εμποδίων σύνδεσης των ΕΠΕΥ με εναλλακτικούς τόπους εκτέλεσης (venues) χρηματιστηριακών συναλλαγών σε όλη την ευρωπαϊκή επικράτεια.
- Ενίσχυση της έμφασης και της σαφήνειας της υποχρέωσης των ΕΠΕΥ να λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα για την αποφυγή οποιασδήποτε εσωτερικής σύγκρουσης συμφερόντων.
- Αύξηση του επιπέδου κοινοποίησης πληροφοριών στο μικρο-επενδυτή, συμπεριλαμβανομένης της μεγαλύτερης διαφάνειας σε σχέση με το κόστος συναλλαγών.

1.1.4 Διαδικασία εφαρμογής της MiFID

Η MiFID θα εφαρμοστεί με βάση την διαδικασία των τεσσάρων σταδίων της Έκθεσης Lamfalussy. Αυτή συνίσταται σε προσέγγιση εφαρμογής που αρχίζει με την έκδοση ευρωπαϊκής οδηγίας από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο (I), προχωρεί στη περισσότερο λεπτομερή και τεχνική αποσαφήνιση ορισμένων διατάξεων της οδηγίας (II), συνεχίζει με την συνεργασία μεταξύ εθνικών ρυθμιστικών αρχών για τη ενιαία εφαρμογή κανόνων (III) και καταλήγει με την ενσωμάτωση της οδηγίας στο εθνικό δίκαιο και πρακτική των κρατών-μελών καθορίζοντας τη λειτουργία των αγορών τους (IV).

Συνοπτικά, η διαδικασία Lamfalussy περιλαμβάνει τα εξής:

- Επίπεδο 1: Νομοθεσία και οδηγίες – Ευρωπαϊκό Συμβούλιο
- Επίπεδο 2: Συμβουλές τεχνικής εφαρμογής – ESC και CESR
- Επίπεδο 3: Κανόνες (τοπικής) συμπεριφοράς των ΕΠΕΥ - CESR και εθνικές ρυθμιστικές αρχές
- Επίπεδο 4: Επιβολή κανόνων από τα κράτη-μέλη και συνεργασία μεταξύ εποπτικών αρχών.

Σήμερα, η διαδικασία του Επιπέδου 3 παραμένει σε εξέλιξη. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει δημοσιεύσει σειρά κειμένων εργασίας που διευκρινίζουν άρθρα της MiFID και συνεχίζουν να αποτελούν αντικείμενο συζήτησης και πιθανής τροποποίησης. Τα κείμενα αυτά είναι τα εξής:

- Μέθοδοι και ρυθμίσεις για την υποβολή εκθέσεων χρηματοοικονομικών συναλλαγών (ESC/7/2005)
- Οργανωτικές απαιτήσεις και διαχείριση συγκρούσεων συμφερόντων (ESC/17/2005)
- Διαφάνεια και αποδοχή για διαπραγμάτευση (ESC/20/2005)
- Κανόνες συμπεριφοράς, άριστη εκτέλεση, χειρισμός εντολών (ESC/23/2005)

1.1.5 Χρονοδιάγραμμα εφαρμογής της MiFID

Ο καταληκτικός χρόνος ενσωμάτωσης της MiFID στο εθνικό δίκαιο είναι ο Νοέμβριος 2007. Ο τυπικός χρόνος μεταφοράς ευρωπαϊκής οδηγίας σε εθνικό δίκαιο είναι δύο έτη. Βεβαίως, ακόμη και η παραπάνω ημερομηνία δεν αφήνει στις ΕΠΕΥ και άλλους φορείς της αγοράς επαρκή χρόνο κατανόησης των επιδράσεων της MiFID και πραγματοποίησης των αναγκαίων αλλαγών. Οι ΕΠΕΥ πρέπει να λάβουν άμεσα μέτρα αρχικής αξιολόγησης και ανάπτυξης προγράμματος αντιμετώπισης των απαιτήσεων της MiFID.

1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ

1.2.1 Στόχοι βασικών διατάξεων

Τα 73 άρθρα της MiFID και τα σχεδόν άλλα τόσα άρθρα των μέτρων εφαρμογής Επιπέδου 2 διαμορφώνουν έναν σημαντικό όγκο διατάξεων, τον οποίο οι ΕΠΕΥ πρέπει να λάβουν υπόψη. Βεβαίως, ο αριθμός άρθρων που θα ασκήσει σημαντική πραγματική επίδραση είναι σχετικά μικρός. Οι σημαντικότερες επιδράσεις παρουσιάζονται συνοπτικά στο διάγραμμα που ακολουθεί. Τα περισσότερο σημαντικά άρθρα της MiFID σχολιάζονται λεπτομερέστερα στο υπόλοιπο της σημείωσης.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1

Διάρθρωση των βασικών επιπτώσεων της MiFID

<p>Η ταξινόμηση επενδυτών θα ασκήσει σημαντική επίδραση στον τρόπο με τον οποίο εφαρμόζονται άλλοι κανόνες της MiFID. Ειδικά οι επαγγελματίες-πελάτες ορίζονται ως «επιλέξιμοι συμβαλλόμενοι». Υπάρχουν ποσοτικά κριτήρια που ισχύουν για την ταξινόμηση αυτή και συγκεκριμένες υποχρεώσεις πληροφόρησης των πελατών ανάλογα με την ταξινόμησή τους.</p> <p>↓ ↓ ↓ ↓ ↓</p>		<p>Κατά τη παροχή επενδυτικών συμβουλών, οι ΕΠΕΥ πρέπει να συγκεντρώνουν συγκεκριμένες και ικανοποιητικές πληροφορίες πελατών που διασφαλίζουν ότι οι συμβουλές είναι κατάλληλες, και να αποκαλύπτουν συγκεκριμένες πληροφορίες, όπως οι συνδεδεμένες εταιρίες.</p>		<p>Οι διατάξεις για τις συγκρούσεις συμφερόντων είναι σαφείς και υποχρεώνουν τις ΕΠΕΥ να καθιερώσουν εσωτερικές οργανωτικές δομές και διαδικασίες που αποτρέπουν συγκρούσεις συμφερόντων.</p>		<p>Η πανευρωπαϊκή έγκριση για τις εποπτευόμενες εταιρίες είναι παρούσα. Τα κράτη-μέλη πρέπει να διασφαλίσουν ότι οι ΕΠΕΥ, που έχουν αδειοδοτηθεί κατάλληλα σε άλλο κράτος-μέλος, μπορούν να ασκούν τις ίδιες επιχειρηματικές δραστηριότητες μέσα στην επικράτειά τους, χωρίς εισαγωγή πρόσθετων ρυθμιστικών απαιτήσεων για αυτές.</p>			
ΠΕΛΑΤΕΣ		ΦΟΡΕΙΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ							
<ul style="list-style-type: none"> • Μικρο-επενδυτές • Υψηλής καθαρή περιουσιακής θέσης • Επαγγελματίες 		<p>← Εκτέλεση εντολής →</p> <p>← Επενδ. συμβουλές →</p> <p>← Διαχειρ. Χαρτοφ. →</p>		<ul style="list-style-type: none"> • ΕΠΕΥ • Τράπεζες • Άλλες εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών <p>↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓ ↓</p>		<p>Τα κράτη-μέλη πρέπει να διασφαλίσουν ότι οι ΕΠΕΥ σε όλα τα κράτη είναι σε θέση να αποκτούν πρόσβαση σε τόπους εκτέλεσης συναλλαγών και υποδομές εκκαθάρισης συναλλαγών χωρίς πρόσθετο ρυθμιστικό φορτίο. Οι εναλλακτικοί τόποι εκτέλεσης συναλλαγών - MTFs υπόκεινται σε ρύθμιση.</p>		<p>Τόποι εκτέλεσης συναλλαγών</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ρυθμιζόμενες αγορές • MTFs <p>Εκκαθάριση και διακανονισμός</p> <p>Ρυθμιστική αρχή</p> <p>↓ ↓ ↓ ↓</p>	
<p>↑ ↑ ↑</p> <p>Υποχρεώσεις καθορίζονται τόσο για την υποβολή αναφορών σε πελάτες όσο και για την τήρηση αρχείων πελατών, που περιλαμβάνουν λεπτομέρειες για τον τύπο και το μέσο αναφοράς.</p>		<p>Θεσπίζονται υποχρεώσεις διαχείρισης και εκτέλεσης εντολών πελατών:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Πολιτικές διασφάλισης άριστης εκτέλεσης (best execution) εντολών, οι οποίες για τους μικρο-επενδυτές βασίζονται σε συνολική εκτίμηση • Κανόνες προτεραιότητας στη διαχείριση εντολών, περιλαμβανομένων συγκεκριμένων κανόνων συγχώνευσης εντολών • Όπου οι εντολές εκτελούνται εσωτερικά (internalized) εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς, η ΕΠΕΥ θεωρείται ως συστηματικός εσωτερικοποιητής (systematic internaliser), υποκείμενος σε υποχρέωση κοινοποίησης τιμών για τα χρηματοπιστωτικά μέσα που αποτελούν αντικείμενο εσωτερικής συναλλαγής. 		<p>Η ρυθμιστική αρχή του κράτους-μέλους καταγωγής της ΕΠΕΥ αποτελεί την αρμόδια αρχή σε όλες τις αγορές στις οποίες η ΕΠΕΥ ασκεί επιχειρηματική δραστηριότητα. Οι ρυθμιστικές αρχές σε άλλα κράτη-μέλη δεν μπορούν να θεσπίσουν περισσότερο αυστηρές προϋποθέσεις παροχής επενδυτικών υπηρεσιών σε σχέση με τη ρυθμιστική αρχή του κράτους-μέλους καταγωγής.</p>					

1.2.2 Σύντομη ανάλυση βασικών διατάξεων

1.2.2.1 Πεδίο εφαρμογής ρυθμίσεων

Βασικές αναφορές

- Ø Άρθρα MiFID: 1 (πεδίο εφαρμογής), 2 (Εξαιρέσεις), 3 (Προαιρετικές εξαιρέσεις), 4 (Ορισμοί), 5 (Κριτήρια Αδειοδότησης), 6 (Εύρος αδειοδότησης)
- Ø MiFID Παράρτημα 1: α. (Εύρος κύριων επενδυτικών υπηρεσιών), β. (Εύρος παρεπόμενων επενδυτικών υπηρεσιών), γ. (Εύρος χρηματοπιστωτικών μέσων)
- Ø Κείμενο Επιπέδου 2: Esc/23/2005 - Ορισμοί

Χρηματοπιστωτικά μέσα

1. Μεταβιβάσιμοι επενδυτικοί τίτλοι
2. Μέσα χρηματαγοράς
3. Μερίδια ΟΣΕΚΑ
4. Παράγωγα μέσα επί επενδυτικών τίτλων, νομισμάτων, επιτοκίων, ομολογιακών αποδόσεων, που εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση ή σε μετρητά.
5. Παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων που δεν έχουν εμπορικό σκοπό και εκκαθαρίζονται μέσω εταιριών εκκαθάρισης ή υπάγονται σε οχλήσεις περιθωρίου
6. Παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων που μπορούν και πρέπει να εκκαθαρίζονται με φυσική παράδοση αφού έχουν αποτελέσει αντικείμενο συναλλαγής σε ρυθμιζόμενη αγορά ή MTF.
7. Παράγωγα μέσα επί εμπορευμάτων που μπορούν και πρέπει να εκκαθαρίζονται σε μετρητά.
8. Παράγωγα μέσα για τη μεταφορά πιστωτικού κινδύνου
9. Χρηματοοικονομικές συμβάσεις διαφοράς
10. Παράγωγα μέσα σχετικά με κλιματολογικές μεταβλητές, ποσοστά εμπορικού φορτίου, εκπομπής ρύπων ή ποσοστό πληθωρισμού, που μπορούν να εκκαθαρίζονται σε μετρητά.

Βασικές Ρυθμίσεις

- Οι ΕΠΕΥ που εκτελούν συναλλαγές πελατών στα παραπάνω χρηματοπιστωτικά μέσα πρέπει να το πράττουν μέσω εταιρίας κατάλληλα αδειοδοτημένης από αρμόδια αρχή εντός της Ευρώπης.
- Οι ΕΠΕΥ επιτρέπεται να καταρτίζουν συναλλαγές συμβολαίων παραγώγων επί εμπορευμάτων, πίστωσης, επιτοκίων και ακόμη κλιματολογικών μεταβλητών και εκπομπής ρύπων.
- Αυξάνει το εύρος επενδυτικών υπηρεσιών, για την παροχή των οποίων απαιτείται άδεια παροχής τους.
- Οι ΕΠΕΥ μπορούν να εγκαταστήσουν νέα ευρωπαϊκά υποκαταστήματα χωρίς την υποχρέωση ικανοποίησης επιπρόσθετων ρυθμιστικών απαιτήσεων από την ρυθμιστική αρχή του κράτους-μέλους υποδοχής.
- Οι νέες ρυθμίσεις διευκρινίζουν περαιτέρω τα καθήκοντα και τις ευθύνες των εποπτικών αρχών του κράτους-μέλους καταγωγής και του κράτους-μέλους υποδοχής, με αποτέλεσμα την ενίσχυση της βεβαιότητας ως προς την αποτελεσματικότητα της εποπτείας των διασυνοριακών συναλλαγών και τη μείωση του κινδύνου επιβολής αχρείαστων ρυθμίσεων από το κράτος-μέλος υποδοχής επί των ΕΠΕΥ που εκτελούν διασυνοριακές συναλλαγές.
- Οι συναλλαγές επί εμπορευμάτων (για ίδιο λογαριασμό) των ΕΠΕΥ μπορούν να μην υπόκεινται σε ρύθμιση.

1.2.2.2 Συγκρούσεις συμφερόντων

Βασικές αναφορές

- Ø Άρθρα MiFID: 13 (οργανωτικές απαιτήσεις), 18 (συγκρούσεις συμφερόντων)
- Ø Κείμενο Επιπέδου 2: ESC/17/2005 άρθρο 24 (συγκρούσεις συμφερόντων και αναλυτών)

Βασικές Ρυθμίσεις

- Καθορίζονται αρχές διαχείρισης εσωτερικών συγκρούσεων συμφερόντων των ΕΠΕΥ καθώς και απαιτήσεις διαχωρισμού των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους.
- Οι ΕΠΕΥ πρέπει να διαθέτουν ανεξάρτητη υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου για τη συμμόρφωσή τους έναντι της νομοθεσίας και να προβλέπουν την επαρκή συμμετοχή ανώτερων εκτελεστικών στελεχών αλλά και τη λογοδοσία αυτών στη διαδικασία συμμόρφωσης. Η αμοιβή των στελεχών της υπηρεσίας

εσωτερικού ελέγχου δεν πρέπει να υπονομεύει την ανεξαρτησία του, δηλ. τα χορηγούμενα bonuses δεν πρέπει να συνδέονται με την οικονομική απόδοση των εταιριών.

- Οποιαδήποτε υλική σύγκρουση συμφερόντων πρέπει να κοινοποιείται στους πελάτες και την αρμόδια εποπτική αρχή.
- Οι ΕΠΕΥ πρέπει να θεσπίσουν και να τηρούν πολιτική διαχείρισης συγκρούσεων συμφερόντων και να διατηρούν αποτελεσματικά εμπόδια στη διαρροή πληροφοριών (π.χ. σινικά τείχη).
- Όπου μια ΕΠΕΥ παράγει και διανέμει αναλύσεις, καθορίζονται επιπλέον ειδικές απαιτήσεις με στόχο τη διασφάλιση ότι η εταιρία και οι μεμονωμένοι αναλυτές δεν αντιμετωπίζουν σύγκρουση συμφερόντων.

1.2.2.3 Ταξινόμηση επενδύτων

Βασικές αναφορές

Ø Άρθρα MiFID: 19 (κανόνες επιχειρηματικής συμπεριφοράς), 20 (παροχή υπηρεσιών μέσω άλλης εταιρίας), 23 (διασυνδεδεμένες εταιρίες και υποκαταστήματα), 24 (επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι),

Ø Κείμενο Επιπέδου 2: ESC/23/2005 επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι.

Βασικές Ρυθμίσεις

- Θεσπίζεται κοινό ευρωπαϊκό πλαίσιο ταξινόμησης συναλλασσομένων είτε ως μικρο-επενδύτων είτε ως επαγγελματιών επενδύτων (οι οποίοι καλούνται «επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι», κατηγορία που αναφέρεται σε όσους χρειάζονται λιγότερη προστασία σε σύγκριση με τους λοιπούς πελάτες).
- Σημαντικό τμήμα της MiFID αποβλέπει στη προστασία του μικρο-επενδυτή θεσπίζοντας υποχρεώσεις των ΕΠΕΥ έναντι των πελατών της αναφορικά με την παροχή επενδυτικών συμβουλών, εκτέλεση εντολών, αποκάλυψη συναλλακτικών πληροφοριών και παροχή αναφορών σε αυτούς.
- Θεσπίζεται η υποχρέωση διενέργειας τεστ καταλληλότητας στους πελάτες, πριν την παροχή επενδυτικών συμβουλών ή τη διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους. Εξαιρείται από το τεστ μόνο η εκτέλεση εντολών.
- Η ταξινόμηση των επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων έχει αποσαφηνιστεί με ποσοτικοποιημένες κατευθύνσεις-οδηγίες και συγκεκριμένες απαιτήσεις κοινοποίησης, όπου ένας πελάτης έχει ταξινομηθεί ως επιλέξιμος αντισυμβαλλόμενος.

1.2.2.4 Τήρηση αρχείων πληροφοριών

Βασικές αναφορές

Ø Άρθρα MiFID: 19 (κανόνες επιχειρηματικής συμπεριφοράς), 25 (υποχρεώσεις περί τήρησης αρχείων)

Ø Κείμενο Επιπέδου 2: ESC/23/2005 - καθορισμός διαρκούς μέσου αποκάλυψης πληροφοριών

Βασικές Ρυθμίσεις

- Οι ΕΠΕΥ οφείλουν να παρέχουν στους πελάτες τους επαρκείς πληροφορίες και αναφορές σχετικά με τις συναλλαγές τους σε σαφή και κατανοητή μορφή, περιλαμβανομένων των λεπτομερειών για το κόστος συναλλαγών.
- Οι ΕΠΕΥ οφείλουν να παρέχουν στους πελάτες τους επιβεβαιώσεις συναλλαγών εντός μιας εργάσιμης ημέρας από τη συναλλαγή (με εξαίρεση τις συνήθεις συλλογικές επενδύσεις).
- Οι ΕΠΕΥ οφείλουν να διατηρούν στοιχεία συναλλαγών πελατών τους για τουλάχιστον 5 έτη και να αποκαλύπτουν καθημερινά στην αρμόδια εποπτική αρχή λεπτομέρειες συναλλαγών σε ρυθμιζόμενες αγορές, με το κλείσιμο της επόμενης ημέρας χρηματιστηριακής συνεδρίασης.
- Οι ΕΠΕΥ οφείλουν να τηρούν τηλεφωνικά αρχεία συνομιλιών με πελάτες για 1 έτος.
- Αυξάνονται οι απαιτήσεις πληροφόρησης για τα τηρούμενα αρχεία υποβληθέντων αναφορών συναλλαγών σε πελάτες (που περιλαμβάνουν τον τόπο εκτέλεσης συναλλαγών, τον χρόνο εκτέλεσης, την ταυτότητα του συναλλασσόμενου, κ.λπ.).
- Οι υποχρεώσεις αναφοράς συναλλαγών σε πελάτες μπορούν να καλυφτούν από την ΕΠΕΥ ή από εξουσιοδοτημένο τρίτον, όπως ένα MTF, ή μια ρυθμιζόμενη αγορά.
- Η MiFID έχει αποσαφηνίσει ότι ο ιστοχώρος αποτελεί διαρκές μέσο αποκάλυψης πληροφοριών.

1.2.2.5 Ρύθμιση αγορών και MTF

Βασικές αναφορές

Ø Άρθρα MiFID: 14 (διαδικασία συναλλαγών σε MTF), 26 (παρακολούθηση MTF), 27 (υποχρέωση κοινοποίησης τιμών εταιρικών αξιογράφων), 29 (προ-συναλλακτική διαφάνεια ενός MTF), 30 (μετα-συναλλακτική διαφάνεια ενός MTF)

Ø Κείμενο Επιπέδου 2: ESC/20/2005 - καθορίζει κανόνες κοινοποίησης πληροφοριών για διαφορετικά συστήματα βιβλίου εντολών MTF.

Βασικές Ρυθμίσεις

- Αίρεται ο ισχύον κανόνας συγκέντρωσης συναλλαγών (concentration rule) που ισχύει σε πολλά ευρωπαϊκά κράτη-μέλη, με παράλληλη εισαγωγή υποχρεώσεων προ-συναλλακτικής διαφάνειας, ενισχύοντας τις ευκαιρίες διενέργειας διασυννοριακών συναλλαγών μέσω MTFs.
- Οι ΕΠΕΥ που προβαίνουν σε εσωτερικοποίηση συναλλαγών ορίζονται ως Συστηματικοί Εσωτερικοποιητές (Systematic Internalisers) με συγκεκριμένες υποχρεώσεις κοινοποίησης χρηματιστηριακών τιμών.
- Οι Πολυμερείς Διευκολύνσεις Συναλλαγών – MTFs (π.χ. ECNs, ATSSs) περιλαμβάνονται, ομοίως με τα εθνικά χρηματιστήρια, στο πεδίο εφαρμογής της ευρωπαϊκής νομοθεσίας.
- Τα MTFs θα είναι σε θέση να χρησιμοποιούν για την εκκαθάριση συναλλαγών κεντρικό αντισυμβαλλόμενο (CCP) ή αποθετήριο που είναι εγκατεστημένο σε διαφορετικό κράτος-μέλος της Ε.Ε.

1.2.2.6 Διαχείριση εντολών πελατών και άριστη εκτέλεση εντολών

Βασικές αναφορές

Ø Άρθρα MiFID: 21 (υποχρέωση εκτέλεσης εντολών με τους ευνοϊκότερους για τους πελάτες όρους), 22 (διαχείριση εντολών πελατών)

Ø Κείμενο Επιπέδου 2: ESC/23/2005 - διευκρινίζει τις προτεραιότητες άριστης εκτέλεσης εντολών και ορίζει ότι το κλειδί για τους μικρο-επενδυτές είναι η συνολική εκτίμηση των αναγκών τους, ESC/23/2005 - εισάγει κανόνες διαχείρισης εντολών πελατών.

Βασικές Ρυθμίσεις

- Οι υποχρεώσεις άριστης εκτέλεσης εντολών ορίζουν ότι οι ΕΠΕΥ πρέπει να διασφαλίζουν τη καλύτερη δυνατή εκτέλεση εντολών πελατών, λαμβάνοντας υπόψη πολλαπλούς παράγοντες (τιμή, κόστος συναλλαγών, ταχύτητα εκτέλεσης συναλλαγών, πιθανότητα εκτέλεσης εντολής και εκκαθάριση συναλλαγής) αλλά και εναλλακτικούς τρόπους εκτέλεσης εντολής (χρηματιστήρια και MTFs στην ευρωπαϊκή επικράτεια) στους οποίους έχουν πρόσβαση.
- Οι ΕΠΕΥ πρέπει να διατηρούν μια επίσημη πολιτική εκτέλεσης εντολών και να είναι σε θέση να αποδεικνύουν ότι ακολουθούν την πολιτική αυτή.
- Οι ΕΠΕΥ πρέπει να είναι σε θέση να αποδεικνύουν ότι οι εντολές των πελατών τους εκτελέστηκαν σύμφωνα με την πολιτική τους.
- Η άρση του κανόνα συγκέντρωσης συναλλαγών και οι επιπτώσεις της στην δημιουργία εναλλακτικών πηγών συγκέντρωσης ρευστότητας θα επιφέρει σημαντική πολυπλοκότητα στον καθορισμό και εκπλήρωση των υποχρεώσεων άριστης εκτέλεσης εντολών.
- Οι ΕΠΕΥ πρέπει να κατανοούν την ανάλυση του κόστους των συναλλαγών που εκτελούν προκειμένου να είναι σε θέση να ελέγχουν την άριστη εκτέλεση αυτών.
- Θεσπίζονται συγκεκριμένοι κανόνες σχετικά με τη συγκέντρωση των εντολών πελατών και τον καθορισμό προτεραιοτήτων εκτέλεσής τους με βάση το χρόνο παραλαβής των εντολών.
- Οι ΕΠΕΥ που λαμβάνουν εντολές με όριο, οι οποίες δεν μπορούν να εκτελεστούν αμέσως, πρέπει να τις κοινοποιούν προκειμένου να αυξηθεί η πιθανότητα εκτέλεσής τους.

1.2.2.7 Προ- και μετα-συναλλακτική διαφάνεια

Βασικές αναφορές

Ø Άρθρα MiFID: 28 (μετα-συναλλακτική διαφάνεια), 29 (μετα-συναλλακτική διαφάνεια MTFs)

Ø Κείμενο Επιπέδου 2: ESC/20/2005 - πεδίο εφαρμογής της υποχρέωσης αποκάλυψης πληροφοριών σχετικά με τις τιμές από τους Συστηματικούς Εσωτερικοποιητές.

Βασικές Ρυθμίσεις

- Η MiFID προσδιορίζει τις δραστηριότητες των ΕΠΕΥ που ταξινομούνται ως Συστηματικοί Εσωτερικοποιητές (Systematic Internalisers) (δηλ. ΕΠΕΥ οι οποίες, στο πλαίσιο της εκτέλεσης εντολών ή/και διαχείρισης χαρτοφυλακίων πελατών τους, διασταυρώνουν και εκτελούν τις εντολές εσωτερικά έναντι των θέσεων του ίδιου λογαριασμού τίτλων). Αυτοί πρέπει να δημοσιεύσουν σταθερές τιμές μετοχών που αναγνωρίζονται στις χρηματιστηριακές συναλλαγές ρυθμιζόμενης αγοράς σε κανονική και

συνεχή βάση κατά τη κανονική διάρκεια διαπραγμάτευσης. Οι τιμές πρέπει να είναι προσιτές στην αγορά σε εύλογη εμπορική βάση.

- Οι τιμές αυτές πρέπει να αντιμετωπίζονται ως σταθερές για συναλλαγές μέχρι δεδομένου ύψους.
- Η αναφορά μετα-συναλλακτικών πληροφοριών από τις ΕΠΕΥ περιλαμβάνει την υποχρέωση κοινοποίησης των πληροφοριών (όσο το δυνατόν πλησιέστερα στον πραγματικό χρόνο) σε εύλογη εμπορική βάση.

2 ΚΑΤΑΝΟΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΠΤΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

2.1 ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ

Η MiFID έχει σημαντικές επιχειρησιακές και λειτουργικές επιπτώσεις, οι οποίες δεν αποτελούν απλώς ρυθμιστικό πρόβλημα προς επίλυση από την υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου των ΕΠΕΥ. Ο αντίκτυπος της νομοθετικής αλλαγής αγγίζει το συνολικό σύστημα χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών, και ακριβώς όπως σε κάθε σύστημα, ο τρόπος αντίδρασης κάθε τμήματος του συστήματος στην αλλαγή συσχετίζεται άμεσα με την αντίδραση των υπολοίπων τμημάτων του συστήματος. Η MiFID απαιτεί ευρεία δέσμευση της διοίκησης, των διαδικασιών, της τεχνολογίας και των επιχειρησιακών τμημάτων μιας ΕΠΕΥ. Επιπλέον, μερικές εταιρίες θα διαπιστώσουν ότι η MiFID δεν αποτελεί απλώς ένα φορτίο δαπανών, αλλά παρουσιάζει επίσης ευκαιρίες επιχειρηματικής επέκτασης, προώθησης προϊόντων ή/και μείωσης κόστους συναλλαγών.

2.1.1 Επιχειρηματικές και λειτουργικές επιπτώσεις

Ρυθμιστική απαίτηση	Επίπτωση – μέτρα δράσης
<ul style="list-style-type: none"> • Διεύρυνση του πεδίου ρύθμισης ώστε να περιλαμβάνει πρόσθετες επενδυτικές υπηρεσίες και χρηματοπιστωτικά μέσα, και να θεσπίζει ότι η υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου αποτελεί ανεξάρτητη λειτουργία εντός της εταιρίας προκειμένου να διασφαλιστεί καλύτερα η αστυνόμευση της τήρησης των υποχρεώσεων της έναντι των πελατών και της εποπτικής αρχής. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Ενίσχυση του απαιτούμενου πλαισίου άσκησης ελέγχων για τη κάλυψη του διευρυμένου πεδίου εφαρμογής Ø Εάν η εταιρία είναι νέα, πρέπει - λόγω του διευρυμένου πεδίου χρηματοπιστωτικών μέσων - να λάβει τις αναγκαίες εγκρίσεις και άδειες. Ø Εάν η εταιρία είναι παλαιά, πρέπει να αναβαθμίσει την υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου (compliance) ως χωριστή και με ουσιαστικές αρμοδιότητες εσωτερική υπηρεσία της εταιρίας. Αυτό άλλωστε θα βοηθήσει στην επικέντρωση των ανώτατων στελεχών στις νέες επιχειρηματικές προκλήσεις και απαιτήσεις σε ευρωπαϊκή κλίμακα. Ø Εάν η εταιρία είναι παλαιά, πρέπει να αναβαθμίσει την ανάλυση αγορών ως ανεξάρτητη εσωτερική υπηρεσία και να διασφαλίζει διαδικασίες εκπόνησης αναλύσεων που καλύπτουν τις απαιτήσεις.
<ul style="list-style-type: none"> • Ενίσχυση της χρήσης του «Ευρωπαϊκού Διαβατηρίου» και διεύρυνση της δυνατότητας αδειοδότησης των ΕΠΕΥ, ώστε η έγκριση που παρέχεται από ένα κράτος-μέλος να ισχύει και σε άλλα κράτη-μέλη της ΕΕ, χωρίς περαιτέρω ρυθμιστικές απαιτήσεις (home State rule). 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Εάν η εταιρία είναι νέα, πρέπει - λόγω του διευρυμένου πεδίου χρηματοπιστωτικών μέσων - να επιλέξει το καλύτερο κράτος-μέλος για τη λήψη της αρχικής άδειας λειτουργίας της. Ø Εάν η εταιρία είναι παλαιά, πρέπει να επιλέξει το καλύτερο ή/και φθηνότερο κράτος-μέλος για την εγκατάσταση ορισμένων λειτουργιών, όπως middle/back-office, risk management, accounting, κλπ. Ø Καθορισμός της έκτασης στην οποία η ευρωπαϊκή κεφαλαιακή διάρθρωση μιας (επεκτεινόμενης) ΕΠΕΥ μπορεί να αριστοποιηθεί περαιτέρω ως αποτέλεσμα των ενισχυμένων περί διαβατηρίου διατάξεων. Ø Καθορισμός της έκτασης στην οποία οι διευρυμένες περί διαβατηρίου διατάξεις προσφέρουν ευκαιρίες αυξημένης πανευρωπαϊκή επιχειρηματικής δραστηριότητας. Ø Καθορισμός της έκτασης των διαφαινόμενων ευκαιριών επέκτασης ή της εισαγωγής διαδικασιών ευρωπαϊκής

	<p>«κεντροποίησης», με σκοπό την εκλογίκευση του μεγίστου αριθμού κρατών-μελών στα οποία θα ασκηθεί επιχειρηματική δραστηριότητα.</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Ανα-ταξινόμηση πελατών με στόχο τη διάκρισή τους σε μικρο-επενδυτές και επαγγελματίες πελάτες, και διαφορετική εποπτική μεταχείρισή τους. • Καθορισμός προϋποθέσεων ορισμού «επιλέξιμων αντισυμβαλλομένων» και των υποχρεώσεών τους 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Ενίσχυση των εσωτερικών συστημάτων πληροφοριών πελατών με σκοπό την υποστήριξη της παραγωγής των στοιχείων που απαιτούνται για τις πρόσθετες ανάγκες πληροφόρησης. Ø Αναμόρφωση των διαδικασιών αξιολόγησης υφιστάμενων και προσέλκυσης νέων πελατών με σκοπό την συγκέντρωση των απαραίτητων πληροφοριών για την κατάλληλη ταξινόμησή τους. Ø Κατηγοριοποίηση των υφιστάμενων διαχωρισμών στα συστήματα πληροφοριών πελατών σύμφωνα με τις πρόσθετες απαιτήσεις.
<ul style="list-style-type: none"> • Οι ΕΠΕΥ πρέπει να εφαρμόσουν πρόσθετα τεστ καταλληλότητας πελατών πριν την παροχή επενδυτικής υπηρεσίας ή διάθεσης χρηματοπιστωτικού μέσου. (Το τεστ καταλληλότητας αξιολογεί την καταλληλότητα του πελάτη για την λήψη συγκεκριμένης υπηρεσίας. Η καταλληλότητα ελέγχει εάν ιδιαίτερο χρηματοπιστωτικό μέσο ή επενδυτική υπηρεσία είναι κατάλληλη για έναν πελάτη). 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Ενίσχυση των εσωτερικών συστημάτων πληροφοριών πελατών με σκοπό την υποστήριξη της παραγωγής των στοιχείων που απαιτούνται για τις πρόσθετες ανάγκες πληροφόρησης. Ø Ενίσχυση των διαδικασιών και εφαρμογών πωλήσεων για την υποστήριξη της ροής και συλλογής των δεδομένων που απαιτούνται για την εκτέλεση του τεστ καταλληλότητας πελατών.
<ul style="list-style-type: none"> • Οι πολιτικές διαχείρισης εντολών πελατών απαιτούν επακριβή ορισμό και πρέπει να περιλαμβάνουν πληροφορίες για τους διαφορετικούς τρόπους εκτέλεσης συναλλαγών (venues) όπου η ΕΠΕΥ εκτελεί εντολές πελατών της καθώς και για τους παράγοντες επιλογής του τρόπου εκτέλεσης. Η εκτέλεση εντολών πελατών εκτός ρυθμιζόμενης αγοράς ή MTF απαιτεί τη συγκεκριμένη συγκατάθεση των πελατών. • Αίρεται ο κανόνας συγκέντρωσης συναλλαγών (concentration rule) σε χρηματιστήρια και οργανωμένες αγορές. • Οι ΕΠΕΥ πρέπει να καθιερώσουν πολιτική άριστης εκτέλεσης εντολών και να παρακολουθούν την τήρησή της. Γι' αυτό απαιτείται η τήρηση αρχείων προκειμένου να μπορούν να αποδείξουν σε πελάτη ότι η πολιτική αυτή τηρείται. • Η αποτελεσματικότητα της πολιτικής διαχείρισης εντολών πελατών όσον αφορά στην άριστη εκτέλεση εντολών πρέπει να παρακολουθείται, και ειδικότερα οι ΕΠΕΥ πρέπει τακτικά να ελέγχουν εάν οι τόποι εκτέλεσης συναλλαγών της πολιτικής τους επιτυγχάνουν τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα για τον πελάτη. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Δημιουργία εσωτερικής πολιτικής διαχείρισης εντολών πελατών που ενσωματώνει τις εκτιμήσεις των νέων ρυθμίσεων (π.χ. κατάλληλοι τόποι συναλλαγών) Ø Ενημέρωση των αρχείων τεκμηρίωσης πελατών με βάση τις κατευθύνσεις των νέων ρυθμίσεων. Ø Ενίσχυση των εφαρμογών διαβίβασης / εκτέλεσης εντολών με στόχο τη συμφωνία τους προς την πολιτική άριστης εκτέλεσης και την παροχή των πληροφοριών που απαιτούνται για την απόδειξη της άριστης εκτέλεσης. Ø Ενημέρωση των εφαρμογών παραγωγής και λήψης των απαραίτητων πληροφοριών από τους εναλλακτικούς τρόπους εκτέλεσης συναλλαγών. Ø Παροχή αναγκαίων αναφορών σε πελάτες ως απόδειξη υιοθέτησης της πολιτικής άριστης εκτέλεσης εντολών. Ø Εφαρμογή διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου για την παρακολούθηση της άριστης εκτέλεσης (συμπεριλαμβανομένης της αξιολόγησης ενάντια σε εκείνους τους τρόπους εκτέλεσης συναλλαγών που δεν περιλαμβάνονται στην πολιτική διαχείρισης εντολών) και διασφάλιση ότι οι πολιτικές αυτές παραμένουν έγκυρες.

<ul style="list-style-type: none"> • Αύξηση προ-συναλλακτικής διαφάνειας που απαιτεί η δημοσίευση ορισμένων πληροφοριών σχεδόν σε πραγματικό χρόνο (μέσα σε 3 λεπτά) να γίνεται άμεσα διαθέσιμη και στα 25 κράτη-μέλη. • Οι ρυθμιζόμενες αγορές πρέπει να κοινοποιούν τιμές προσφοράς και ζήτησης για όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα. • Οι Συστηματικοί Σταθεροποιητές (Systematic Internalisers) (διασταύρωση και εκτέλεση εντολών πελατών έναντι των θέσεων του ίδιου χαρτοφυλακίου της ΕΠΕΥ) πρέπει να παρέχουν σταθερές τιμές για όλες τις μετοχές που αναγνωρίζονται στις χρηματιστηριακές συναλλαγές ρυθμιζόμενης αγοράς. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Καθορισμός του τρόπου διανομής της προ-συναλλακτικής πληροφόρησης και ενίσχυση των υποδομών διανομής πληροφόρησης, όπως απαιτείται. Ø Όπου μια ΕΠΕΥ επιλέξει να είναι Συστηματικός Σταθεροποιητής, πρέπει να: <ul style="list-style-type: none"> Û ορίσει εναλλακτικές επιλογές κοινοποίησης πληροφοριών και, όπου θεωρείται κατάλληλο, να αρχίσει συνεργασία με άλλους συνεργάτες για την εκπλήρωση της υποχρέωσης, Û αναπτύξει κατάλληλες μηχ/κές εφαρμογές κοινοποίησης τιμών ώστε να κοινοποιεί σταθερές τιμές για συγκεκριμένα χρηματοπιστωτικά μέσα, Û αναπτύξει (λόγω υψηλών επενδύσεων παγίου κεφαλαίου) κατάλληλη πολιτική ευελιξίας συστημάτων και μείωσης κόστους για την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού σε περιόδους ή/και τόπους χαμηλής ρευστότητας. Ø Οι ρυθμιζόμενες αγορές πρέπει να εκσυγχρονίσουν συστήματα και υπηρεσίες.
<ul style="list-style-type: none"> • Οι εντολές πελατών με όριο, εάν δεν μπορούν να εκτελεστούν, πρέπει να κοινοποιούνται. Οι εντολές με όριο πρέπει να είναι διαθέσιμες προς αξιολόγηση από τους άλλους συμμετέχοντες της αγοράς. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Καθορισμός του τρόπου διανομής πληροφοριών σχετικά με εντολές πελατών με όριο, περιλαμβανομένου του προσδιορισμού πιθανών συμβαλλομένων όπου απαιτείται. Ø Ενίσχυση των εφαρμογών κοινοποίησης εντολών πελατών με όριο.
<ul style="list-style-type: none"> • Μετα-συναλλακτικές πληροφορίες πρέπει να τίθενται στη διάθεση της αρμόδιας εποπτικής αρχής για όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα που μπορούν να διακινηθούν σε ρυθμιζόμενες αγορές το συντομότερο δυνατόν και σε χρόνο T+1. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Καθορισμός των μετα-συναλλακτικών πληροφοριών που πρέπει να διατίθενται και των εποπτικών αρχών προς τις οποίες θα διατίθενται. Ø Καθορισμός του κατάλληλου μηχανισμού κοινοποίησης Ø Ενίσχυση των εφαρμογών αναφοράς συναλλαγών σύμφωνα με τις νέες απαιτήσεις υποβολή αναφορών. Ø Αναθεώρηση των απαιτήσεων υποδομής που προκύπτουν από το αυξανόμενο επίπεδο διανομής πληροφοριών.
<ul style="list-style-type: none"> • Τα χρηματιστήρια και τα MTFs πρέπει να συμμορφωθούν προς αυστηρότερους κανόνες αναφορικά με την επιβεβαίωση της ταυτότητας των εκδοτριών εταιριών πριν την αποδοχή των τίτλων τους για διαπραγμάτευση στις αγορές τους. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Ενίσχυση των συστημάτων (στατικών) πληροφοριών με σκοπό την υποστήριξη της παραγωγής των δεδομένων που απαιτούνται για την εκπλήρωση των επιπρόσθετων απαιτήσεων πληροφόρησης. Ø Εκσυγχρονισμός των διαδικασιών (δυναμικής) απόκτησης της απαιτούμενης πληροφόρησης από τις νέες εκδότριες εταιρίες.
<ul style="list-style-type: none"> • Σε περίπτωση που οι ΕΠΕΥ είναι ανίκανες να εκπληρώσουν τις απαιτήσεις υποβολής αναφορών και κοινοποιήσεων, τότε μπορεί να αποκλειστούν από τις συναλλαγές. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Αναθεώρηση και ενίσχυση των σχεδίων εναλλακτικής επιχειρησιακής δραστηριότητας, αν είναι απαραίτητο.
<ul style="list-style-type: none"> • Ανάλογα με τις λεπτομερείς διαδικασίες, ο όγκος δεδομένων προς διατήρηση μπορεί να αυξηθεί (π.χ. χρονικές σειρές τιμών, σύνολο τιμών που απαιτούνται για την επιβεβαίωση της άριστης εκτέλεσης εντολών). • Η «εύλογη εμπορική βάση» υπονοεί την 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Επισκόπηση του συνολικού νέου πλαισίου στη μετα-MiFID εποχή, όσον αφορά στη δημιουργία, συνάθροιση και διάχυση πληροφοριών και διαμόρφωση στρατηγικής προσαρμογής. Ø Όπου μια ΕΠΕΥ επιθυμεί να παρέχει την δική της υπηρεσία χορήγησης στοιχείων, απαιτείται η προδιαγραφή

<p>ευελιξία στο τρόπο διανομής πληροφοριών. Αντί του περιορισμού υποβολής αναφορών σε χρηματιστήρια, οι ΕΠΕΥ είναι σε θέση να χρησιμοποιούν άλλες μεθόδους: μέσω ρυθμιζόμενων αγορών, μέσω ενός τρίτου συμβαλλόμενου, ή μέσω μιας ίδιας διευθέτησης.</p>	<p>και θέσπιση της υπηρεσίας αυτής.</p> <ul style="list-style-type: none"> Ø Επισκόπηση τις αλλαγών που προτείνονται από τα χρηματιστήρια και τους προμηθευτές πληροφοριών. Ø Καθορισμός συνεργατών που θα χρησιμοποιηθούν στην εκπλήρωση των απαιτήσεων, όπου απαιτείται. Ø Ενίσχυση εφαρμογών διαχείρισης πληροφοριών (αποθήκευση δεδομένων, εφαρμογές αναφορών, κ.λπ.) για την εκπλήρωση αυξημένων απαιτήσεων παραγωγής και διατήρησης δεδομένων. Ø Καθορισμός του τρόπου διάχυσης πληροφοριών και ενίσχυση της υποδομής (δίκτυο) διανομής πληροφοριών, όπως απαιτείται.
<ul style="list-style-type: none"> • Οι συναλλακτικές διαδικασίες μιας ΕΠΕΥ υπόκεινται σε πρόσθετους κανόνες εάν λαμβάνει χώρα εσωτερική (για ίδιο λογαριασμό) διασταύρωση και εκτέλεση εντολών πελατών. • Οι ΕΠΕΥ, στις οποίες πραγματοποιείται διασταύρωση εντολών πελατών θα ρυθμίζονται ως MTF. • Οι Συστηματικοί Σταθεροποιητές πρέπει να εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους κοινοποίησης τιμών και να καθιερώνουν διαδικασίες ελέγχου του απαραίτητου επιπέδου συμμόρφωσης. 	<ul style="list-style-type: none"> Ø Καθορισμός εάν η ΕΠΕΥ θα θεωρηθεί ως MTF ή ως Συστηματικός Σταθεροποιητής και λήψη στρατηγικών αποφάσεων σχετικά με τη συνεχιζόμενη λειτουργία της επιχείρησης εντός της τρέχουσας δομής. Ø Διασφάλιση ότι διαδικασίες έχουν καθιερωθεί για την εκπλήρωση των υποχρεώσεων είτε ενός MTF είτε ενός Συστηματικού Σταθεροποιητή και ότι η διοικητική δομή του οργανισμού μπορεί να ελέγξει τη συμμόρφωση της οργανισμού κατάλληλα.

2.1.2 Τεχνολογικές επιπτώσεις

Η MiFID θα ασκήσει σημαντική τεχνολογική επίδραση τόσο στο εσωτερικό των ΕΠΕΥ όσο και ευρύτερα στην αγορά με την οποία συνδέονται. Οι τεχνολογικές επιπτώσεις θα γίνουν πλήρως προφανείς καθώς αποκρυσταλλώνονται οι λεπτομέρειες από την επίδρασή τους σε κάθε εταιρία. Η σημείωση αυτή καθορίζει άξονες γενικής αρχιτεκτονικής εφαρμογών για τη MiFID με έμφαση σε βασικά τεχνολογικά ζητήματα.

Άξονες τεχνολογικής αρχιτεκτονικής για την εφαρμογή της MiFID

- Διαχείριση επιχειρηματικής δραστηριότητας, δυνατότητες παρακολούθησης και αποδοτικότητα διαχειριστικής υποστήριξης των εσωτερικών διαδικασιών των ΕΠΕΥ.
- Δίαυλος επιχειρησιακών μηνυμάτων που παρέχει λεπτομερή αναφορά, κοινοποιεί και προσυπογράφει την παράδοση μηνυμάτων, στηριζόμενος σε ανεκτικό επίπεδο ελαττωμάτων, χαμηλή λανθάνουσα κατάσταση και υψηλή δικτυακή ευρυζωνική αρχιτεκτονική.
- Λογισμικό εφαρμογών πραγματικού χρόνου (real-time) που δένουν άμεσα με την αρχιτεκτονική ηλεκτρονικής διαβίβασης δεδομένων.
- Αρχιτεκτονική δικτύων υπολογιστών για τη δημιουργία διαβαθμιζόμενης χρήσης εφαρμογών διαχείρισης κινδύνου, ανάλυσης προ-συναλλακτικών δεδομένων, ανάλυσης χαρτοφυλακίων και ανακάλυψης συναλλακτικών ευκαιριών.
- Ικανότητα εναποθήκευσης δεδομένων για την ταχεία ενημέρωση και διάχυση συναλλακτικών και μη πληροφοριών.
- Ολοκληρωμένη και μακροπρόθεσμη στρατηγική διαχείρισης πληροφοριών που διασφαλίζει τη διάθεση πληροφοριών σε όσους τις χρειάζονται και μπορούν να τις αποκτήσουν.
- Διαβαθμιζόμενη εφαρμογή αρχειοθέτησης που συμμορφώνεται προς τις υποχρεώσεις τήρησης στοιχείων και τις απαιτήσεις ακριβούς και ταχείας αναζήτησης πληροφοριών.
- Δυνατότητα διαβάθμισης μηχανογραφικών εργασιών πάνω σε μεγάλες βάσεις δεδομένων (terabytes πληροφοριών) εντός λειτουργικού περιβάλλοντος με ανεκτικό επίπεδο ελαττωμάτων και ικανότητα διαχείρισης κρίσεων σε όλα τα επί μέρους τμήματά του.

Αναλυτικότερα, οι τεχνολογικές επιπτώσεις έχουν ως εξής:

2.1.2.1 Δυναμικότητα δικτύων μεταφοράς πληροφοριών

Η δυνατότητα ταχείας και αξιόπιστης διασύνδεσης μεταξύ των τμημάτων της συνολικής πληροφοριακής αρχιτεκτονικής της ευρωπαϊκής αγοράς αποτελεί βασική απαίτηση της εφαρμογής της MiFID. Οι ΕΠΕΥ οφείλουν να αυξήσουν την δυναμικότητα, συνθετότητα και δια-λειτουργικότητα (εντός και εκτός Ελλάδος) των μηχανογραφικών τους δικτύων ώστε να μπορούν να χειριστούν αυξημένες ποσότητες συναλλακτικών δεδομένων, δοθέντος ότι θα λαμβάνουν/στέλνουν περισσότερες προ-συναλλακτικές πληροφορίες συναλλακτικού ενδιαφέροντος, περισσότερες εντολές με όριο (οι οποίες θα επιδιώκουν το τεστάρισμα των διαφόρων πηγών συγκέντρωσης ρευστότητας για την ανίχνευση του βάθους και της τρέχουσας τιμής χρηματοπιστωτικού μέσου) και περισσότερες μετα-συναλλακτικές πληροφορίες συναλλαγών. Επιπλέον, οι ΕΠΕΥ που θα ταξινομηθούν και θα επιλέξουν να παραμείνουν ως Συστηματικοί Σταθεροποιητές πρέπει να είναι σε θέση να υποστηρίζουν συνεχώς την απαίτηση δημοσίευσης τιμών στην αγορά. Οι προμηθευτές δικτυακών συστημάτων στην Ευρώπη ήδη προχωρούν στον εκσυγχρονισμό των τύπων δικτύου κυκλοφορίας πληροφοριών και στην ενσωμάτωση δυνατοτήτων χαμηλής λανθάνουσας λειτουργικότητας (low latency) και μείωσης χρόνου απόκρισης μηνυμάτων στα προϊόντα τους με στόχο να επιτρέπουν στους χρήστες να φιλοξενούν στα συστήματά τους εφαρμογές αλγοριθμικού υπολογισμού και προγραμματικής εκτέλεσης συναλλαγών για την ταχεία διαβίβαση εντολών σε εναλλακτικούς τόπους εκτέλεσης συναλλαγών.

2.1.2.2 Αποτελεσματικότητα συστημάτων διαχείρισης μηχανογραφικών δεδομένων

Οι περισσότερες ΕΠΕΥ ήδη χρησιμοποιούν συστήματα διαχείρισης δεδομένων χαμηλής λανθάνουσας λειτουργικότητας, όπου όμως στην μετά-MiFID εποχή η διαφορά μεταξύ των 5/10 χιλιοστών δευτερολέπτου και των 50-100 χιλιοστών δευτερολέπτου είναι κρίσιμη στο νέο συναλλακτικό περιβάλλον, στο οποίο η ταχύτητα αποτελεί ουσιαστική παράμετρο. Οι ΕΠΕΥ πρέπει να επιμείνουν στην ενσωμάτωση καινοτομικών μηχανογραφικών συστημάτων καθώς η αύξηση του όγκου πληροφοριών σε κυκλοφορία, οι απαιτήσεις χαμηλής λανθάνουσας λειτουργικότητας επί των συστημάτων συναλλαγών και ο κερματισμός της ρευστότητας σε εναλλακτικούς τόπους συναλλαγών, ασκούν πιέσεις στις τεχνολογικές υποδομές διαβίβασης μηνυμάτων. Οι ΕΠΕΥ πρέπει να επανεξετάσουν την πληροφοριακή υποδομή τους (εξοπλισμός, λογισμικό, δίκτυα) ώστε να επιλύσουν προβλήματα υψηλής λανθάνουσας λειτουργικότητας. Επιπλέον, οι ΕΠΕΥ θα λαμβάνουν τα δεδομένα τους άμεσα από τις πηγές συγκέντρωσης ρευστότητας (χρηματιστήρια, MTFs), με σκοπό τον περαιτέρω περιορισμό της λανθάνουσας λειτουργικότητας που απορρέει από τη χρονοβόρα διαδικασία συγκέντρωσης και συγκεντροποίησης στοιχείων από τις πηγές αυτές. Αυτό περιπλέκει περαιτέρω το περιβάλλον τροφοδότησης δεδομένων καθώς τα εσωτερικά συστήματα των ΕΠΕΥ πρέπει να λάβουν αποφάσεις επιλογής τόσο για τα ίδια τα δεδομένα όσο και για τις πηγές προέλευσής τους, κ.λπ.

2.1.2.3 Διαχείριση και διαβίβαση εντολών πελατών

Τα συστήματα λήψης, διαχείρισης και διαβίβασης εντολών πελατών των ΕΠΕΥ θα χρειαστούν ουσιαστικές αναβαθμίσεις. Δεδομένου ότι ο αριθμός των εναλλακτικών τόπων εκτέλεσης συναλλαγών αυξάνει (λόγω των νέων απαιτήσεων περί άριστης εκτέλεσης εντολών και ανάλογα με τον αριθμό εταιριών που αποφασίζουν να ταξινομηθούν ως Συστηματικοί Σταθεροποιητές) η αλληλεπίδραση αυτών των εξωτερικών τόπων συναλλαγών με τις εσωτερικές μηχανογραφικές και αλγοριθμικές διαδικασίες διασταύρωσης εντολών θα απαιτήσει ταχύτερη επεξεργασία δεδομένων και πρόσβαση σε παγιωμένες βάσεις δεδομένων συναλλαγών ώστε να βοηθήσουν την λήψη επενδυτικών αποφάσεων σε πραγματικό χρόνο και σε πολλά χρηματοπιστωτικά μέσα. Οι προμηθευτές λογισμικού διαχείρισης και διαβίβασης εντολών αλλά και τα εσωτερικά συστήματα των ΕΠΕΥ πρέπει να ενημερωθούν με νέες δυνατότητες προσδιορισμού τόπων εκτέλεσης συναλλαγών, και νέες δυνατότητες διαχείρισης εντολών πελατών και παρακολούθησης αφενός της διαφορετικής λογικής των πελατών και αφετέρου της συμμόρφωσής των ΕΠΕΥ έναντι των εποπτικών τους υποχρεώσεων.

2.1.2.4 Μηχανισμοί εσωτερικής αγοράς και διαμόρφωσης τιμών

Οι ΕΠΕΥ που επιλέγουν να είναι Συστηματικοί Σταθεροποιητές πρέπει να ενισχύσουν ή να δημιουργήσουν έξυπνους μηχανισμούς συναλλαγών που διασυνδέουν τα διάφορα τμήματα της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας (όπως η λιανική μεσιτεία, η διαχείριση κεφαλαίων πελατών, κ.λπ.) με στόχο την θέσπιση δυνατότητας εκτίμησης και σύγκρισης της εσωτερικής ροής εντολών πελατών με τις ίδιες τις εντολές πελατών. Αυτή η αλληλεπίδραση μεταξύ ροής εντολών θα απαιτήσει σύνθετη λογική συμμόρφωσης που θα πρέπει να είναι κατάλληλα χτισμένη εντός της εφαρμογής ώστε να διασφαλίζει ότι ορισμένες μόνο εντολές πελατών μπορούν να διασταυρωθούν με άλλες κατάλληλες εντολές, και ότι εντολές πελατών που δεν έχουν διασταυρωθεί εσωτερικά κοινοποιούνται αμέσως σε άλλους τόπους εκτέλεσης συναλλαγών. Επιπλέον οι Συστηματικοί Σταθεροποιητές υποχρεούνται να κοινοποιούν τις τιμές των μετοχών στις οποίες εκτελέστηκαν συναλλαγές εσωτερικά έναντι του ιδίου χαρτοφυλακίου τους.

2.1.2.5 Ιστορικά στοιχεία συναλλαγών

Οι ΕΠΕΥ πρέπει να διατηρούν ιστορικά στοιχεία πέντε (5) ετών για όλες τις συναλλαγές των πελατών τους, συμπεριλαμβανομένων των πληροφοριών για τον τόπο εκτέλεσης εντολών, συγκεκριμένες πληροφορίες για κάθε συναλλαγή (τιμή, όγκος, χρόνος, κ.λπ.), καθώς και των τιμών που οι ίδιες κοινοποιούν στο κοινό. Οι ΕΠΕΥ πρέπει να είναι σε θέση να αποδείξουν ότι οι εκτελεσθείσες εντολές έγιναν σε συμμόρφωση προς την πολιτική εκτέλεσης εντολών τους και ότι ικανοποιήθηκαν οι απαιτήσεις άριστης εκτέλεσης. Οι απαιτήσεις αυτές επιβάλλουν στις ΕΠΕΥ (και ειδικά στους Συστηματικούς Σταθεροποιητές) να υιοθετήσουν τεχνολογίες αποθήκευσης και διαχείρισης πληροφοριών υψηλής δυναμικότητας.

2.1.2.6 Συστήματα διαχείρισης πελατών και πελατειακών σχέσεων (CRM Systems)

Οι ΕΠΕΥ πρέπει να διασφαλίσουν ότι η διαχείριση δεδομένων σχετικά με τους πελάτες τους συμμορφώνονται προς τη νέα απαίτηση (“Know Your Customer” rule). Αυτό σημαίνει ότι οι ΕΠΕΥ πρέπει να είναι σε θέση να διαπιστώνουν (πανευρωπαϊκά) επενδυτικές ευκαιρίες ανάλογα με τα χαρακτηριστικά των πελατών τους και να περιορίζουν τυχόν συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ των ιδίων και των πελατών τους. Οι απαιτήσεις αυτές είναι πιθανότερο να επιτευχθούν με τη προσθήκη αφενός μερικών ακόμη μηχανογραφικών πεδίων πληροφοριών σχετικών με τους πελάτες και αφετέρου ορισμένων πρακτικών διαχείρισης πληροφοριών σχετικών με τους πελάτες με σκοπό τη διασφάλιση της τήρησης των απαιτήσεων που ορίζουν οι διατάξεις του νέου Κώδικα Δεοντολογίας των ΕΠΕΥ.

2.1.2.7 Συστήματα υποβολής αναφορών σε πελάτες

Οι ΕΠΕΥ πρέπει να αυξήσουν τη πληρότητα και έγκαιρη υποβολή των αναφορών σε πελάτες, προκειμένου να συμμορφωθούν με την απαίτηση της επιβεβαίωσης εκτέλεσης συναλλαγής σε χρόνο T+1. Οι ΕΠΕΥ πρέπει να παρακολουθούν την πορεία της επικοινωνίας με πελάτες τους στο πλαίσιο των γενικών απαιτήσεων της πολιτικής διαχείρισης πελατών τους. Πρέπει επίσης να παρέχουν σαφή ίχνη της πορείας εγγράφων, της ταξινόμησης πελατών τους και της κοινοποίησης της κατάταξης στους πελάτες που θα επιλέγονται και θα ταξινομούνται ως «επιλέξιμοι αντισυμβαλλόμενοι».

2.1.2.8 Διαδικασία πωλήσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων

Η MiFID στοχεύει στην ενίσχυση της διαφάνειας της διαδικασίας πωλήσεων χρηματοοικονομικών προϊόντων των ΕΠΕΥ και ως εκ τούτου εισάγει πρόσθετους εσωτερικούς κανόνες συμπεριφοράς τους. Απαιτείται πρόσθετη αυτοματοποίηση γύρω από τη διαδικασία πωλήσεων με στόχο τη διασφάλιση της ποιότητας και την τήρηση των διαδικασιών διαχείρισης εντολών πελατών.

2.1.2.9 Παρακολούθηση αλυσίδας ελέγχου συστημάτων

Οι απαιτήσεις χαμηλής λανθάνουσας κατάστασης, υψηλής ποιότητας επεξεργασίας δεδομένων και προγραμματισμού σεναρίων εναλλακτικής επιχειρησιακής δραστηριότητας αυξάνονται λόγω της MiFID. Η εστίαση σε μια γενική end-to-end διαδικασία θα βοηθήσει όλους τους φορείς της αγοράς να συμμορφωθούν με τις νέες ρυθμίσεις χρησιμοποιώντας στρατηγική υιοθέτησης συγκεκριμένων βημάτων προσαρμογής. Η σωστή διαχείριση των επιχειρησιακών λειτουργιών των ΕΠΕΥ μπορεί να βοηθήσει στην επίτευξη του συνολικού στόχου με την παροχή μιας ολοκληρωμένης μηχανογραφικής λύσης που ενσωματώνει πολλαπλά και ετερογενή δομικά και θεσμικά χαρακτηριστικά. Οι απαιτήσεις ανθεκτικότητας και αυξημένης φόρτωσης/εκφόρτωσης δεδομένων απαιτούν από τις ΕΠΕΥ να ενισχύσουν τη διαχείριση των εσωτερικών λειτουργιών τους και την αυτοματοποιημένη τεχνολογική υποστήριξή τους, μέσω της κατάλληλης ενημέρωσης των συστημάτων τους.

2.1.2.10 Χαρακτήρας και ποιότητα μηχανογραφικών στοιχείων

Η MiFID θέτει προκλήσεις κοινοποίησης, διάχυσης και ενοποίησης δεδομένων και παρακολούθησης τάσεων και συμπεριφορών στις αγορές και τις ΕΠΕΥ, ιδιαίτερα δε αναφορικά με την ανάγκη ικανοποίησης των απαιτήσεων άριστης εκτέλεσης εντολών, προ-συναλλακτικής και μετα-συναλλακτικής διαφάνειας, διατήρησης αρχείων και αποθηκευτικών δυνατοτήτων φόρτωσης/εκφόρτωσης στοιχείων για πελάτες και συναλλαγές. Δοθέντος ότι, στο πλαίσιο αυτό, πληροφορίες όπως η ταυτότητα της πηγής στοιχείων/αγοράς, η ταυτότητα του χρηματοπιστωτικού μέσου, ο χρόνος και ημερομηνία εκτέλεσης εντολής, η τιμή και όγκος της εκτελεσθείσας εντολής αποτελούν πληροφορίες κριτικής σημασίας που πρέπει να κοινοποιούνται σε καθημερινή βάση σε πανευρωπαϊκή κλίμακα, είναι προφανές ότι η θέσπιση ενιαίων τεχνολογικών και μηχανογραφικών προτύπων παραγωγής και αποκάλυψης πληροφοριών είναι βασική επιταγή της MiFID. Τα κείμενα που δημοσιοποίησε η CESR (CESR/04-261b, CESR/05-290b, CESR/05-398b Appendices) κάνουν ειδική και εκτενή αναφορά στην ανάγκη θέσπισης προτύπων αναγνώρισης χρηματοπιστωτικών μέσων με αρχή το ISO-6166 (ταυτοποίηση του κωδικού ISIN). Βεβαίως, το τελευταίο πρότυπο εξυπηρετεί τις συναλλαγές επί κινητών αξιών σε ρυθμιζόμενες αγορές και εταιρικών τίτλων που δεν έχουν εισαχθεί σε

περισσότερες της μιας αγοράς, αλλά για την εξυπηρέτηση των εκτός κύκλου (OTC) συναλλαγών καθώς και των συναλλαγών επί κινητών αξιών που έχουν εισαχθεί σε πολλές αγορές ταυτόχρονα, απαιτείται η υιοθέτηση νέου προτύπου. Συνεπώς, προτείνεται η χρήση του διευρυμένου προτύπου ISO-10962 για την ταυτοποίηση του κωδικού CFI (Classification of Financial Instruments), καθώς και του προτύπου ISO-10383 για την ταυτοποίηση του κωδικού MIC (Market Identification Code: POL=Place of Listing, POQ=Place of Quote, POT=Place of Trade, PSET=Place of Settlement, IBEI-International Business Entity Identifier – χρήσιμο για τους Συστηματικούς Σταθεροποιητές). Επιπλέον, δοθέντος ότι η συναλλακτική διαδικασία (λήψη, διαβίβαση, εκτέλεση, εκκαθάριση και διακανονισμός συναλλαγών) οφείλει να είναι αυτοματοποιημένη (STP – Straight Through Processing) και να παράγει τις απαιτούμενες πληροφορίες σε όλα τα στάδιά της (SPA - Securities Processing Automation), οι ΕΠΕΥ οφείλουν στο πλαίσιο εκσυγχρονισμού των μηχανογραφικών τους συστημάτων να διασφαλίσουν ότι τα συστήματα τους συμμορφώνονται προς τα παραπάνω πρότυπα μηχανογραφικής παρουσίας συναλλακτικών πληροφοριών.

2.2 ΑΝΑΓΚΑΙΑ ΑΠΑΝΤΗΣΗ

Η απάντηση των ΕΠΕΥ στις προκλήσεις που θέτει η MiFID πρέπει να είναι η αναδιοργάνωσή τους με στόχο την συμμόρφωση στο νέο ρυθμιστικό καθεστώς - με το ελάχιστο δυνατό κόστος - μέσω της έγκαιρης και κατάλληλης ενσωμάτωσης αναγκαίων συστημάτων και προγραμμάτων στις λειτουργικές και διοικητικές τους διαδικασίες, με ταυτόχρονη παρακολούθηση και ταχεία εκμετάλλευση των επιχειρηματικών ευκαιριών που αναδεικνύονται από τη νέα νομοθεσία. Ενώ πολλές ΕΠΕΥ έχουν αναλάβει πρωτοβουλίες διερεύνησης των επιπτώσεων της εφαρμογής της MiFID, πολλά από τα προγράμματα προσαρμογής που έχουν εκπονηθεί στερούνται της αμεσότητας, του οράματος και της λεπτομέρειας που απαιτούνται για την ομαλή προσαρμογή. Οι δύο βασικοί κίνδυνοι είναι η ανεπαρκής διερεύνηση των επιχειρηματικών ευκαιριών που παρέχει η MiFID και οι αυξημένες δαπάνες ύστερης προσαρμογής όταν η εφαρμογή της MiFID έχει ήδη πλήρως δρομολογηθεί.

2.2.1 Βασικές δράσεις άμεσης εφαρμογής

- **Άμεση έναρξη αξιολόγησης των επιπτώσεων της MiFID**, με σκοπό τη διαμόρφωση προγράμματος ενεργειών σταδιακής προσαρμογής, την ευθυγράμμιση του με τυχόν άλλα προγράμματα αλλαγών των ΕΠΕΥ και την διασφάλιση ενός ρεαλιστικού προϋπολογισμού δαπανών μέχρι το τέλος 2007.
- **Αξιολόγηση των επιχειρηματικών ευκαιριών που παρέχει η MiFID**. Η εφαρμογή της οδηγία δεν σημαίνει μόνο κόστος προσαρμογής αλλά παρέχει ουσιαστικές ευκαιρίες επιχειρηματικής επέκτασης για ορισμένες κατάλληλα τοποθετημένες ΕΠΕΥ. Η έγκαιρη αναζήτησή τους θα προσδώσει τα πλεονεκτήματα του «πρώτου τολμήσαντα».
- **Ευθυγράμμιση των απαιτήσεων της MiFID με αυτές άλλων προγραμμάτων**. Πρέπει να διερευνηθεί με λεπτομέρεια ο τρόπος ευθυγράμμισης των αλλαγών λόγω MiFID με τυχόν άλλα προγράμματα αλλαγών. Αυτό θα επιτρέψει στις ΕΠΕΥ να αναπροσαρμόσουν δραστηριότητες και χρηματοδοτήσεις που έχουν ήδη δρομολογήσει με στόχο την αποτελεσματικότερη διαχείριση των αυξημένων απαιτήσεων διακυβέρνησης στο εσωτερικό των εταιριών. Είναι σημαντικό να ελαχιστοποιηθεί η ανάγκη καταβολής διπλών δαπανών και η μη αποτελεσματική χρήση του υφιστάμενου ανθρώπινου δυναμικού.
- **Προσδιορισμός αρμοδίου εσωτερικού προσώπου/υπηρεσίας**, που είναι σε θέση να παραμένει ενήμερος/η για τις εξελίξεις στις κανονιστικές και θεσμικές ρυθμίσεις που επιβάλλει η MiFID, στο χρόνο έναρξης ισχύος τους και στη διακυβέρνηση της διαδικασίας διαβούλευσης με τους φορείς της αγοράς.
- **Καθιέρωση εσωτερικής δομής διακυβέρνησης**, με στόχο την παροχή φόρουμ ανταλλαγής ιδεών σχετικά με την εφαρμογή της MiFID. Αυτό το φόρουμ πρέπει να περιλαμβάνει ικανοποιητική αντιπροσώπευση από όλα τα τμήματα της εταιρίας: την ανάπτυξη εργασιών, τις εσωτερικές λειτουργίες, τη μηχανογράφηση και τον εσωτερικό έλεγχο. Είναι προφανές ότι η επιτυχής προσαρμογή προς τις απαιτήσεις της MiFID απαιτεί την ενημέρωση και λήψη αποφάσεων από όλα τα παραπάνω τμήματα.

2.2.2 Βασικές κατευθύνσεις εργασίας

Μια πιθανή μορφή του προγράμματος προσαρμογής προς την MiFID θα μπορούσε να περιλαμβάνει πέντε τομείς εργασίας: (α) την εξέταση και προσαρμογή του μηχανισμού γνωστοποίησης χρηματιστηριακών τιμών, (β) την εξέταση των διαδικασιών διαβίβασης και άριστης εκτέλεσης εντολών πελατών, (γ) την εξέταση και προσαρμογή των διαδικασιών υποβολής αναφορών σε πελάτες, (δ) την εξέταση και προσαρμογή των συστημάτων διαχείρισης στοιχείων και πληροφοριών πελατών και (ε) την διερεύνηση νέων

επιχειρηματικών κινήσεων και διαμόρφωση σχεδίου επέκτασης και άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης σε ευρωπαϊκή βάση.

Οι παραπάνω τομείς εργασίας πρέπει να παράγουν αποτελέσματα, τα οποία θα αναφέρονται στον εκσυγχρονισμό των ακόλουθων παραμέτρων: (i) τεχνολογικές και μηχανογραφικές απαιτήσεις, (ii) λειτουργικές απαιτήσεις, (iii) απαιτήσεις επί των παραγωγής και διάθεσης χρηματοπιστωτικών μέσων, (iv) απαιτήσεις συστημάτων συμμόρφωσης/φορολογίας/χρηματοδότησης και (v) απαιτήσεις/προϋποθέσεις επιχειρηματικής επέκτασης σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες.

Η τελική οργάνωση των τομέων εργασίας μπορεί να ποικίλει μεταξύ των διαφορετικών ΕΠΕΥ αλλά δεν μπορεί παρά να περιλάβει τα στοιχεία που διευκρινίζονται παραπάνω.

2.2.3 Αντιστοίχιση της MiFID προς τις τρέχουσες πρωτοβουλίες

Πολλές ΕΠΕΥ ίσως έχουν ήδη δρομολογήσει την εκτέλεση άλλων προγραμμάτων, τα οποία θα μπορούσαν δυνητικά είτε να αλληλεπιδράσουν είτε να επικαλύψουν τις απαιτήσεις της MiFID. Η ευθυγράμμιση των απαιτήσεων της MiFID με αυτά τα προγράμματα θα βοηθήσει στην εξοικονόμηση δαπανών προσαρμογής και στην αποτελεσματική χρήση του υφιστάμενου ανθρώπινου δυναμικού. Δυνητικά προγράμματα που θα μπορούσαν να ενταχθούν στη κατηγορία αυτή είναι:

- Προγράμματα «Know Your Customer» και «Anti-money Laundering» (AML)
- Προγράμματα αναβάθμισης τεχνολογικών συστημάτων παραγωγής και αποθήκευσης πληροφοριών
- Προγράμματα εκλογίκευσης εσωτερικών διαδικασιών
- Προγράμματα αυτοματοποίησης/ελέγχου ροής εργασιών
- Προγράμματα εσωτερικοποίησης εντολών πελατών
- Προγράμματα απλοποίησης διαδικασιών τήρησης στοιχείων πελατών
- Προγράμματα εκλογίκευσης και επέκτασης της διασύνδεσης με αγορές
- Προγράμματα παραγωγής και γνωστοποίησης χρηματιστηριακών τιμών
- Προγράμματα αλγοριθμικής εκτέλεσης συναλλαγών
- Άλλες πρωτοβουλίες προσαρμογής προς την MiFID ή τον κανονισμό NMS στις ΗΠΑ.

3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Σε αντίθεση με τα λεγόμενα μερικών σχολιαστών αγοράς, δεν υπάρχει λόγος πανικού. Εντούτοις, οι επιπτώσεις από την εφαρμογή της MiFID στις ΕΠΕΥ είναι πραγματικές και εκτενείς και οδηγούν στην ανάγκη κάλυψης των απαιτήσεων υποχρεωτικής προσαρμογής τους. Όμως, η MiFID δημιουργεί επίσης επιχειρηματικές ευκαιρίες καθώς αγγίζει πολλά τμήματα του ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού συστήματος και ενθαρρύνει την ανάπτυξη της διασυνοριακής προσφοράς επενδυτικών υπηρεσιών. Βεβαίως, μόλις ο κourνιαχτός κατακάτσει, θα υπάρξουν ωφελιμένες και ζημιωμένες ΕΠΕΥ. Όσο περισσότερο έγκαιρα και κατάλληλα τοποθετηθούν για την αντιμετώπιση των προκλήσεων τόσο μεγαλύτερη θα είναι η πιθανότητα της ωφέλειας και τους ύψους των ωφελημάτων.

Η MiFID απαιτεί άμεσα τη λήψη μέτρων προσαρμογής από τις ΕΠΕΥ για την ικανοποίηση των απαιτήσεων κατά την ημερομηνία έναρξης εφαρμογής της τον Οκτώβριο 2007. Η έγκαιρη αξιολόγηση και προγραμματισμός προσαρμογής απαιτούν την ευρεία αντιπροσώπευση από όλα τα τμήματα της εταιρίας: την ανάπτυξη εργασιών, τις εσωτερικές λειτουργίες, τη μηχανογράφηση και τον εσωτερικό έλεγχο. Είναι προφανές ότι η επιτυχής προσαρμογή προς τις απαιτήσεις της MiFID απαιτεί την ενημέρωση και λήψη αποφάσεων από όλα τα παραπάνω τμήματα προκειμένου να γίνουν κατανοητές οι εκτεταμένων επιδράσεις MiFID. Αυτή η αξιολόγηση θα επιτρέψει στις ΕΠΕΥ να εκμεταλλευτούν τις ευκαιρίες, να επηρεάσουν την εφαρμογή των νέων ρυθμίσεων στις τοπικές πρακτικές αγοράς και να ενεργήσουν από κοινού με τους προμηθευτές τεχνολογικών συστημάτων για την κατανόηση των απαιτήσεων. Επιπλέον αυτό αφήνει στις ΕΠΕΥ σημαντικό χρονικό περιθώριο προγραμματισμού και μεγιστοποίησης των ωφελημάτων σύμπραξης με άλλες πρωτοβουλίες ώστε η συμμόρφωση προς την MiFID να επιτευχθεί με το ελάχιστο δυνατό κόστος.