



ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ

ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ & ΠΟΛΙΤΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

**PANTEION UNIVERSITY OF SOCIAL AND POLITICAL
SCIENCES
DEPARTMENT OF ECONOMIC AND REGIONAL
DEVELOPMENT**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ:
ΕΦΗΡΜΟΣΜΕΝΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ & ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ: Η ΑΝΑΘΕΩΡΗΜΕΝΗ ΟΔΗΓΙΑ
MIFID II & ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΓΟΡΑ**

ΤΑΠΕΙΝΟΥ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ , Α.Μ: 0814M043

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ: ΓΡ. ΣΙΟΥΡΟΥΝΗΣ, ΕΠΙΚΟΥΡΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΤΜΗΜΑΤΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΗΣ
ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΠΑΝΤΕΙΟΥ
ΜΕΛΗ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ: Θ. ΠΑΛΑΣΚΑΣ & ΣΤ. ΝΤΕΓΙΑΝΝΑΚΗΣ**

ΑΘΗΝΑ, 15 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ 2016

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved.

Απαγορεύεται η αντιγραφή, αποθήκευση και διανομή της παρούσας εργασίας, εξ ολοκλήρου ή τμήματος αυτής, για εμπορικό σκοπό. Επιτρέπεται η ανατύπωση, αποθήκευση και διανομή για σκοπό μη κερδοσκοπικό, εκπαιδευτικής ή ερευνητικής φύσης, υπό την προϋπόθεση να αναφέρεται η πηγή προέλευσης και να διατηρείται το παρόν μήνυμα. Ερωτήματα που αφορούν τη χρήση της εργασίας για κερδοσκοπικό σκοπό πρέπει να απευθύνονται προς τον συγγραφέα. Οι απόψεις και τα συμπεράσματα που περιέχονται σε αυτό το έγγραφο εκφράζουν τον συγγραφέα και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι αντιπροσωπεύουν τις επίσημες θέσεις του Πάντειου Πανεπιστημίου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Οι διασυνοριακές επιχειρηματικές δραστηριότητες και η διεύρυνση των επενδυτικών διαπραγματευτικών τόπων ήταν το κίνητρο για την δημιουργία μιας διεθνούς αγοράς από την έναρξη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Το εύρος της αγοράς αυτής έχει ανάγκη από την θέσπιση κατάλληλων κανόνων και ρυθμιστικών πλαισίων για την εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας. Μια σειρά από κανονισμούς και νομοθεσίες εφαρμόστηκαν με στόχο την προστασία των επενδυτών από το πολύπλοκο διεθνές χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η MIFID I (2004/39/EK) που εκδόθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 21 Απριλίου 2004 για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων αποτελεί πρόδρομο της MIFID II.

Η αναθεωρημένη οδηγία MIFID II ήρθε για να καλύψει τις ανάγκες και τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν στη χρηματοοικονομική αγορά της Ευρωπαϊκής Ένωσης μετά την κρίση του 2008. Η ανεπαρκής αξιολόγηση και η έλλειψη πληροφόρησης πολλές φορές οδηγούσε τους επενδυτές σε λάθος εκτιμήσεις χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους το ρίσκο του κινδύνου που ενέχει η εκάστοτε επενδυτική κίνηση. Επιπλέον, η ολοένα αυξανόμενη εξέλιξη των χρηματοοικονομικών προϊόντων και η πολυπλοκότητα των επενδύσεων δημιούργησαν έναν πιο επισφαλής τόπο διαπραγμάτευσης. Συνεπώς αποτέλεσε επιτακτική ανάγκη η έκδοση της αναθεωρημένης οδηγίας που πραγματοποιήθηκε από την ολομέλεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης στις 15 Μαΐου του 2014 με την Ευρωπαϊκή οδηγία 2014/65/EU (MIFID II) και τον κανονισμό 600/2014 (MIFIR) που ο συνδυασμός και των δύο αποτελούν εν γένει την MIFID II.

Τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από το 2014 που ψηφίστηκε η νέα οδηγία από την ολομέλεια της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης βρίσκονται στη περίοδο προσαρμογής του κανονιστικού πλαισίου προετοιμάζοντας την ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά να υποδεχθεί την εφαρμογή των νόμων τον Ιανουάριο του 2017. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πλαισίωσε την νέα Οδηγία με τέτοιο τρόπο ώστε να αυξήσει το επίπεδο ανταγωνισμού, να παρέχει υψηλότερο δείκτη προστασίας στους επενδυτές και συνδυάζοντας την με άλλες Οδηγίες και κανονισμούς να δημιουργηθεί μια ενιαία και πιο ασφαλής αγορά παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων. Συνοπτικά οι στόχοι και τα βασικά μέτρα της οδηγίας είναι ενισχυμένοι εσωτερικοί, εξωτερικοί και διακυβερνητικοί έλεγχοι. Ο αυστηρός διακυβερνητικός έλεγχος με την εποπτεία του διοικητικού συμβουλίου, τα νέα συστήματα αρχειοθέτησης καθώς και υποχρεωτική υποβολή εκθέσεων στόχο έχουν τα υψηλά επίπεδα διαφάνειας των επενδυτικών πράξεων. Βασικός πυλώνας της MIFID II αποτελεί η αυξημένη προστασία των επενδυτών σε μια ανταγωνιστική και απαιτητική χρηματοπιστωτική αγορά. Με την εφαρμογή του νέου ενισχυμένου κανόνα δεοντολογίας νέων προϊόντων και την αναδιοργάνωση στη δομή της αγοράς επιτυγχάνεται η λειτουργία μιας υγιούς αγοράς με την προϋπόθεση της διαφάνειας στο εμπορικό περιβάλλον και την προστασία των επενδυτών.

Με γνώμονα τις βασικές διατάξεις της MIFID II μπορούν να κατηγοριοποιηθούν οι επιπτώσεις που αναμένεται να προκληθούν στην χρηματοοικονομική αγορά της Ευρώπης. Σημαντικές επιπτώσεις παρατηρούνται στα έσοδα των επενδυτών καθώς

δημιουργούνται νέοι τόποι διαπραγμάτευσης αυξάνοντας το επίπεδο ανταγωνιστικότητας. Η προσπάθεια για μεγαλύτερη διαφάνεια θα περιορίσει τον ρόλο των επενδυτών αλλά και την ρευστότητα στην αγορά. Αναφορικά με το κόστος εφαρμογής αναμένεται χαμηλότερο από αυτό της εφαρμογής της αρχικής οδηγίας. Τα νέα συστήματα και η δημιουργία νέων προϊόντων θα οδηγήσει τους επενδυτές αναμφίβολα σε εξωτερικές επενδυτικές εταιρίες. Επιπλέον, θα προκληθούν διάφορες αλλαγές στη δομή της αγοράς, με την εισαγωγή ανταγωνιστικών συστημάτων για την διαπραγμάτευση της τιμής και των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η διαδικασία της εναρμόνισης θα είναι αρκετά περίπλοκη και δύσκολη στο να προσαρμοστεί σύμφωνα με τους νέους κανονισμούς και τις σχετικές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων. Τέλος η MIFID II δεν είναι απλά μια νέα οδηγία, μπορεί να θεωρηθεί ως ένα κανονιστικό πλέγμα και να συνδεθεί με μια σειρά από άλλες ευρωπαϊκές ρυθμίσεις αλλά και με μη ευρωπαϊκούς κανονισμούς για την καλύτερη επενδυτική δραστηριότητα. Από την πλευρά τους οι επιχειρήσεις οφείλουν να λάβουν τις απαραίτητες προσαρμοστικές ενέργειες άμεσα, ώστε να μπορούν να επηρεάσουν την πορεία και την ανάπτυξη πρωτοποριακών εργαλείων σε όλους τους τομείς κατέχοντας ανταγωνιστική θέση στην αγορά.

ABSTRACT

Transboundary business activities and expansion of trading places was the motive for the establishment of a global market since the beginning of the European Union. Adoption of appropriate rules and regulatory framework was demanded for securing smooth operation of that market. A series of rules and legislations were implemented in order to protect investors from the complex global financial credit system. MIFID I (2004/39/EC), which was published from the European Parliament and Council on the 21st of April 2004 as a Directive on markets in financial instruments, is actually a precursor of MIFID II.

The revised Directive MIFID II tried to fulfill needs and problems, created in the financial market of European Union after the crisis of 2008. Inadequate evaluation and lack of information many times led investors to incorrect estimations, without taking into consideration the risk of each investment. Moreover, the continuous evolution of financial products and the complexity of investments created an extra risk in global market. It is obvious that releasing the revised Directive was an imperative need. This took place on the 15th of May 2014 from the European Parliament and Council by issuing the European Directive 2014/65/EU (MIFID II) and the regulation 600/2014 (MIFIR), the combination of which composes MIFID II.

After 2014, that the new Directive was published, countries of the European Union are preparing the regulatory framework for the markets in order to launch the implementation of those laws on January 2017. The European Committee framed the new Directive in a way that can enhance competitiveness, create a higher level of investor protection and when combined with other Directives to create a uniform and safer market of financial services and products. Briefly, the main goals of the Directive are the reinforced internal, external and intergovernmental control. Intense intergovernmental control with supervision of the Board of Directors, new systems of archiving and mandatory submission of reports are aiming to increase transparency of investments. One of the main roles of MIFID II is the greater protection that provides to investors in a competitive and demanding financial market. Implementation of the new, reinforced code of conduct of new products and the rearrangement of market's structure leads to a successful and sound functioning market, provided that transparency of markets and protection of investors is secured.

Based on the main provisions of MIFID II, consequences which are expected at the market could be categorized. Severe impacts are observed for the income of investors, as new trading places are created, increased the level of competitiveness. The attempt of increasing transparency will limit the role of investors as well as cash flow in market. Regarding the cost of implementing the new Directive is considered to be lower than the cost of the previous Directive. New systems and new products will motivate investors, without any hesitation, to external investment firms. Furthermore, the usage of new competitive systems for the negotiation of price and new financial products will re-organize the structure of market. The procedure of adjustment to new regulations and to new requirements for submitting reviews is expected to be complicated and difficult. To sum up, MIFID II is not simply a new Directive, but it could be considered as a regulating net and linked with a series of other European - as well as non-European- terms for better financial activity. Concerning business, they

are obligated to perform the appropriate actions immediately in order to get a competitive position in markets, by developing innovative tools in all areas.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ιδιαίτερα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή Κύριο Γρηγόριο Σιουρούνη ,τον διευθυντή του προγράμματος Κύριο Θεοδόσιο Παλάσκα καθώς και τον Κύριο Ντεγιαννάκη αλλά και όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού για την ευκαιρία που μου έδωσαν να διευρύνω τους πνευματικούς ορίζοντες αλλά και για την πολύτιμη και αδιάλειπτη συνεισφορά τους στην ακαδημαϊκή μου καριέρα. Δε θα μπορούσα να παραλείψω ένα μεγάλο ευχαριστώ στην οικογένεια μου και στους φίλους μου που με στήριξαν και ήταν δίπλα μου προσφέροντας μου ψυχολογική ενθάρρυνση σε αυτή μου την προσπάθεια.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Από τα χρόνια ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας και με τις δεσμεύσεις που δόθηκαν στην συνθήκη της Ρώμης κοινό όραμα για όλα τα κράτη - μέλη αποτελούσε η δημιουργία μιας ανταγωνιστικής ευρωπαϊκής αγοράς. Όλη αυτή η περίοδος χαρακτηρίζεται ως μια επίπονη προσπάθεια για την χρηματοπιστωτική ολοκλήρωση. Η στρατηγική που ακολουθήθηκε από όλες τις ευρωπαϊκές χώρες είναι η από κοινού εφαρμογή νόμων και κανονιστικών πλαισίων για την συνεχή εξέλιξη της αγοράς και προσαρμογή στα νέα δεδομένα. Η οδηγία MIFID II αποτελεί ακράδαντο παράδειγμα νομοθεσίας που κατασκευάστηκε με σκοπό την προστασία των επενδυτών και την λειτουργία μιας καλά δομημένης αγοράς σε συνθήκες υψηλής διαφάνειας.

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως θέμα την διαδικασία προσαρμογής της αναθεωρημένης ευρωπαϊκής οδηγίας MIFID II καθώς και τις επιπτώσεις που θα επιφέρει στην διεθνή ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά. Ο κορμός της εργασίας αποτελείται από 3 θεματικές ενότητες. Στη πρώτη ενότητα (κεφ. 2) γίνεται εισαγωγή στο θέμα με μια γρήγορη ανασκόπηση στο προϋπάρχον νομοθετικό πλαίσιο, την αρχική οδηγία MIFID, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το πως δημιουργήθηκε η ανάγκη για την αναθεώρηση αυτής. Στη δεύτερη ενότητα (κεφ. 3) περιγράφονται οι κύριες ενότητες της MIFID II και γίνεται μια λεπτομερής ανάλυση της οδηγίας. Αρχικά πότε και ποια είναι η διαδικασία προσαρμογής των αγορών ώστε να εφαρμοστεί η οδηγία. Έπειτα ασχοληθήκαμε με το πεδίο εφαρμογής εννοώντας ποίος επηρεάζεται από την Οδηγία, ποιές δραστηριότητες και ποια χρηματοοικονομικά μέσα. Η ενότητα αυτή κλείνει με την αναλυτική παρουσίαση των βασικών διατάξεων που ορίζει η αναθεωρημένη οδηγία σε κάθε κατηγορία. Τέλος, στην τρίτη ενότητα (κεφ. 4) καταγράφονται οι πιθανές επιπτώσεις που αναμένεται να προκληθούν στην ενιαία ευρωπαϊκή χρηματοπιστωτική αγορά και μερικές συμβουλές για την προετοιμασία των επενδυτικών επιχειρήσεων στο κάλεσμα της MIFID II.

Εν κατακλείδι, η οδηγία MIFID II είναι ένα νομοθετικό εργαλείο που επινόησε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το οποίο μπορεί να συνδυαστεί με άλλους ευρωπαϊκούς κανονισμούς για την αποτελεσματικότερη λειτουργία του. Γενεσιουργός αιτία αποτελεί η ολοένα πιο πολύπλοκη και απαιτητική αγορά που δημιουργούσε νέες ανάγκες και καινούρια πρότυπα επενδυτικών συναλλαγών. Βασικός σκοπός της οδηγίας είναι η παροχή επενδυτικών υπηρεσιών με κύριο μέλημα την προστασία των επενδυτών. Αυτό θα πραγματοποιηθεί με την αναδιοργάνωση της αγοράς με αυστηρότερους διακυβερνητικούς και μη ελέγχους.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΜΕΡΟΣ 1^ο

Περίληψη.....	3
Abstract.....	5
Ευχαριστίες.....	7

ΜΕΡΟΣ 2^ο

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.....	8
Συντομογραφίες.....	11
Κεφάλαιο 2: Εισαγωγή και αναθεώρηση της MIFID.....	12
2.1 Λίγα λόγια για την οδηγία MIFID.....	12
2.2 Η ανάγκη αναθεώρησης της MIFID σε MIFID II.....	15
Κεφάλαιο 3: Οι κύριες ενότητες της MIFID II.....	20
3.1 Το χρονοδιάγραμμα και το πλαίσιο εφαρμογής.....	20
3.2 Το πεδίο εφαρμογής.....	23
3.3 Οι βασικές διατάξεις ανά κατηγορία.....	26
3.3.1 Η δομή της αγοράς.....	26
3.3.2 Διαφάνεια της αγοράς.....	29
3.3.3 Προστασία του επενδυτή.....	30
3.3.4 Εξωτερικοί έλεγχοι.....	32
3.3.5 Εσωτερικοί έλεγχοι/Διακυβερνητικοί.....	35
Κεφάλαιο 4: Οι επιπτώσεις της MIFID II στην διεθνή Ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά.....	36
4.1 Οι κύριες επιπτώσεις της νέας οδηγίας.....	36
4.1.1 Επιπτώσεις στο επιχειρησιακό μοντέλο.....	36

4.1.2 Επιπτώσεις των νέων συστημάτων διαδικασιών και ελέγχων.....	37
4.1.3 Επιπτώσεις στα δεδομένα και στην υποβολή εκθέσεων.....	38
4.2 Ο συνδυασμός της MIFID II με άλλες ρυθμίσεις και κανονισμούς.....	39
4.3 Προετοιμασία επενδυτών & επενδυτικών επιχειρήσεων για την εφαρμογή της νέας οδηγίας.....	40
Βιβλιογραφία.....	43

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ¹

FSAP: Financial Sector Assessment Program - Πρόγραμμα Αξιολόγησης Οικονομικού Τομέα

ISD: Investment Services Directive - Οδηγία Επενδυτικών Υπηρεσιών

ΕΠΕΥ: Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών

MiFID: Markets in Financial Instrument Directive

EOX: Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου - European Economic Area (EEA)

ΟΣΕΚΑ: Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες

MiFIR: Markets in Financial Instrument Regulation

OTC: Over-The-Counter – έξω – χρηματιστηριακό

CRD: Capital Requirements Directive - Οδηγία Απαιτήσεων των Ιδίων Κεφαλαίων

Κ.Α.Α: Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών

ESMA: European Securities and Markets Authority - Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών Ε.Α.Κ.Α.Α

OTF: Organized Trading Facility - Μηχανισμός Οργανωμένης Διαπραγμάτευσης

RM: Regulated Market

MTF: Multilateral Trading Facility

CCP: Central CounterParty – Κεντρικοί Αντισυμβαλλόμενοι

REMIT: Regulation on Wholesale Energy Markets Integrity and Transparency

HFT: High-frequency trading

EMIR: European Market Infrastructure Regulation

PRIP: Packaged Retail Investment Products

AIFMD: Alternative Investment Fund Managers Directive

CIO: Chief Innovation Officer

¹ Οι συντομογραφίες είναι καταγεγραμμένες με την σειρά που βρίσκονται στο κείμενο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΑΝΑΘΕΩΡΗΣΗ ΤΗΣ MiFID

2.1 ΛΙΓΑ ΛΟΓΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΔΗΓΙΑ MiFID

Η δημιουργία μιας ολοκληρωμένης ευρωπαϊκής αγοράς χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών ήταν όραμα από την εποχή της ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Μετά από συνεχείς προσπάθειες και κατάλληλη οργάνωση των συμμετεχόντων στις αγορές, το όραμα αυτό άρχισε να υλοποιείται και να εφαρμόζεται στα κράτη-μέλη με την έκδοση ρυθμιστικών πλαισίων και κανονισμών. Η εφαρμογή του Financial Sector Assessment Program (FSAP) που επικυρώθηκε το 2000 από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στη Λισσαβόνα, το οποίο ορίζει γενικές κατευθύνσεις και αποτελεί πλαίσιο ρυθμιστικών μέτρων, χαρακτηρίζεται ως καθοριστική οδό για την πρόοδο της ενιαίας ευρωπαϊκής οικονομικής αγοράς. Μερικά από τα μέτρα αυτά είχαν ληφθεί κατά την προ-FSAP περίοδο, περιλαμβανομένης της αρχικής Οδηγίας Επενδυτικών Υπηρεσιών (ISD1). Η ISD ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με τον ν. 2396/1996 και εισήγαγε το ευρωπαϊκό διαβατήριο, επιτρέποντας στις Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (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.

Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης προχώρησε, το 2004, στην έκδοση της Ευρωπαϊκής Οδηγίας 2004/39/EK «Markets in Financial Instrument Directive», εν γένει MiFID. Η MiFID καθόρισε ένα ρυθμιστικό πλαίσιο για την παροχή επενδυτικών υπηρεσιών σε χρηματοπιστωτικά μέσα των τραπεζών και των επενδυτικών εταιριών, για την ομαλή λειτουργία της ρυθμιζόμενης αγοράς, την εξασφάλιση της ανταγωνιστικότητας και της αποδοτικότητας των χρηματοπιστωτικών αγορών της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Η MiFID είναι το πιο σημαντικό κομμάτι της νομοθεσίας που θεσπίστηκε στο πλαίσιο της «διαδικασίας Lamfalussy²» σχεδιασμένη για να επιταχύνει την υιοθέτηση της νομοθεσίας που βασίζεται σε μία προσέγγιση τεσσάρων επιπέδων που συνιστά η Επιτροπή Σοφών υπό την προεδρία του βαρόνου Alexandre Lamfalussy. Αρχικά 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 τη συνεργασία μεταξύ εθνικών ρυθμιστικών αρχών για την 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).

² Η διαδικασία Lamfalussy εγκαινιάστηκε το 2001 με σκοπό να ενισχυθεί το ευρωπαϊκό πλαίσιο κανονιστικής ρύθμισης και ελέγχου του χρηματοπιστωτικού τομέα. Απαρτίζεται από τέσσερα επίπεδα. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=URISERV:I32056>

Ως αποτέλεσμα της ραγδαίας ανάπτυξης, της οικονομικής και μη, αλλά και της πολυπλοκότητας που επικρατεί στις διεθνείς αγορές, καθίσταται αναγκαία η θέσπιση της οδηγίας MiFID προς εναρμόνιση των νόμων και των κανονισμών που διέπουν τις αγορές των χρηματοπιστωτικών μέσων, δηλαδή τις επενδυτικές υπηρεσίες σε κινητές αξίες, στην ενιαία αγορά του Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου, γνωστό ως E.O.X (European Economic Area, E.E.A). Ο E.O.X αποτελείται από τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης, 28 κράτη συν την Ισλανδία, την Νορβηγία και το Λιχτενστάιν. Από την ημερομηνία έναρξης ισχύος, που ορίστηκε η 1^η Νοεμβρίου 2007, ήρθε για να αντικαταστήσει την Οδηγία για της Επενδυτικές Υπηρεσίες, O.E.Y (Investment Services Directive, ISD) όπως αναφέρθηκε και παραπάνω.

Τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης έχουν δεσμευθεί, από το συμβούλιο της Λισαβόνας, στη δημιουργία μια αποτελεσματικής και ολοκληρωμένης αγοράς χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Η έκδοση της κοινοτικής Οδηγίας 2004/39 ΕΚ MiFID, όπως είναι ευρέως γνωστή η συνήθης χρησιμοποιούμενη σύντμηση της, τέθηκε σε ισχύ την 1^η Νοεμβρίου 2007 για όλη την E.O.X αλλά και για το Ελληνικό δίκαιο όπου ενσωματώθηκε με τον νόμο 3606/2007. Η Οδηγία αυτή ήρθε να καλύψει κενά του θεσμικού πλαισίου και προβλήματα που προέκυψαν από την πολυπλοκότητα της λειτουργίας των χρηματοοικονομικών προϊόντων και από τις νέες καταστάσεις που διαμορφώνονται παγκοσμίως στον οικονομικό τομέα. Παρατηρώντας τις εξελίξεις και τις αλλαγές που επήλθαν στον χρηματοπιστωτικό τομέα την τελευταία δεκαετία θεωρήθηκε αναγκαία η θέσπιση της νέας αυτής Οδηγίας. Έτσι καλύπτονται επαρκώς μέχρι και οι απαιτήσεις των λιγότερο ενημερωμένων για τα σύνθετα τραπεζικά προϊόντα καθώς έχει στόχο την όσο το δυνατόν καλύτερη προστασία των επενδυτών και την βέλτιστη λειτουργία της αγοράς.

Ένα από τα πιο σημαντικά και γνωστά προβλήματα της σημερινής οικονομίας είναι η ολοένα αυξανόμενη ανισοκατανομή του πλούτου στις περισσότερες χώρες, με αποτέλεσμα όλο και περισσότερα χρήματα να συγκεντρώνονται και να διαχειρίζονται από σχετικά λιγότερα άτομα. Αφενός μεν, ο σχετικά μικρός αριθμός διαχειριστών κεφαλαίου συλλογικών επενδύσεων, που δημιουργεί έντονα προβλήματα στην ρευστότητα και αφετέρου δε η αναβαθμισμένη τεχνογνωσία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που τους έδωσε την δυνατότητα δημιουργίας σύνθετων χρηματοοικονομικών προϊόντων και υπηρεσιών, ήταν οι βασικοί λόγοι δημιουργία και έμπνευσης της MiFID.

Βασικός πυλώνας στον οποίο στηρίχτηκε η Οδηγία είναι η μεγαλύτερη διαφάνεια, η αυξημένη προστασία των επενδυτών, η ενοποίηση των αγορών, η διευκόλυνση των διασυνοριακών συναλλαγών και η ενίσχυση και προστασία του ανταγωνισμού. Η Ευρωπαϊκή Ένωση με την εφαρμογή της MiFID εισαγάγει στον ευρωπαϊκό οικονομικό χώρο ένα πλήρες και εποπτικό ρυθμιστικό πλαίσιο το οποίο καλύπτει ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών υπηρεσιών και χρηματοπιστωτικών μέσων όπως είναι οι μετοχές, τα ομόλογα, τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά προϊόντα, τα προϊόντα προστασίας αρχικού κεφαλαίου, τα μερίδια σε Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) και άλλα προϊόντα ειδικού τύπου. Όλα τα πιστωτικά

ιδρύματα, οι Εταιρίες Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ), οι Εταιρίες Επενδυτικής Διαμεσολάβησης οφείλουν να εφαρμόσουν τις νέες διατάξεις που ορίζει η Οδηγία στις οργανωμένες αγορές προκειμένου να προστατέψουν τους επενδυτές αλλά και να ενισχύσουν τον ανταγωνισμό στις αγορές.

Η MiFID επεκτείνει το πεδίο εναρμόνισης και ευρωπαϊκού διαβατηρίου περιλαμβάνοντας σε αυτό νέες επενδυτικές υπηρεσίες και δραστηριότητες. Συγκεκριμένα, με την MiFID, εισήχθη μία νέα επενδυτική υπηρεσία, η παροχή επενδυτικών συμβουλών³. Η οδηγία εφαρμόζεται στο σύνολο σχεδόν των διαμεσολαβούντων χρηματοπιστωτικών φορέων, δηλαδή στις κοινοτικές επιχειρήσεις επενδύσεων που παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες ή ασκούν επενδυτικές δραστηριότητες, στα κοινοτικά πιστωτικά ιδρύματα, στις κοινοτικές εταιρίες διαχείρισης εφόσον αυτές παρέχουν συγκεκριμένες επενδυτικές υπηρεσίες, και στις ρυθμιζόμενες αγορές που λειτουργούν στα κράτη-μέλη. Επιπλέον, ειδικές διατάξεις ισχύουν και για τα υποκαταστήματα και τις θυγατρικές.

Κύριο μέλημα της Οδηγίας είναι το να προστατέψει τους επενδυτές, για το λόγο αυτό καθίσταται αναγκαία η κατηγοριοποίηση των πελατών-επενδυτών βάσει συγκεκριμένων κριτηρίων. Η εκάστοτε Τράπεζα συλλέγει την απαραίτητη πληροφόρηση για τους απαιτούμενους ελέγχους καταλληλότητας και συμβατότητας, υιοθετεί κανόνες βέλτιστης εκτέλεσης εντολών και πληροφορεί τους πελάτες της και τις αρμόδιες Αρχές σε συστηματική βάση. Εν γένει, η κατηγοριοποίηση των πελατών γίνεται ανάλογα με το επίπεδο γνώσης και εμπειρίας τους, της διασφάλισης ότι τα προϊόντα και οι υπηρεσίες ανταποκρίνονται στο προφίλ κινδύνου του πελάτη και των αυστηρών διατάξεων σχετικά με την διαφάνεια και την παρερχόμενη πληροφόρηση.

Η MiFID εισήγαγε σε επίπεδο εναρμόνισης τρεις βασικές μορφές αγοράς: την αγορά που διαμορφώνεται ως συνέπεια της άσκησης της δραστηριότητας «συστηματικής εσωτερικοποίησης», την αγορά που διαμορφώνεται με τη λειτουργία Πολυμερούς Μηχανισμού Διαπραγμάτευσης και την οργανωμένη αγορά. Σε όλες τις παραπάνω μορφές αγοράς εφαρμόζονται κανόνες διαφάνειας, ώστε να εξασφαλίζονται δίκαιοι και ισότιμοι όροι ανταγωνισμού, αλλά και συνθήκες δίκαιης και διαφανούς αγοράς. Οι εξελίξεις που επήλθαν στην κοινοτική αγορά της Ευρώπης επηρέασαν το ρόλο των οργανωμένων αγορών, κατήγγησαν τη μονοπωλιακή θέση τους στις κεφαλαιαγορές και τις υπήγαγαν στο νέο περιβάλλον ανταγωνισμού που η θεώρηση της πολλαπλότητας των υποδομών της αγοράς επιτάσσει. Συγχρόνως διευκρινίστηκε ο ρόλος, τα καθήκοντα και οι ευθύνες των εποπτικών αρχών του κράτους - μέλους καταγωγής και του κράτους- μέλους υποδοχής, με άμεσο 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 επιχειρήσεων επενδύσεων που εκτελούν διασυνοριακές συναλλαγές.

³ Ορισμοί κα πεδίο εφαρμογής ,4ο άρθρο «ορισμοί» της οδηγίας 2004/39/ΕΚ (παράγραφος 1.4)

Εν κατακλείδι, ο αντικειμενικός σκοπός της MiFID συνοπτικά είναι, η υψηλή προστασία των επενδυτών σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση, η βελτίωση της διαφάνειας και της αποτελεσματικότητας των Ευρωπαϊκών Χρηματοοικονομικών Αγορών, η ελευθερία στους χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές στην εκτέλεση εργασιών σε όλα τα κράτη-μέλη, η αύξηση του υγιούς ανταγωνισμού μέσω της εξάλειψης του κανόνα «συγκέντρωσης». Έτσι, 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.

2.2 Η ΑΝΑΓΚΗ ΑΝΑΘΕΩΡΙΣΗΣ ΤΗΣ MiFID ΣΕ MiFID II

Τα τελευταία 20 χρόνια παρατηρείται μια αυξανόμενη συμμετοχή τοποθετήσεων σε διάφορες κατηγορίες επενδυτικών προϊόντων, με σχετικά υψηλούς κινδύνους δίχως να γίνεται η κατάλληλη αξιολόγηση. Η ανεπαρκής αξιολόγηση και πολλές φορές μη έγκυρη, είχε ως αποτέλεσμα, πολλοί επενδυτές να παρασυρθούν από την προοπτική μεγάλων κερδών δίχως να έχουν λάβει υπόψη το ρίσκο του κινδύνου και να υποστούν τελικά ζημιές. Τους κινδύνους αυτούς επιδιώκει να περιορίσει αυτή η Οδηγία και συνεχώς εκδίδονται νέα αναθεωρημένα ρυθμιστικά πλαίσια. Στις 20 Οκτωβρίου 2011, έπειτα από πολιτικές συμφωνίες η Ευρωπαϊκή Επιτροπή ενέκρινε νομοθετική πρόταση για την αναθεώρηση της οδηγίας 2004/39/EK για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων και η δημιουργία της MiFIR, ένα νέο κανονιστικό πλαίσιο ρυθμίσεων. Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο ψήφισε τις τροπολογίες του στις προτάσεις της Επιτροπής στις 26 Οκτωβρίου του 2012 και το Συμβούλιο κατέληξε σε γενική προσέγγιση τον Ιούνιο του 2013. Στην συνέχεια άρχισαν τριμερείς διάλογοι μεταξύ των τριών νομοθετικών θεσμικών οργάνων της ΕΕ, που οδήγησαν σε μια πολιτική συμφωνία για το Επίπεδο 1 MiFID II.

Η ολομέλεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η αρμόδια αρχή που έκδωσε τα κείμενα σχετικά με την αναθεώρηση της MiFID και το νέο σχέδιο MiFIR, όπου και τα δύο μαζί αναφέρονται και είναι ευρέως γνωστά ως MiFID II. Οι αλλαγές που θα επιφέρει η MiFID II πιθανόν να έχουν άμεσο αντίκτυπο στις εταιρίες και στις επιχειρήσεις καθώς φέρουν ένα κύμα αλλαγής όχι μόνο στη λειτουργία και ρύθμιση της αγοράς αλλά και στους συμμετέχοντες στην αγορά. Η επιθυμία, των μελών του Ε.Ο.Χ, στο να ελέγξουν το ολοένα και μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον, την πολυπλοκότητα λειτουργίας των αγορών και των εταιριών σε συνδυασμό με την αλλαγή των επενδυτικών υπηρεσιών οδήγησε στην αναζήτηση και εφαρμογή της νέας αναθεωρημένης Οδηγίας.

Η ραγδαία καινοτομία και η ολοένα αυξανόμενη εξέλιξη των χρηματοοικονομικών προϊόντων αλλά και η εποχή μετά την οικονομική κρίση του 2008, σημάνουν έντονα την ανάγκη για νέο ρυθμιστικό πλαίσιο που να παρέχει υψηλού επιπέδου προστασία. Η αναθεώρηση αυτή αποτελεί αναπόσπαστο μέρος των μεταρρυθμίσεων που στοχεύουν στη δημιουργία ενός ασφαλέστερου, υγιέστερου, πιο διαφανές και πιο υπεύθυνου χρηματοπιστωτικού συστήματος, καθώς επίσης και την εξασφάλιση μιας πιο ολοκληρωμένης, αποτελεσματικής και ανταγωνιστικής ευρωπαϊκής οικονομικής αγοράς. Στις 15 Απριλίου 2014 και 13 Μαΐου 2014 η ολομέλεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης και το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης υιοθέτησαν το νέο πλαίσιο της MiFID II.

Η αναθεώρηση της αγοράς χρηματοπιστωτικών μέσων με την οδηγία MiFID II σημάνει μια θεμελιώδη αλλαγή για τις ευρωπαϊκές χρηματοπιστωτικές αγορές στις διάφορες περιοχές του ευρωπαϊκού χώρου και απαιτείται όχι μόνο μεγάλη προσπάθεια για την υλοποίηση της, αλλά και μια εκ νέου εκτίμηση των επιχειρηματικών μοντέλων. Η MiFID II αντικαθιστά την Οδηγία 2004/39/EK και αποτελεί αλληλένδετο κρίκο με τον κανονισμό για τις αγορές χρηματοπιστωτικών μέσων MiFIR, οι ρυθμίσεις αυτές δημοσιεύθηκαν στην επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης την 12^η Ιουνίου του 2014. Οι νέοι κανόνες θα ισχύουν και θα εφαρμόζονται στα κράτη-μέλη από τον Ιανουάριο το 2017. Η MiFID II δεν διευρύνει το πεδίο εφαρμογής και τους κανόνες της οδηγίας MiFID σχετικά με τα κεφάλαια. Πράγματι, όπως ορίζει το άρθρο 2⁴ της Οδηγίας MiFID II, εξακολουθεί να προβλέπει ρητώς ότι η οδηγία δεν θα πρέπει να εφαρμόζεται στους οργανισμούς συλλογικών επενδύσεων και ταμεία συντάξεων, είτε συντονίζονται συλλογικά είτε όχι, ή σε θεματοφύλακες και διαχειριστές μεριδίων ή μετοχών αυτών των επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, οι πιο σημαντικές αλλαγές που εισήγαγε η οδηγία MiFID II οι οποίες επηρεάζουν τα κεφάλαια συνδέονται κυρίως με την ενίσχυση της προστασίας των πελατών και των πληροφοριών, όπως αναλυτικότερα περιγράφονται παρακάτω.

Ωστόσο, τα αναμενόμενα οφέλη από την εφαρμογή του νέου ανταγωνιστικού πλαισίου στην ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά δεν έχουν επηρεάσει εξίσου όλους τους συμμετέχοντες στην αγορά. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την γνώμη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής τα οφέλη αυτά δεν επηρεάζουν πάντα και την συμπεριφορά του εκάστοτε επενδυτή. Όσον αφορά, το περιβάλλον των συναλλαγών, έχει γίνει πιο περίπλοκο καθώς έχει διασπαστεί σε αρκετά κομμάτια και υπάρχει μεγάλος όγκος πληροφορίας. Επιπλέον, με το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης, ήρθαν στην επιφάνεια οι αδυναμίες ρύθμισης των μέσων και των χρηματοοικονομικών εργαλείων που χρησιμοποιούν οι επαγγελματίες επενδυτές κατά την διαδικασία διαπραγμάτευσης στις υπηρεσίες που προσφέρουν. Έτσι πλέον αποτελούσε επιτακτική ανάγκη η έκδοση και εφαρμογή νέων κανονισμών για την ομαλή ρύθμιση και προστασία της ευρωπαϊκής αγοράς

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πλαισίωσε την νέα Οδηγία με τέτοιο τρόπο ώστε να αυξήσει το επίπεδο ανταγωνισμού, να παρέχει υψηλότερο δείκτη προστασίας στους επενδυτές και συνδυάζοντας την με άλλες Οδηγίες και κανονισμούς να δημιουργηθεί μια ενιαία και πιο ασφαλής αγορά παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων. Τα βασικά μέτρα που υλοποιούνται μέσω της οδηγίας ήταν: η βέλτιστη εκτέλεση και χειρισμός των παραγγελιών των συμμετεχόντων, η κατηγοριοποίηση των πελατών, η έρευνα επενδύσεων, η εξομάλυνση σύγκρουσης συμφερόντων, ο έλεγχος στις outsourcing (εξωτερικής ανάθεσης) υπηρεσίες, η γνωστοποίηση των συναλλαγών και παροχή πλήρους πληροφόρησης πριν και μετά την συναλλαγή και η ρύθμιση των υποδομών της αγοράς που συνδέονται με το εμπόριο. Η εισαγωγή της Οδηγίας είχε ως αποτέλεσμα την μείωση του εμπορικού κόστους προ της συναλλαγής, το μειωμένο δείκτη (bid-ask spread) του κόστους ρευστότητας στην ανταλλαγή εμπορικών συναλλαγών χρεογράφων και εμπορευμάτων και ταχύτερους χρόνους διαπραγμάτευσης όπως είχε οραματιστεί η Ευρωπαϊκή Επιτροπή.

⁴European Commission:<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>

Η MiFID II πλέον αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά ρυθμιστικά πλαίσια των χρηματοπιστωτικών αγορών της εποχής μας. Η μεταρρυθμιστική αυτή Οδηγία έχει ως αποτέλεσμα την εκτεταμένη κάλυψη των περιουσιακών στοιχείων, τη διαρθρωτική μεταρρύθμιση των αγορών και την εφαρμογή της σε επιχειρήσεις που εξαιρούνταν προηγουμένως. Έτσι, θα αλλάξει δραματικά το σύνολο σχεδόν της αγοράς σε σχέση με το πως την ξέραμε μέχρι σήμερα, έχοντας εκτεταμένες επιπτώσεις για όλους όσους ασχολούνται με την διαπραγμάτευση και διαχείριση των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Κάθε είδος επιχείρησης ή μοντέλο λειτουργίας - ειδικά στο over-the-counter (OTC) έξω-χρηματιστηριακό χώρο – θα ρυθμίζεται και θα λειτουργεί σύμφωνα με το νέο κανονιστικό πλαίσιο. Ειδικότερα, η MiFID II αφενός μεν πρόκειται να αλλάξει εντελώς τον τρόπο που σχεδόν όλα τα OTC προϊόντα τιμολογούνται και διαπραγματεύονται, αφετέρου δε θα επιφέρει περαιτέρω αλλαγές με την αγορά μετοχών exchange-traded. Αυτό θα επιφέρει σημαντικές επιπτώσεις στις επενδυτικές, ιδιωτικές και λιανικές τράπεζες, τους διαχειριστές περιουσιακών στοιχείων, τις ασφαλιστικές εταιρείες και τις μη χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (π.χ. πάροχοι ενέργειας). Οι επιπτώσεις της MiFID II θα γίνουν αισθητές σε παγκόσμιο επίπεδο, καθώς επίσης και στην Ευρώπη, λόγω των πολλών διεθνών και διασυνοριακών συναλλαγών που συνηθίζουν να γίνονται πλέον στη νέα οικονομική εποχή.

Το πιο σημαντικό στοιχείο που ξεχωρίζει τη MiFID II είναι το ότι πρόκειται για μια Οδηγία που καλύπτει αρκετά κενά στο ήδη υπάρχον ενιαίο οικονομικό περιβάλλον και δε πρόκειται για μια απλή άσκηση συμμόρφωσης. Υπάρχουν σημαντικές στρατηγικές επιπτώσεις που θα μπορούσε να φέρει στην αγορά. Πιο συγκεκριμένα, θα προσφέρονται ευκαιρίες και ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για εκείνους που θα αρχίζουν να σχεδιάζουν τις διαπραγματεύσεις και τις επενδυτικές κινήσεις τους εκ των προτέρων. Από την άλλη, θα παρουσιάζεται μια πιθανή απώλεια εσόδων για όσους αποτυγχάνουν να αντιδράσουν άμεσα. Για την ομαλότερη λειτουργία της αγοράς χρήζει απαραίτητος ο συνδυασμός της MiFID II με μια σειρά από άλλες ρυθμίσεις που πραγματοποιούνται σε παγκόσμιο, ευρωπαϊκό και τοπικό (εγχώριο) επίπεδο.

Ως εκ τούτου, πολλές εταιρείες οφείλουν να δραστηριοποιούνται σύμφωνα με πολλαπλές και διάφορες σχετικές διατάξεις, π.χ. ευθυγραμμίζοντας τις επενδύσεις τους με τις ρυθμίσεις που διέπουν κανονισμοί και οδηγίες όπως Dodd Frank, Βασιλεία III /Οδηγία Απαιτήσεων των Ιδίων Κεφαλαίων (CRD) IV, Κανονισμός για τις Υποδομές της Ευρωπαϊκής αγοράς (EMIR), η Οδηγία περί κατάχρησης της αγοράς (MAD) και με τους κανονισμούς της MiFID II υπό ενιαίο κανονιστικό πρόγραμμα. Συμπερασματικά, η MiFID II είναι ένα κομβικό σημείο σε μια πολύ ευρύτερη αναμόρφωση της νομοθεσίας των πιστωτικών τίτλων, με έμφαση τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα, τους κεντρικούς αντισυμβαλλόμενους και τα αποθετήρια (EMIR) και της νομοθεσίας για τις ανοικτές πωλήσεις και συμβάσεις αντιστάθμισης πιστωτικού κινδύνου (Short-selling), καθώς επίσης αποτελεί και μία αναθεώρηση της οδηγίας για την κατάχρηση αγοράς (MAD), τροποποιεί τις οδηγίες σχετικά με τη διαφάνεια και τα Ενημερωτικά Δελτία, υποβάλλει προτάσεις για το Κεντρικό Αποθετήριο Αξιών (Κ.Α.Α.) και τροποποιήσεις της οδηγίας περί πιστωτικών τίτλων (SLD).

Η στρατηγική που ακολουθείται με την αλληλοσυμπλήρωση των κανονιστικών πλαισίων θα είναι πολύ πιο αποδοτική, καθώς θα δώσει μια πολύ πιο ελεγχόμενη,

συνεπή και αποτελεσματική εφαρμογή της Οδηγίας. Οι επιχειρήσεις πρέπει να κατανοήσουν την επίδραση και τις επιπτώσεις που θα επέλθουν, τόσο στην οργάνωση τους καθώς και στο σύνολο της αγοράς. Επιπλέον θα επηρεαστεί η νομοθεσία της Ευρωπαϊκής Αρχής Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ) με την ολοκλήρωση της καταγραφής των κειμένων του επιπέδου 2 των ρυθμιστικών τεχνικών πρότυπων (RTS), θα αξιολογούνται οι ειδικές απαιτήσεις συμμόρφωσης σχετικά με την οργάνωσή των επιχειρήσεων και θα εντοπιστούν πιθανές νέες εμπορικές ευκαιρίες. Με αυτή την πολυπλοκότητα και το ευρύ πεδίο εφαρμογής, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να αρχίσουν να προσαρμόζονται και να ερευνούν τις τυχόν επιπτώσεις της οδηγίας MiFID II σχετικά νωρίς. Κάθε επιχείρηση θα πρέπει να προσδιορίσει τον κατάλληλο προϋπολογισμό, με συγκεκριμένο χρονοδιάγραμμα ώστε να διασφαλιστεί το ότι η στρατηγική και η οργάνωσή των επενδυτικών υπηρεσιών θα είναι ευθυγραμμισμένη ως προς συμμόρφωση μέχρι τον Ιανουάριο του 2017.

Συνεπώς, η Οδηγία MiFID διεύρυνε το φάσμα των βασικών επενδυτικών υπηρεσιών και δραστηριοτήτων που διαπραγματεύονταν σε ολόκληρη πλέον την ευρωπαϊκή επικράτεια. Αυτή η διεύρυνση όμως δημιούργησε έναν έντονο ανταγωνισμό στις αγορές μετοχών και επηρέασε τις ήδη υπάρχουσες υπηρεσίες χρηματοοικονομικών προϊόντων. Παρατηρήθηκαν έντονες αλλαγές τόσο στη νοοτροπία των επενδυτών όσο και στη δομή των αγορών, σαν αποτέλεσμα την ανάγκη αναθεώρησης της MiFID σε MiFID II μεταβαίνοντας σε ένα σύστημα όπου η προστασία του επενδυτή αποτελεί κύρια προτεραιότητα. Τα πιστωτικά ιδρύματα και οι εποπτικές αρχές οφείλουν να λειτουργούν σύμφωνα με το πλαίσιο και τους κανονισμούς που ορίζει η MiFID II ώστε να διασφαλίζεται μια καλύτερα ελεγχόμενη χρηματοπιστωτική αγορά.

Το έγγραφο διαβούλευσης της ΕΚ για την MiFID II θέτει 147 σημεία συζήτησης σε οκτώ τμήματα, με στόχο την ενίσχυση του ισχύοντος κανονιστικού πλαισίου της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ειδικότερα, αναφορικά με το πεδίο εφαρμογής της MiFID, αυτό προτείνεται να επεκταθεί σε περισσότερες επιχειρήσεις, όπως σε ορισμένες επιχειρήσεις βασικών προϊόντων, σε παρόχους δεδομένων και επιχειρήσεις τρίτων χωρών. Επιπλέον, θα συμπεριληφθούν στο πεδίο εφαρμογής της MiFID, και πρόσθετα μέσα, όπως οι δομημένες καταθέσεις.

Οι βασικοί στόχοι και μέτρα της MiFID II, περιγράφονται για αρχή σε συνοπτική μορφή παρακάτω.

Στόχοι και βασικά μέτρα:

- Δομή της αγοράς

Αποτελεί επιτακτική ανάγκη η εισαγωγή οργανωμένης διαπραγμάτευσης με τις κατάλληλες υποχρεώσεις για έξω-χρηματιστηριακά (OTC) μέσα και όχι μόνο. Η διαμόρφωση της δομής της αγοράς θα πρέπει να είναι τέτοια ώστε να επιτευχθεί όσο το δυνατόν υψηλότερο επίπεδο ανταγωνιστικότητας. Η διαπραγμάτευση θα γίνεται σε ρυθμιζόμενα χρηματιστήρια και πλατφόρμες συναλλαγών για όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων με την εισαγωγή μιας νέας πλατφόρμας συναλλαγών την Οργανωμένη Αγορά Διαπραγμάτευσης - Organised Trading Facility (για τα μη-μετοχικά προϊόντα).

- Διαφάνεια αγοράς

Ο κατακερματισμός της αγοράς είχε σαν αποτέλεσμα ένα πιο σύνθετο και με λιγότερη διαφάνεια εμπορικό περιβάλλον. Όμως για την λειτουργία μια υγιούς αγοράς

η διαφάνεια αποτελεί απαραίτητα προϋπόθεση. Για την επίτευξη μιας αγοράς με διαφάνεια επιβλήθηκαν καλύτερα ρυθμιστικά πλαίσια και εκθέσεις όλων των περιουσιακών στοιχείων.

- Αυξημένη προστασία επενδυτών

Η καινοτομία, η ανάπτυξη και η πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών προϊόντων σε συνδυασμό με τον μεγάλο όγκο πληροφορίας οδηγούσαν συχνά σε λανθασμένες πωλήσεις. Με την απαγόρευση των αντιπαροχών σε ανεξάρτητους συμβούλους, με την επιβολή αυστηρότερων καθεστώτων σχετικά με την γνωστοποίηση των πληρωμών που καταβάλλονται και με την εφαρμογή του νέου ενισχυμένου κανόνα δεοντολογίας νέων προϊόντων, αποδίδεται υψηλότερου επιπέδου προστασία στους επενδυτές.

- Εξωτερικοί έλεγχοι / υποβολή εκθέσεων

Οι νέες εξελίξεις στην αγορά, στα προϊόντα και στην τεχνολογία οδήγησαν στην αναθεώρηση της Οδηγίας. Μια σειρά από απαγορεύσεις (π.χ. απαγορεύσεις εμπορικών συναλλαγών με νέα όρια, εξωτερική διακοπή και αυστηρούς ελέγχους για HTF/αλγοριθμικές συναλλαγές) και υποχρεώσεις (π.χ. Πρόσθετες απαιτήσεις πληροφόρησης στις ρυθμιστικές αρχές, υποβολή εκθέσεων, ρυθμιστική εποπτεία και επιβολή κυρώσεων από τις εθνικές αρμόδιες αρχές, πρόσβαση Τρίτων Χωρών).

- Εσωτερικοί έλεγχοι / διακυβέρνηση

Παρουσιάστηκε αδυναμία στη ρύθμιση και στη διαφάνεια των μη μετοχικών χρηματοοικονομικών μέσων, τόσο σε εμπορική όσο και σε λιανική πώληση επενδυτικών συμβουλών. Έτσι, ενισχύεται ο διακυβερνητικός έλεγχος με την εποπτεία του διοικητικού συμβουλίου και με την σύνθεση εποπτικής επιτροπής. Εφαρμόζονται νέα συστήματα με δυνατότητα αρχειοθέτησης των δεδομένων των επενδύσεων τουλάχιστον πέντε έτη και διευρύνεται το πεδίο εφαρμογής της MiFID II δίνοντας αυξημένη βαρύτητα στο ρόλο της συμμόρφωσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΝΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ MiFID II

3.1 ΤΟ ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΚΑΙ ΤΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΕΦΑΡΜΟΦΗΣ

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θέλοντας να επιτύχει την «μέγιστη εναρμόνιση» της αναθεωρημένης Οδηγίας αποφάσισε να την συνοδέψει με έναν κανονισμό, που είναι γνωστός ως MiFIR. Η εφαρμογή του πλαισίου ξεκίνησε αρχικά από τις Βρυξέλλες. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (European Securities and Markets Authority, ESMA) παίζει πλέον πιο καθοριστικό ρόλο στο συντονισμό και στο να καθορίσει τυχόν λεπτομέρειες για την αποτελεσματικότερη εφαρμογή της MiFID II. Συγκεκριμένα, η ESMA διατηρεί ένα μεγάλο μέρος της παρακολούθησης και της εποπτείας των εκάστοτε εθνικών ρυθμιστικών αρχών.

Το Συμβούλιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης και οι αρμόδιες αρχές επέλεξαν ως κατάλληλη χρονική στιγμή εφαρμογής της MiFID II την περίοδο που συμπίπτει με την έκδοση παραπλήσιων κανονισμών όπως είναι η αναθεωρημένη οδηγία για την κατάχρηση αγοράς (MAD II/MAR), η αναθεωρημένη οδηγία ασφαλιστικής διαμεσολάβησης (IMD II) και ο κανονισμός για επενδυτικά και ασφαλιστικά προϊόντα, Packaged Retail Investment & Insurance Products Regulation (PRIIPs). Από την ημερομηνία δημοσίευσης της MiFID II στην Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης, στις 12 Ιουνίου 2014, δόθηκε ένα χρονικό διάστημα προσαρμογής και συμμόρφωσης των συμμετεχόντων στην αγορά μέχρι τον Ιανουάριο του 2017. Πρέπει να σημειωθεί πως οι ρυθμίσεις που ορίζουν οι κανονισμοί, όπως είναι η MiFIR, θα λάβουν άμεση επίδραση στις αγορές και τα κράτη-μέλη της Ε.Ο.Χ χωρίς να χρειάζεται να γίνουν αποδεκτές από το εκάστοτε εθνικό δίκαιο. Η υιοθέτηση όμως της οδηγίας γίνεται με την δημοσίευσή της στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως της κάθε χώρας, γι' αυτό και δίνεται το διάστημα προσαρμογής. Όλη αυτή η διαδικασία αναθεώρησης της MiFID II πέρασε από αρκετά στάδια που πλαισιώνονται από συγκεκριμένα χρονικά όρια.

Ήδη από το τελευταίο τρίμηνο του 2011 ξεκίνησαν οι προετοιμασίες για τον ερχομό της νέας οδηγίας, με την πρόταση από την ESMA για αναθεώρηση της MiFID και καθορίστηκε καταληκτική ημερομηνία ψήφισης του ρυθμιστικού πλαισίου το τελευταίο τρίμηνο του 2012. Η αρχή του 2013 είχε καθοριστεί πιθανή περίοδος για την δημοσίευση των κειμένων του 1^{ου} επιπέδου και μέχρι τέλος του ίδιου έτους να έχει πραγματοποιηθεί η ανακοίνωση των κειμένων 2^{ου} επιπέδου. Έτσι με τον ερχομό του 2014, στις 14 Ιανουαρίου, υπήρξε πολιτική συμφωνία σχετικά με την MiFID II από την ολομέλεια του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου. Στις 2 Ιουλίου του 2014 ο συνδυασμός της MiFID II με την MiFIR τέθηκαν σε εφαρμογή και τον Δεκέμβριο του ίδιου έτους η ESMA έδωσε τεχνικές συμβουλές στην Ευρωπαϊκή Επιτροπή (π.χ. RTS και IT Consulting) για την αποτελεσματικότερη εξισορρόπηση της αγοράς. Στο μεσοδιάστημα του 2015 γίνεται η σύνταξη και αποδοχή των κειμένων του 2^{ου} επιπέδου. Έπειτα, στις 3 Ιουλίου του 2016 μεταφέρεται το νέο κανονιστικό πλαίσιο στο εθνικό δίκαιο των κρατών-μελών. Όλη αυτή η διαδικασία θα ολοκληρωθεί στις 3 Ιανουαρίου του 2017 με την ισχύ την παρούσας Οδηγίας.

Όλες οι απαιτούμενες ρυθμιστικές αλλαγές υπόσχονται μια εντυπωσιακή αλλαγή στο χώρο της βιομηχανίας. Η MiFID II εφαρμόζεται με βάση τα τέσσερα στάδια της έκθεσης Lamfalussy (όπως είχε εφαρμοσθεί και η αρχική οδηγία). Έχει ολοκληρωθεί η έκδοση της ευρωπαϊκής οδηγίας (επίπεδο 1), καθώς και η εκτεταμένη, λεπτομερή και τεχνική αποσαφήνιση ορισμένων διατάξεων της οδηγίας (επίπεδο 2). Επιπλέον πρόσφατα ολοκληρώθηκε η ενιαία εφαρμογή των νόμων με την συνεργασία των ρυθμιστικών αρχών (επίπεδο 3). Αυτό το επίπεδο είναι ιδιαίτερα σημαντικό έτσι ώστε να αντιμετωπιστούν λεπτομερή θέματα εφαρμογής με τον πιο συμβατό και αποτελεσματικό τρόπο. Τέλος σήμερα διανύουμε την περίοδο ενσωμάτωσης της οδηγίας στο εθνικό δίκαιο των κρατών-μελών και η λειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών υπό τις νέες συνθήκες (επίπεδο 4).

Με την εφαρμογή του κανονιστικού πλαισίου της MiFID II η ΕΕ έχει επεκτείνει την εμβέλεια των ρυθμίσεων, δηλαδή οι κατευθυντήριες γραμμές αφορούν i) τους ενδιάμεσους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και τους διανομείς χρηματοοικονομικών προϊόντων, ii) τις χρηματοπιστωτικές αγορές και iii) τους κατασκευαστές των χρηματοοικονομικών προϊόντων. Η δυναμική του αναθεωρημένου ρυθμιστικού πλαισίου περιλαμβάνει τρεις κύριες πτυχές:

a) Μοντέλο Παροχής Υπηρεσιών

Η Οδηγία δεν θα έχει σημαντικές επιπτώσεις στο μοντέλο παροχής υπηρεσιών οποιουδήποτε χρηματοοικονομικού ομίλου στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Κύριο μέλημα είναι η ενισχυμένη πληροφόρηση των επενδυτών και των κανόνων διαφάνειας σχετικά με το κόστος παροχής συμβουλών και το κόστος των προϊόντων. Στο νέο περιβάλλον, οι οργανωμένες αγορές (χρηματιστήρια) δεν θα είναι ο μοναδικός τόπος, μέσω του οποίου οι επενδυτές μπορούν να καταρτίζουν συναλλαγές. Δίδεται η δυνατότητα δημιουργίας εναλλακτικών τρόπων διαπραγματεύσεως, όπως είναι οι Πολυμερείς Μηχανισμοί Διαπραγματεύσεως. Επιπλέον οι επενδυτές μπορούν να καταρτίζουν συναλλαγές απευθείας με τους Συστηματικούς Εσωτερικοποιητές, δηλαδή με τράπεζες ή εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών που προσφέρουν τις υπηρεσίες τους το ίδιο καλά οργανωμένα και συστηματικά. Οι διαφορετικοί τύποι εκτέλεσης των συναλλαγών δημιουργούν ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον και προσφέρουν στους επενδυτές την δυνατότητα επιτεύξεως του βέλτιστου αποτελέσματος για τις συναλλαγές τους.

b) Ανάπτυξη των Προϊόντων

Οι κατασκευαστές των χρηματοοικονομικών προϊόντων, που κυρίως είναι MiFID επιχειρήσεις ή Εταιρίες Διαχείρισης με 'διευρυμένες άδειες' (π.χ. διακριτικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου, παροχής επενδυτικών υπηρεσιών και εκτέλεση συναλλαγών), υπόκεινται σε νέους συμπληρωματικούς κανόνες που ορίζει η Οδηγία MiFID II. Οι κατευθυντήριες γραμμές βασίζονται σε μια σειρά από απαιτήσεις σχετικά με την ανάπτυξη, διαμόρφωση και διαπραγμάτευση των προϊόντων. Συγκεκριμένα, ορίζονται κανόνες για την διαχείριση της διαδικασίας παραγωγής του προϊόντος, δηλαδή το ποια είναι η δομή ενός προϊόντος και πού δημιουργήθηκε. Για κάθε χρηματοπιστωτικό προϊόν ο κατασκευαστής πρέπει να καθορίσει ξεκάθαρα τον

στόχο που κατέχει μέσα στην αγορά αλλά και το οτιδήποτε σχετίζεται με την πραγματοποίηση αυτού. Με άλλα λόγια οι διευκρινήσεις που οφείλει να δώσει ο κατασκευαστής είναι η επενδυτική στρατηγική που θα ακολουθηθεί, η πρόβλεψη του επιπέδου του ρίσκου που ενέχει, το κόστος πραγματοποίησης της επένδυσης μέχρι και την απόδοση που θα επιφέρει. Για την προστασία των επενδυτών και των αγορών απαιτείται η παροχή πλήρους και έγκυρης πληροφόρησης για οποιοδήποτε επενδυτικό προϊόν από την εταιρία διαχείρισης ή τον πράκτορα τιτλοποίησης.

c) Διανομή των Προϊόντων

Η MiFID II δεν αλλάζει ουσιαστικά τη λογική της κατάταξης των επενδυτών, δηλαδή την καταλληλότητα και την σκοπιμότητα, ούτε τις αρχές της εκτέλεσης των συναλλαγών. Ωστόσο οι ενδιαμέσοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί έχουν υποστεί σημαντικές αλλαγές ιδίως όσον αφορά την αμοιβή και τοποθέτηση των προϊόντων καθώς πλέον πρόκειται για πολύπλοκα και με μεγάλο όγκο πληροφορίας προϊόντα. Ορισμένα κράτη-μέλη, όπως το Ηνωμένο Βασίλειο έδωσαν ιδιαίτερη βαρύτητα στην αλλαγή των κανόνων τοποθέτησης των προϊόντων με την επιβολή πολύ αυστηρών εθνικών νομοθεσιών για την απαγόρευση έμμεσων εσόδων του διανομέα που προέρχονται από τους κατασκευαστές των προϊόντων ή αλλιώς απαγόρευση των αντιπαροχών. Οι κανόνες της MiFID II δεν αναμένεται να αλλάξουν τα εθνικά καθεστώτα αλλά σκοπεύουν να επηρεάσουν τα μοντέλα διανομής προϊόντων ώστε να αλλάξουν το «παιχνίδι» των επενδύσεων μέσα στο χρηματοπιστωτικό χώρο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η MiFID II είναι ένα κανονιστικό πλαίσιο χωρισμένο σε δύο κομμάτια την αναθεωρημένη οδηγία και έναν κανονισμό όπως αναφέρθηκε και παραπάνω. Οι οδηγίες επιτρέπουν στα κράτη-μέλη κάποια ευελιξία όσον αφορά την ενσωμάτωση στην τοπική νομοθεσία, ενώ οι κανονισμοί είναι δεσμευτικοί και πρέπει να εφαρμοστούν άμεσα σε όλα τα κράτη-μέλη και τα αποτελέσματα τους θα προετοιμάσουν το έδαφος για την εφαρμογή της νέας οδηγίας. Έτσι λοιπόν αναφερόμαστε στο σχεδιασμό δύο πλαισίων, από την μια η εφαρμογή του πλαισίου της Οδηγίας MiFID II στο χρηματοπιστωτικό χώρο και από την άλλη η εφαρμογή του κανονισμού MiFIR, όπως αναλυτικά περιγράφεται παρακάτω.

Οι ρυθμίσεις της **MiFIR** επικεντρώνονται στα εξής:

- Γνωστοποίηση των εμπορικών δεδομένων από τις δημόσιες και στις αρμόδιες αρχές ώστε να επικρατεί πλήρη διαφάνεια.
- Άρση των εμποδίων για την μη διακριτική πρόσβαση στα συστήματα εκκαθάρισης.
- Υποχρεωτική διαπραγμάτευση παραγώγων προϊόντων σε οργανωμένους τόπους.
- Ειδικές δράσεις εποπτείας όσον αφορά τα χρηματοπιστωτικά και τις θέσεις σε παράγωγα
- Παροχή Υπηρεσιών από Τρίτες Χώρες.

Ενώ, η αναθεωρημένη Οδηγία **MiFID II** εστιάζει κυρίως στη διαμόρφωση:

- Ειδικών απαιτήσεων για την Παροχή Επενδυτικών Υπηρεσιών.
- Ενός πλαισίου οργανωτικής συμπεριφοράς των επιχειρηματικών απαιτήσεων για τις επιχειρήσεις επενδύσεων και για τους τόπους διαπραγμάτευσης.

- Των υποχρεώσεων που έχουν όσοι παρέχουν υπηρεσιών πληροφόρησης και έκδοσης δεδομένων.
- Των κυρώσεων αλλά και των δικαιωμάτων εξουσίας που διαθέτουν οι αρμόδιες αρχές.
- Κανονισμών για την λειτουργία των επιχειρήσεων, τρίτων χωρών, που δραστηριοποιούνται εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης μέσω υποκαταστημάτων.

3.2 ΤΟ ΠΕΔΙΟ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Η αναθεωρημένη Οδηγία MiFID II θα επιφέρει σημαντικές αλλαγές στο χρηματοπιστωτικό τομέα, στη λειτουργία των επιχειρήσεων και τον υπηρεσιακών μοντέλων, των συστημάτων, των ανθρώπων που συμμετέχουν στις αγορές. Ως εκ τούτου, θα προκύψει μια θεαματική μεταμόρφωση στη χρηματοοικονομική αγορά της Ευρώπης, με μεγαλύτερο αντίκτυπο να παρουσιάζετε στο τομέα των τραπεζών, στα χρηματιστηριακά γραφεία και στους χώρους διαπραγμάτευσης. Επιπλέον, οι διαχειριστές επενδύσεων, οι ασφαλιστικές επιχειρήσεις, οι ανεξάρτητοι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοι, οι τράπεζες θεματοφυλακής και άλλες οντότητες που παρέχουν υπηρεσίες σχετικά με χρηματοοικονομικούς τίτλους θα πρέπει να καταβάλουν σημαντική προσπάθεια για την εφαρμογή της Οδηγίας. Όταν λέμε πεδίο εφαρμογής εννοούμε, ποίος επηρεάζεται από την Οδηγία, ποιές δραστηριότητες και ποια χρηματοοικονομικά μέσα. Συνοπτικά περιγράφονται στο παρακάτω, πίνακα 1.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ	ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΣΑ
Επιχειρήσεις επενδύσεων	Λήψη και διαβίβαση εντολών σε σχέση με τα χρηματοπιστωτικά μέσα	Κινητές αξίες
Πιστωτικά ιδρύματα	Εκτέλεση εντολών για λογαριασμό του πελάτη	Μέσα χρηματαγοράς
Διαχειριστές χαρτοφυλακίων	Διενέργεια συναλλαγών για ίδιο λογαριασμό	Οργανισμοί Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες (ΟΣΕΚΑ) κεφάλαια
Χρηματιστές-διαπραγματευτές	Διαχείριση χαρτοφυλακίων	Τα δικαιώματα εκπομπής
Μεσίτες Χρηματιστήριο	Παροχή επενδυτικών συμβουλών	Χρηματοοικονομικά παράγωγα
Χρηματοδότηση επιχειρήσεων εταιρείες	Αναδοχή χρηματοοικονομικών μέσων και / ή τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων με δέσμευση ανάληψης	Χρηματοοικονομικές συμβάσεις επί διαφοράς (CFDs)
Επιχειρήσεις Εμπορευμάτων	Τοποθέτηση χρηματοπιστωτικών μέσων χωρίς δέσμευση ανάληψης	Παραγώγων επί εμπορευμάτων που: πρέπει να εκκαθαρισθούν με ρευστά διαθέσιμα ή σωματικά, δεν

		είναι για εμπορικούς σκοπούς & έχουν τα χαρακτηριστικά άλλων παραγώγων, σχετίζονται με κλιματικές μεταβλητές
Παράγοντες της αγοράς	Λειτουργία των Πολυμερών Μηχανισμών Διαπραγμάτευσης	
Κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι	Φύλαξη και διαχείριση χρηματοπιστωτικών μέσων για λογαριασμό πελατών	
Πάροχοι υπηρεσιών δεδομένων		

Τα, εν λόγω, του επίπεδο 1 κείμενα⁵ θα πρέπει να συμπληρωθούν από τις απαραίτητες εκτελεστικές πράξεις και τις τεχνικές προδιαγραφές, όπως απαιτείται βάσει της οδηγίας και του κανονισμού που θα καθορίζει τους λεπτομερείς κανόνες σε ορισμένους τομείς. Η MiFID II επεκτείνει το πεδίο εφαρμογής της ισχύουσας οδηγίας (MiFID) στις:

1. Νέες επενδυτικές υπηρεσίες: μηχανισμός OTF

Η λειτουργία της OTF έχει υπαχθεί στην έννοια των επενδυτικών υπηρεσιών και για αυτό απαιτείται άδεια, είναι ένα νέο είδος της πλατφόρμας συναλλαγών. Ορίζεται ως ένα πολυμερές σύστημα το οποίο δεν είναι μια οργανωμένη αγορά ή ένας πολυμερής μηχανισμός διαπραγμάτευσης. Ο μηχανισμός OTF είναι: i) είτε ένα πολυμερές σύστημα, δηλαδή ένα σύστημα που συγκεντρώνει πολλαπλούς τρίτους αγοραστές και πωλητές με ομολογιακά συμφέροντα συναλλαγών, δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, δικαιώματα εκπομπής ή παράγωγα, ii) είτε πρόκειται για μια πλατφόρμα συναλλαγών που είναι πιο ανεπίσημη, δεν έχει ούτε την καθορισμένη δομή ούτε η δομή του κανόνα είναι συνυφασμένη με τους ορισμούς των ρυθμιζόμενων αγορών, για παράδειγμα ένα σύστημα διασταύρωσης εντολών, όπου οι εντολές των πελατών ταιριάζουν ή ένα σύστημα διαπραγμάτευσης παραγώγων. Ο ορισμός σκοπίμως ευρέως συντάχθηκε για να καλύψει τα συστήματα που αφορούν το ηλεκτρονικό εμπόριο, καθώς και για τα άτομα που κατέχουν στοιχεία με διακριτική⁶ ή μη διακριτική ευχέρεια. Ο περιορισμός των εμπορικών συμφερόντων, στο πλαίσιο του μηχανισμού του OTF, σχετικά με αυτούς που διακατέχουν ομόλογα, δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα, δικαιώματα εκπομπών ή παράγωγα διαφέρει από τη γενική προσέγγιση η οποία διατήρησε μια ευρεία προσέγγιση, καθορίζοντας τα συμφέροντα που αγοράστηκαν ή πωλήθηκαν ως «Χρηματοοικονομικά μέσα». Ανάλογα με τη φύση του συστήματος, η επιχείρηση επενδύσεων μπορεί να εξετάσει

⁵Hellenic Capital Market Commission: <http://www.hcmc.gr/el/mifid-ii-mifir> . Αναφέρονται αναλυτικά τα επιπέδου 1 κείμενα που ορίζονται σύμφωνα με την Οδηγία 2014/65/ΕΕ και του κανονισμού (ΕΕ) 600/2014.

⁶ **Διακριτική Ευχέρεια:** (Διοικητικό Δίκαιο) Η δυνατότητα ενός οργάνου, φορέα ή προσώπου να αποφασίζει και να ενεργεί μέσα στο πλαίσιο ενός ή περισσότερων νομικών κανόνων, με δική του κρίση ή εκτίμηση πραγματικών περιστατικών. Μπορεί να είναι περιορισμένη ή απόλυτη, οπότε ο παράγοντας της προσωπικής βούλησης υπεισέρχεται ανεξέλεγκτα. Η δ.ε. αναφέρεται κυρίως στα εκτελεστικά ή στα δικαιοδοτικά όργανα του κράτους και γενικά στον τρόπο εφαρμογής του δικαίου.

κατά πόσον θα μπορούσε, αντί να λειτουργεί ως συστηματικός εσωτερικοποιητής σε μετοχές και άλλα τέτοια όργανα από τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό και όχι.

2. Νέα χρηματοοικονομικά μέσα

Ο ορισμός των χρηματοπιστωτικών μέσων έχει επεκταθεί ώστε να περιλαμβάνει: i) δικαιώματα εκπομπής που αποτελούνται από μονάδες οιαδήποτε τύπου για τη συμμόρφωση σύμφωνα με την οδηγία (2003/87/EK)⁷ ii) συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης, συμβάσεις ανταλλαγής, προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου και κάθε άλλη σύμβαση παράγωγου σχετικά με τα δικαιώματα εκπομπών. Η επέκταση αυτή είναι για την καταπολέμηση κάποιων αθέμιτων πρακτικών που έχουν συμβεί σε δευτερεύουσες αγορές άμεσης παράδοσης δικαιωμάτων εκπομπής. Ορισμένες τοπικές επιχειρήσεις παραγωγής ενέργειας και ορισμένοι φορείς εκμετάλλευσης των βιομηχανικών εγκαταστάσεων μπορούν να αναθέσουν τις εμπορικές τους δραστηριότητες για την αντιστάθμιση εμπορικών κινδύνων για τις μη ενοποιημένες εταιρείες, καθώς καλύπτονται από ένα πακέτο που παρέχει η ΕΕ και ονομάζεται Σύστημα Εμπορίας Εκπομπών. Τα κράτη-μέλη έχουν το δικαίωμα να επιλέξουν για το εάν θα εφαρμόσουν ή όχι την παραπάνω Οδηγία, μόνο υπό τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- δεν παρέχουν καμία υπηρεσία εκτός εκείνων των τοπικών επιχειρήσεων παραγωγής ενέργειας ή για φορείς των βιομηχανικών εγκαταστάσεων και
- οι φορείς εκμετάλλευσης των βιομηχανικών εγκαταστάσεων θα εξαιρούνται σύμφωνα με το άρθρο 2.

3. Περιορισμοί των απαλλαγών της Οδηγίας

Στο πεδίο εφαρμογής επιβάλλεται να αναφερθούν και οι τυχόν περιπτώσεις που απαλλάσσονται από τους κανονισμούς που ορίζονται στην Οδηγία MiFID II, που μπορεί να αφορούν: i) είτε τις λειτουργίες των εμπορικών επιχειρήσεων ii) είτε τις δραστηριότητες διαχείρισης διαθεσίμων.

i) Εξαιρέσεις Εμπορικών Επιχειρήσεων

Συγκεκριμένα, παρέχεται απαλλαγή που καλύπτει ένα πρόσωπο που ασχολείται με εμπορεύματα ή παράγωγα επί εμπορευμάτων. Η εξαίρεση δεν ισχύει αν το πρόσωπο αυτό είναι μέρος μιας ομάδας των οποίων η κύρια δραστηριότητα είναι η παροχή επενδυτικών ή τραπεζικών υπηρεσιών. Μία επιπλέον απαλλαγή ισχύει για τα παροχή επενδυτικών υπηρεσιών για παράγωγα επί εμπορευμάτων σε πελάτες που κύρια δραστηριότητα τους δεν είναι επενδυτικές ή τραπεζικές υπηρεσίες. Βάσει της MiFID II, οι έμποροι παραγώγων επί εμπορευμάτων που διαπραγματεύονται για ίδιο λογαριασμό, συμπεριλαμβανομένου τους κατασκευαστές αγοράς, θα συνεχίσουν να εξαιρούνται υπό την προϋπόθεση ότι:

- η δραστηριότητα αυτή είναι παρεπόμενη προς την κύρια δραστηριότητά τους, θεωρούμενη σε επίπεδο ομίλου και ότι η κύρια δραστηριότητά τους δεν είναι η παροχή επενδυτικών ή τραπεζικών υπηρεσιών ή ενεργεί ως ειδικού διαπραγματευτή παραγώγων επί εμπορευμάτων και
- ο έμπορος δεν πρέπει να εφαρμόζεται μια τεχνική υψηλής συχνότητας αλγοριθμικές συναλλαγές.

⁷ Το πλαίσιο της οδηγίας (2003/87/EK): <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EL/TXT/?uri=URISERV:l28012>

Ένα άτομο μπορεί επίσης να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες προς τους πελάτες ή τους προμηθευτές κάτοχων επιχειρήσεων με την προϋπόθεση ότι αυτό είναι επίσης μια βοηθητική δραστηριότητα σχετικά με την κύρια δραστηριότητα. Μια επιχείρηση που επιθυμεί να επωφεληθεί και να υπαχθεί στην εξαίρεση αυτή υποχρεούται κάθε χρόνο να ενημερώνει την αρμόδια αρχή σχετικά με την κύρια δραστηριότητα της. Η Ευρωπαϊκή Αρχή Κινητών Αξιών και Αγορών (ΕΑΚΑΑ/ESMA) καθορίζεται αρμόδια για να ορίζει και να διευκρινίζει πότε μια δραστηριότητα πρέπει να θεωρηθεί ως παρεπόμενη της κύριας. Η ξεκάθαρη διευκρίνιση της δραστηριότητας από την ΕΑΚΑΑ θα γίνεται λαμβάνοντας υπόψη δύο σημαντικά κριτήρια:

- την ανάγκη για βοηθητικές δραστηριότητες
- το μέγεθος της συναλλακτικής δραστηριότητας σε σύγκριση με τη συνολική εμπορική δραστηριότητα στην εν λόγω κατηγορία περιουσιακών στοιχείων.

Τα κριτήρια αυτά έχουν σχεδιαστεί για να διασφαλίζουν το ποιές επιχειρήσεις που ασχολούνται με χρηματοπιστωτικά μέσα ανάλογα με την δραστηριότητα τους θα πρέπει να εξαιρούνται από τους κανονισμούς της Οδηγίας.

ii) Εξαιρέσεις Δραστηριοτήτων Διαχείρισης Διαθεσίμων

Όσοι συναλλάσσονται για ίδιο λογαριασμό ή δικαιώματα εκπομπών ή παράγωγα αυτών για να κατέχουν το δικαίωμα εξαίρεσης της Οδηγίας δεν θα πρέπει:

- να είναι διαμορφωτές αγοράς
- να εφαρμόζουν υψηλή συχνότητα τεχνικών αλγοριθμικών συναλλαγών
- να εκτελούν τις εντολές των πελατών ή
- να είναι μέλη ή συμμετέχοντες σε ρυθμιζόμενη αγορά, ή να έχουν άμεση ηλεκτρονική πρόσβαση σε τόπο διαπραγμάτευσης.

Ωστόσο, τις προϋποθέσεις αυτές δεν απαιτείται να πληρούν οι ασφαλιστές, αντασφαλιστές, τα συστήματα συλλογικών επενδύσεων ή συνταξιοδοτικά ταμεία οντότητες που διενεργούν επενδυτικές δραστηριότητες ως βοηθητικές δραστηριότητες.

3.3 ΟΙ ΒΑΣΙΚΕΣ ΔΙΑΤΑΞΕΙΣ ΤΗΣ MiFID II ΑΝΑ ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ

3.3.1 ΔΟΜΗ ΑΓΟΡΑΣ

Ένας κεντρικός στόχος της οδηγίας MiFID II είναι να εξασφαλίσει το ότι οργανωμένες διαπραγματεύσεις διεξάγονται σε οργανωμένες αγορές διαπραγμάτευσης, δηλαδή, μέσα σε ρυθμιζόμενες αγορές, με πολυμερείς μηχανισμούς διαπραγμάτευσης, συστηματικούς εσωτερικοποιητές και οργανωμένους μηχανισμούς διαπραγμάτευσης. Απαραίτητη προϋπόθεση για την καλή λειτουργία των αγορών είναι η εφαρμογή πλήρους διαφάνειας. Σημαντικό ρόλο παίζει η ESMA και στην ανάπτυξη τεχνικών προτύπων για τα παράγωγα που αποτελούν προϊόν διαπραγμάτευσης σε οργανωμένες αγορές διαπραγμάτευσης. Η ESMA έχει καθορίσει κανόνες σχετικά με την αναστολή των πράξεων από τους χώρους των συναλλαγών, καθώς και τη συνεργασία και την ανταλλαγή πληροφοριών μεταξύ των τόπων .

Νέες απαιτήσεις στους χώρους διαπραγμάτευσης:

Οι νέοι κανόνες της αναθεωρημένης Οδηγίας περιλαμβάνουν νέες κατηγορίες τόπων διαπραγμάτευσης, RM, MTF, OTF σε ένα τροποποιημένο πεδίο εφαρμογής το SIS. Σε αντίθεση με την RM και την MTF, η κατηγορία OTF ισχύει μόνο για έξω-χρηματιστηριακά μέσα και επιτρέπει σε φορείς να έχουν διακριτική ευχέρεια εκτέλεσης εντολών. Τα OTF έχουν συσταθεί ειδικά για τα ομόλογα, παράγωγα,

δομημένα προϊόντα και δικαιωμάτων εκπομπής. Επιπλέον, η OTF κατηγορία περιορίζει τη χρήση των ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, αυτό δεν ισχύει για τις συναλλαγές σε κρατικά ομόλογα.

Οι τόποι διαπραγμάτευσης υποχρεούνται πλέον να δημοσιεύουν σε ετήσια βάση τα στοιχεία σχετικά με την ποιότητα της εκτέλεσης των συναλλαγών, (π.χ. ταχύτητα, αριθμό εκτελέσεων, τιμή εντολών). Δεκαπέντε λεπτά μετά την εκτέλεση της συναλλαγής πρέπει να παρέχονται δωρεάν πληροφορίες για την προ και μετά εκτέλεση συναλλαγής. Επιπλέον πρέπει να καθοριστούν διαφανείς κανόνες που διέπουν την πρόσβαση στις διαπραγματευτικές αγορές και να εκτελούν ειδικούς ελέγχους κινδύνου και να υπόκεινται στις νέες απαιτήσεις προσαρμοστικότητας που απευθύνονται σε επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε αλγοριθμικές ή υψηλής συχνότητας συναλλαγές. Στους τόπους διαπραγμάτευσης όπου οι συμβάσεις αγορών παραγώγων αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης πρέπει να θεσπιστούν οι κατάλληλες ρυθμίσεις για να στηριχτεί η ρευστότητα, η πρόληψη της κατάχρησης στο πεδίο της αγοράς και τη διασφάλιση των ορθών όρων τιμολόγησης και διακανονισμού.

Από την άλλη πλευρά, οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να δημοσιοποιούν, σε ετήσια βάση, για κάθε κατηγορία χρηματοπιστωτικών μέσων, τους πέντε κορυφαίους τόπους εκτέλεσης όπου έχουν εκτελέσει τις εντολές πελατών κατά το προηγούμενο έτος. Οι τόποι στους οποίους συγκεντρώνονται τα περισσότερα ρευστά παράγωγα επί εμπορευμάτων και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, πρέπει να δημοσιεύουν συγκεντρωτικά στοιχεία σε εβδομαδιαία βάση για τις θέσεις που κατέχουν διάφοροι τύποι συμμετεχόντων στην αγορά. Σημαντικές αλλαγές παρατηρούνται ακόμα και στα πεδία των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων (MME) ώστε να βοηθηθούν για την απόκτηση επιχορηγήσεων από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Έτσι δημιουργείται μια νέα υποκατηγορία αγορών, ευρύτερα γνωστές ως αγορές ανάπτυξης MME. Σύμφωνα με την παρούσα Οδηγία MME θεωρείται μία εταιρία που έχει μεσαία κεφαλαιοποίηση κάτω των εκατό εκατομμυρίων ευρώ στο τέλος τους τρεχούμενου έτους και για τρία ημερολογιακά έτη. Οι επιχειρήσεις των αγορών αυτών πρέπει να αυξήσουν τα επίπεδα διαφάνειας και το προφίλ τους και να ακολουθούν τα κοινά πανευρωπαϊκά ρυθμιστικά πρότυπα. Καθώς επίσης να λάβουν υπόψη τις ανάγκες των εκδοτών και των επενδυτών στις εν λόγω αγορές, διατηρώντας παράλληλα υψηλά επίπεδα προστασίας των επενδυτών.

Έξω-χρηματιστηριακά παράγωγα/ OTC Derivatives

Στα πλαίσια των προσπαθειών που στόχο έχουν την βελτίωση της σταθερότητας, της διαφάνειας και της εποπτείας των αγορών έξω-χρηματιστηριακών παραγώγων, η G20 αποφάσισε ότι η διαπραγμάτευση σε τυποποιημένα έξω-χρηματιστηριακά παράγωγα θα πρέπει να πραγματοποιείται σε χρηματιστήρια ή σε ηλεκτρονικές πλατφόρμες διαπραγμάτευσης, όπου ενδείκνυται. Όλα τα ρευστοποιήσιμα παράγωγα υποχρεούνται να διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά διαπραγμάτευσης. Τα μέτρα του επίπεδο 2 της Οδηγίας ορίζουν τι είναι " επαρκώς ρευστοποιήσιμα " παράγωγα, σύμφωνα με συγκεκριμένα κριτήρια, όπως το μέγεθος, ο αριθμός των συμμετέχοντες στην αγορά. Μια σύμβαση έξω-χρηματιστηριακών παραγώγων εκκαθαρίζεται είτε με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης είτε με δικαιώματα προαίρεσης.

Τα κράτη μέλη εξασφαλίζουν ότι οι ρυθμιζόμενες αγορές, MTF και OTF που διαπραγματεύονται παράγωγα επί εμπορευμάτων ή δικαιώματα εκπομπών ή

παράγωγα αυτών: i) Δημοσιεύουν εβδομαδιαία έκθεση με τις συνολικές θέσεις που κατέχονται από τις διάφορες κατηγορίες των εμπορών για τα διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα υπό διαπραγμάτευση στις πλατφόρμες τους. ii) Παρέχουν στην αρμόδια αρχή πλήρη ανάλυση των θέσεων μερικών ή όλων των μελών ή των συμμετεχόντων στην αγορά, συμπεριλαμβανομένων των θέσεων που κατέχουν για λογαριασμό των πελατών τους.

Ανοικτή πρόσβαση

Στα πλαίσια της προσπάθειας της ενίσχυσης του επιπέδου του ανταγωνισμού επιτρέπεται στις επιχειρήσεις να επιλέγουν τα «clearing house», αντί να περιορίζονται για την διαδικασία της εκκαθάρισης στον τόπο διαπραγμάτευσης. Ωστόσο, οι νέοι κεντρικοί αντισυμβαλλόμενοι (CCP) που έχουν συσταθεί εντός 3 ετών πριν από την εφαρμογή της MiFID II, μπορούν να ζητήσουν απαλλαγή από τις αντίστοιχες αρμόδιες εθνικές αρχές για μία περίοδο 2.5 ετών όσον αφορά τις κινητές αξίες και μέσα χρηματαγοράς. Κάποιοι μικρότεροι τόποι διαπραγμάτευσης οι οποίοι συνδέονται στενά με CCPs, που ασχολούνται με ανταλλάσσόμενα διαπραγματευόμενα παράγωγα (ETDs) αλλά έχουν περιορισμένη γνώση ή πρόσβαση στη τεχνολογία, μπορούν επίσης να ζητήσουν απαλλαγή για μια περίοδο 3 ετών από μη διακριτική πρόσβαση.

Ρύθμιση των τιμών

Οι συμμετέχοντες στην αγορά χρειάζονται δεδομένα για τη συναλλακτική τους δραστηριότητα, συμπεριλαμβανομένων των τιμών και των όγκων, προκειμένου να λάβουν αποφάσεις σχετικά με το πώς και πότε να επενδύσουν. Τα δεδομένα πρέπει να είναι διαθέσιμα επί ίδιους όρους και να παρέχονται ελεύθερα στους επενδυτές. Ωστόσο, διάφορα κίνητρα υπάρχουν για αυτούς που παρέχουν και πωλούν τα δεδομένα τους σε ρυθμούς ή με τέτοιο τρόπο που δεν ανταποκρίνονται στην "εύλογη εμπορική βάση". Η MiFID II ορίζει μια σειρά από βήματα για την ομαλότερη λειτουργία των επενδύσεων,

Το θέμα των 'Dark pools'

Είναι γεγονός, πως σε όλες τις αγορές, οι αγοραστές πρέπει να γνωρίζουν τι τιμές οι πωλητές προσφέρουν αλλά και αντίστροφα τι τιμές διατίθενται να πληρώσουν οι αγοραστές. Όμως, οι συναλλαγές χονδρικής συχνά διεξάγονται χρησιμοποιώντας μη-δημόσιες τιμές, δηλαδή σε 'Dark pools', ή πλατφόρμες όπου τα συμφέροντα των συναλλαγών αλληλεπιδρούν, χωρίς να παρέχουν πλήρη πληροφόρηση οι συμμετέχοντες στην διαδικασία διαπραγμάτευσης. Αυτό είναι ένα κοινό χαρακτηριστικό των χρηματοπιστωτικών αγορών και είναι ένα γνωστό παράδειγμα τέτοιου «μη δημόσιου» μηχανισμού τιμολόγησης. Ο ερχομός της MiFID II δεν σημάνει την απαγόρευση λειτουργίας των 'Dark pools', αντιθέτως προτείνει να συνεχίσουν, αλλά μόνο υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα προκαλούν εμπόδια στη λειτουργία του ανταγωνισμού και δεν θα μειώνεται η αποτελεσματικότητα του προσδιορισμού των τιμών στην αγορά.

Οι περιορισμοί σχετικά με το πόσες συναλλαγές μπορούν να διεξαχθούν με 'Dark pools' αποτελούν επιτακτική ανάγκη για την τήρηση της διαφάνειας. Συγκεκριμένα, το 'dark trading' περιορίζεται στο ποσοστό του 4% ανά προϊόν και διαπραγματευτικό τόπο και 8% σε παγκόσμια βάση. Τέτοιου είδους χαλιναγωγήσεις των αγορών είναι απαραίτητες, ώστε να προστατευτούν οι επενδυτές, να πωλούν μεγάλες ποσότητες των μετοχών, να αποφευχθεί η μετακίνηση της αγοράς προς τα κάτω. Ο κανονισμός

προβλέπει επίσης ειδικούς όρους για τις περιπτώσεις των εξαιρέσεων, λαμβάνοντας υπόψη τη φύση των συναλλαγών και των συμμετεχόντων στις διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Τέλος, η εισαγωγή του νέου μηχανισμού οργανωμένης διαπραγμάτευσης (OTF) θα βελτιώσει κατά πολύ την προ-συναλλακτική διαφάνεια για τις συναλλακτικές δραστηριότητες που διεξάγεται στο σκοτάδι. Τον ρυθμιστικό ρόλο και πάλι καλείται να παίξει η ESMA καθορίζοντας τις λεπτομέρειες και τη λειτουργικότητα των ανώτατων τιμών της αγοράς.

3.3.2 ΔΙΑΦΑΝΕΙΑ ΑΓΟΡΑΣ

Πρωταρχικούς στόχους της αναθεωρημένης MiFID είναι η προώθηση της διαφάνειας, του ανταγωνισμού και η προστασία των επενδυτών σε υψηλά επίπεδα και αυτό επιτυγχάνεται με την υψηλή ποιότητα και διαθεσιμότητα των δεδομένων της αγοράς κατά την οποία οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις επενδύσεων διεξάγουν την επενδυτική δραστηριότητα.

Προ-διαπραγματευτικές προϋποθέσεις διαφάνειας

Προ-διαπραγματευτικές απαιτήσεις προτείνονται για τα χρηματοοικονομικά μέσα, τόσο κατά τη διαπραγμάτευσή τους σε οργανωμένους χώρους, όσο και όταν παρέχονται από εταιρείες επενδύσεων σε over-the-counter (OTC) αγορά. Το καθεστώς της πλήρους διαφάνειας επεκτείνεται ώστε να καλύπτονται τα εξω-χρηματιστηριακά μέσα. Όλοι οι τόποι διαπραγμάτευσης (RMs, MTFs και OTFs) υποχρεούνται να δημοσιεύουν τα bid-ask spreads και δείχνουν το βάθος τους και να καθορίζοντας το μέγεθος τους. Επιπλέον, καθορίζονται και μετά-διαπραγματευτικές απαιτήσεις, για όλα τα ομόλογα και δομημένα χρηματοοικονομικά προϊόντα που συνοδεύονται από ένα ενημερωτικό δελτίο, καθώς και όλα τα παράγωγα που είναι επιλέξιμα για κεντρική εκκαθάριση και εκείνων που υποβάλλονται σε αρχεία καταγραφής συναλλαγών, ανεξάρτητα από τον διαπραγματευτικό τρόπο που λαμβάνουν χώρα. Έτσι, επιτυγχάνεται καλύτερη λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών, καθώς παρέχεται λεπτομερέστερη πληροφόρηση.

Υποχρεώσεις Εταιριών

Όλες οι επενδυτικές επιχειρήσεις υποχρεούνται να δημοσιεύουν και να παραθέτουν δημοσίως όλες τις σχετικές πληροφορίες με τις επενδύσεις. Επιπλέον, θα πρέπει να λειτουργούν σύμφωνα με συγκεκριμένη "Εμπορική πολιτική" που παρέχει υψηλή προστασία, επιτρέποντάς στις εταιρίες να εξετάσουν αντισυμβαλλόμενο πιστωτικό κίνδυνο και κίνδυνο διακανονισμού, δίνοντάς τους μεγαλύτερο έλεγχο για το ποιοί πραγματοποιούν τις συναλλαγές.

Δράσεις και καθήκοντα του φορέα διαχείρισης

Για να διασφαλίσουν ότι τα μέλη αφιερώνουν αρκετό χρόνο στην εκτέλεση των καθηκόντων τους, δεν τους επιτρέπεται να συνδυάζουν ταυτόχρονα περισσότερους από έναν από τους ακόλουθους συνδυασμούς θέσεων: Μία θέση εκτελεστικού μέλους ΔΣ και δύο θέσεις μη εκτελεστικού μέλους ΔΣ ή Τέσσερις μη εκτελεστικού μέλους ΔΣ. Οι θέσεις εκτελεστικού ή μη εκτελεστικού μέλους ΔΣ εντός του ίδιου ομίλου θεωρείται μία θέση. Το διοικητικό όργανο μιας επιχείρησης επενδύσεων εξασφαλίζει ότι η εταιρεία διοικείται με ορθό και συνετό τρόπο και με έναν τρόπο που ενισχύει την ακεραιότητα της αγοράς και το συμφέρον των πελατών της. Επιπλέον, παρακολουθεί και αξιολογεί περιοδικά την αποτελεσματικότητα της οργάνωσης της επιχείρησης επενδύσεων και την επάρκεια των πολιτικών σχετικά με την παροχή των

υπηρεσιών προς τους πελάτες και να λαμβάνει τα κατάλληλα μέτρα για την αντιμετώπιση τυχόν ελλείψεων.

Για το σκοπό αυτό, ο φορέας διαχείρισης καλείται να:

Ορίσει, εγκρίνει και επιβλέπει τους στρατηγικούς στόχους της επιχείρησης

Ορίσει, εγκρίνει και επιβλέπει την οργάνωση της επιχείρησης

Ορίσει, εγκρίνει και επιβλέπει μια πολιτική ως προς τις υπηρεσίες, τις δραστηριότητες, τα προϊόντα και τις δραστηριότητες που προσφέρονται ή παρέχονται από την επιχείρηση, σύμφωνα με το επίπεδο ανοχής κινδύνου της επιχείρησης και τα χαρακτηριστικά και τις ανάγκες των πελατών προς τους οποίους θα προσφέρονται ή παρέχονται.

Ενοποιημένοι μηχανισμοί

Τα στοιχεία των πρό και μετά τη διαπραγμάτευση μετοχών και των ιδίων κεφαλαίων για να γίνουν διαθέσιμα χρειάζονται τόποι διαπραγμάτευσης που λειτουργούν σύμφωνα με έναν ενοποιημένο μηχανισμό όπως είναι αυτός CTPs. Νέες διατάξεις θα πρέπει να επεκταθούν ώστε να καλύψουν τα μη μετοχικά μέσα καθώς ο κόσμος των χρηματοπιστωτικών μέσων είναι αρκετά πολύπλοκος.

Ο συγχρονισμός των ρολογιών επιχειρήσεων

Με την εφαρμογή της νέας αναθεωρημένης Οδηγίας επιβάλλεται για όλους τους τόπους διαπραγμάτευσης αλλά και στους συμμετέχοντες σε αυτούς να συγχρονίσουν τις δραστηριότητές τους που σχετίζονται με χρονικές αναφορές και ανακοινώσιμα γεγονότα. Αυτό θα ενισχύσει την ποιότητα και δυνατότητα εποπτείας από τις αρμόδιες αρχές για τις εμπορικές δραστηριότητες και την ομαλή λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς.

Η MiFID, για να αποδώσει λεπτομερέστερη περιγραφή των ρυθμίσεων, κανονισμών και περιορισμών που επιβάλλονται για την αντιμετώπιση της διαφάνειας και υποβολής εκθέσεων, έχει χωρίσει τα άρθρα σε δύο κατηγορίες : i) Εμπορικές εκθέσεις στις αρμόδιες αρχές / ESMA ii) Εκθέσεις Διαφάνειας των πρό και μετα διαπραγματευτικών δραστηριοτήτων για το κοινό και τις αρμόδιες αρχές.

3.3.3 ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΗ

Οι ρυθμιστικές αρχές ως κύριο μέλημα έχουν την προστασία των επενδυτών μέσα σε αυτό το πολύπλοκο και ολοένα αυξανόμενο χρηματοοικονομικό σύστημα που διαπραγματεύονται. Πειθαρχικές κυρώσεις, προστύμματα και τέτοιου είδους περιορισμοί επιβάλλονται ώστε να χαλιναγωγηθεί η αγορά και για να αποφευχθούν τυχόν καταχρηστικές πωλήσεις. Η ενίσχυση του πλαισίου της προστασίας των επενδυτών ενισχύει και το πλαίσιο για την παροχή επενδυτικών συμβουλών και διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

Ασχολείται με τις αντιπαροχές, δηλαδή, τη δυνατότητα για τις επιχειρήσεις επενδύσεων να δέχονται κίνητρα από τρίτους, και διευκρινίζει τους όρους, τους κανονισμούς και τις ρυθμίσεις που απαιτούνται ώστε οι επενδυτές να συναλλάσσονται ελεύθερα. Επιβάλλεται ένα πλαίσιο για cross-selling και για τις απαιτήσεις όσον αφορά τα κεφάλαια που ανήκουν σε πελάτες. Βασικός στόχος για την προστασία των επενδυτικών υπηρεσιών είναι η βελτίωση των πληροφοριών που παρέχονται και για τις εντολές που εκτελέστηκαν, στους πελάτες.

Υποχρεώσεις των επιχειρήσεων

Τα κράτη μέλη πρέπει να απαιτούν από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να λαμβάνουν όλα τα εύλογα μέτρα ώστε κατά την εκτέλεση εντολών, να επιτευχθεί το καλύτερο δυνατό αποτέλεσμα για τους πελάτες τους, λαμβανομένων υπόψη των παραγόντων όπως της τιμής, του κόστους, της ταχύτητας, της πιθανότητας εκτέλεσης και διακανονισμού, του όγκου, της φύσης και οποιοδήποτε άλλο στοιχείο αφορά την εκτέλεση μιας επενδυτικής δραστηριότητας. Οι επιχειρήσεις πρέπει να λειτουργούν με τέτοιο τρόπο, έντιμο, δίκαιο, επαγγελματικό, ώστε να ικανοποιούν το βέλτιστο συμφέρον των πελατών. Έτσι δεν υπάρχουν περιθώρια για ασαφή, μη ακριβείς ή παραπλανητικά δεδομένα. Οι πληροφορίες που θα πρέπει να παρέχονται στους πελάτες είναι, είτε ως παροχή επενδυτικών συμβουλών, είτε ως παροχή συνεχούς αξιολόγησης στον πελάτη. Καθώς επίσης πρέπει να γίνεται πλήρη ενημέρωση για τους κινδύνους που συνδέονται με την επενδυτική στρατηγική, για τους κανονισμούς των τόπων διαπραγμάτευσης των χρηματοοικονομικών στοιχείων αλλά και το κόστος και τις συναφείς επιβαρύνσεις.

Παροχή επενδυτικών συμβουλών

Οι επιχειρήσεις επενδύσεων που προσφέρουν συμβουλευτικές υπηρεσίες στους πελάτες τους θα πρέπει να περιγράφουν λεπτομερώς και να τους διαβεβαιώνουν πως οι παρεχόμενες συμβουλές ικανοποιούν τους στόχους που έχει θέσει ο πελάτης. Σε οποιαδήποτε σχέση συνεργασίας μεταξύ επιχείρησης επενδυτικών συμβουλών και επενδυτών θα πρέπει να διευκρινίζεται αν η συμβουλή είναι σε ανεξάρτητη βάση ή όχι, καθώς έχει διαφορετικές συνέπειες στη λειτουργική διαδικασία. Στη περίπτωση που μια επιχείρηση επενδύσεων έχει αποδεχθεί πως παρέχει ανεξάρτητες επενδυτικές συμβουλές τότε αν λάβει οποιαδήποτε ποσό προμήθειας υποχρεούται να το αποδώσει στον εκάστοτε επενδυτή.

Χρηματοοικονομικά προϊόντα & η κάλυψη του πελάτη-επενδυτή

Με την εφαρμογή των κανονισμών και των ρυθμίσεων της MiFID II διεξάγονται νέες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων διευρύνοντας την ποικιλία των επενδυτικών δραστηριοτήτων αλλά παράλληλα τίθενται περιορισμοί για την μη ύπαρξη πολύπλοκων προϊόντων και την ομαλή λειτουργία της αγοράς. Έτσι έχουν δημιουργηθεί κατηγορίες πελατών και ανάλογοι κανονισμοί προσαρμοσμένοι στις ανάγκες της κάθε κατηγορίας πελατών. Σε μεγάλο βαθμό όλες οι κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων καλύπτονται από το πλαίσιο της MiFID II, το οποίο περιλαμβάνει παράγωγα FX, εξω-χρηματιστηριακά παράγωγα (OTC), δείκτες επιτοκίων. Ενώ με φυσική παράδοση πετρελαίου και άνθρακα παράγωγα που αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε OTFs, δεν περιλαμβάνονται στην Οδηγία, για μια περίοδο τριών και ενάμιση χρόνο. Μετά το πέρας αυτής της περιόδου οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής θα αποφασίσουν για το αν τα ανωτέρω παράγωγα θα απαλλαγθούν ή θα συμπεριληφθούν στους κανονισμούς και ρυθμίσεις της MiFID II. Επιπλέον, οι συμβάσεις φυσικής παράδοσης ηλεκτρικής ενέργειας και φυσικού αερίου βρίσκονται εντελώς εκτός του πλαισίου της αναθεωρημένης Οδηγίας, καθώς καλύπτονται από προηγούμενους κανονισμούς που έχει ορίσει η ΕΕ, όπως είναι ο Κανονισμός REMIT⁸ για την ακεραιότητα και τη διαφάνεια στη χονδρεμπορική αγορά ενέργειας που έχει τεθεί σε ισχύ από τις 28 Δεκεμβρίου 2011. Η ESMA στα μέτρα εφαρμογής του επιπέδου 2 θα καθορίσει ειδική εντολή REMIT carve-out.

⁸ Κανονισμός REMIT: http://www.rae.gr/site/categories_new/remit/remit1.csp

Από την μία οι επιχειρήσεις υποχρεούνται να ενημερώνουν τακτικά και με πλήρη διαφάνεια τους πελάτες τους σχετικά με τα συνολικά έξοδα επενδύσεων συμπεριλαμβανομένων και των βοηθητικών συμβουλευτικών υπηρεσιών. Και από την άλλη, τα κράτη-μέλη έχουν την εξουσία να απαγορεύσουν ή να περιορίσουν τα προϊόντα που αποτελούν απειλή για την ακεραιότητα των αγορών ώστε να προστατευτούν οι επενδυτές και να διατηρηθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Επιπλέον, θα ισχύσει μια απαγορευτική διάταξη, που πιθανόν να χρησιμοποιείτο σπάνια, αλλά στα πλαίσια αυτής οι ρυθμιστικές αρχές θα έχουν πιο παρεμβατικό ρόλο όσον αφορά την ανάπτυξη του προϊόντος, την διακυβέρνηση και την εποπτεία σε όλη την διαπραγματευτική δραστηριότητα και διανομή του προϊόντος.

Τέλος, οι διατάξεις σχετικά με την καταλληλότητα των επενδύσεων ιδίως για τις επενδύσεις του λιανικού εμπορίου, θα πλαισιωθούν και θα προσαρμοστούν σύμφωνα με τους νέους κανονισμούς. Έχοντας ως βάση κάποιους σχετικούς κανονισμούς από την MiFID I και ενισχύοντας τα μέτρα που ορίζονται στα κείμενα του επιπέδου 2 με στόχο την αποτελεσματικότερη προσαρμογή ανάλογα στις ανάγκες της αγοράς ώστε να εξασφαλίσουν χαμηλά επίπεδα κινδύνου και να γίνονται αντιληπτά και από τους μικροεπενδυτές. Ωστόσο, παραμένει αμφιλεγόμενο κατά πόσο οι κανονισμοί και οι διατάξεις της MiFID II θα μπορούν να επεμβαίνουν και να περιορίζουν στα επενδυτικά προϊόντα για την προστασία των επενδυτών. Απαιτείται, λοιπόν, άμεση συνεργασία μεταξύ ESMA και EIOPA ώστε να επανεξεταστούν οι ανάλογες ρυθμίσεις σχετικά με την κατασκευή και διαπραγμάτευση νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

3.3.4 ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ

Υποχρέωση υποβολής συναλλαγματικών εκθέσεων

Οι νέες απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων έχουν διευρυνθεί αρκετά σε σχέση με το τι όριζε η MiFID I. Οι νέες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων αλλά και μια σειρά από νέες επιχειρήσεις επενδύσεων επηρεάζουν και αλλάζουν σε μεγάλο βαθμό την λειτουργία της χρηματοοικονομικής αγοράς. Η MiFID II έρχεται να καλύψει την αναστάτωση που δημιουργούν αυτές οι αλλαγές στις αγορές παρέχοντας μια σειρά από ρυθμιστικούς κανονισμούς. Η MiFID II θα συμπεριλαμβάνει ένα μεγάλο εύρος χρηματιστηριακά παράγωγα που σύμφωνα με το πεδίο εφαρμογής θα υποχρεούνται για υποβολή εκθέσεων. Η υποβολή εκθέσεων των OTC παραγώγων τα οποία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης σε MTF ή σε OTF τόπους διαπραγμάτευσης, αυξάνει την πολυπλοκότητα ειδικά για τα FX παράγωγα και τα επιτόκια. Επιπλέον, ορισμένες από τις επιχειρήσεις που ασχολούνται με τις αλγοριθμικές συναλλαγές, καθώς και επιχειρήσεις που ασχολούνται με τις εμπορικές συναλλαγές εμπίπτουν τώρα στην αρμοδιότητα της MiFID II και δεν μπορούν πλέον να βασίζονται στις εξαιρέσεις.

Πρόσβαση τρίτων χωρών

Ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα τρίτης χώρας είναι μια οντότητα, η έδρα της οποίας είναι εγκατεστημένη σε τρίτη χώρα, που έχει εγκριθεί ή αδειοδοτηθεί σύμφωνα με το δίκαιο της εν λόγω τρίτης χώρας να διενεργεί συγκεκριμένες επενδυτικές δραστηριότητες στην ΕΕ. Η νέα Οδηγία δημιουργεί ένα εναρμονισμένο πλαίσιο για τη ευκολότερη και ασφαλέστερη πρόσβαση των επιχειρήσεων και των διαχειριστών αγοράς που εδρεύουν σε τρίτες χώρες στις αγορές της ΕΕ, ώστε να εξασφαλίσει ίσους

όρους ανταγωνισμού για όλους τους παράγοντες των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην επικράτεια της ΕΕ.

Απαιτείται ομοιόμορφη αντιμετώπιση των επιχειρήσεων των τρίτων χωρών οι οποίες έχουν πρόσβαση στην αγορά της ΕΕ, εξασφαλίζοντας μια ισοδύναμη αξιολόγηση που πραγματοποιείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή σε σχέση με το ρυθμιστικό και εποπτικό πλαίσιο των τρίτων χωρών. Παραμένει πάντα κύριο μέλημα το υψηλό επίπεδο προστασίας των επενδυτών της ΕΕ στους οποίους παρέχονται υπηρεσίες από επιχειρήσεις τρίτων χωρών. Οι οντότητες των τρίτων χωρών και οι τόποι διαπραγμάτευσης θα υποχρεούνται ως προς τη συμμόρφωση τους με τους κανόνες της ΕΕ και θα αξιολογούνται αναλόγως.

Η πρόσβαση των τρίτων χωρών στις αγορές της Ευρώπης και το πώς θα πλαισιωθεί στους κανονισμούς της νέα Οδηγίας αποτελεί ένα αμφιλεγόμενο θέμα για όλα τα κράτη-μέλη της ΕΕ. Η MiFID II εισάγει ένα εναρμονισμένο καθεστώς για την πρόσβαση των επενδυτικών επιχειρήσεων αλλά και για τους διαχειριστές της αγοράς στην ΕΕ. Το καθεστώς εφαρμόζεται μόνο σε επιχειρήσεις τρίτων χωρών που επιθυμούν να συνεργαστούν επαγγελματικά αλλά και με επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους στην ΕΕ. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα πρέπει να αξιολογεί το κανονιστικό περιβάλλον που ισχύει στην εκάστοτε τρίτη χώρα και να το εξισορροπεί και να το προσαρμόζει ανάλογα με τις Ευρωπαϊκές αγορές. Οι επιχειρήσεις που θέλουν να εξυπηρετήσουν τους πελάτες προσφέροντας λιανική πώληση αγαθών ή υπηρεσιών υποχρεούνται να έχουν δημιουργήσει ένα ευρωπαϊκό υποκατάστημα, καθώς και να διακατέχουν άδεια λειτουργίας για το υποκατάστημα από την αρμόδια τοπική αρχή. Όσον αφορά τις επιχειρήσεις που επιθυμούν να παρέχουν επενδυτικές υπηρεσίες σε επαγγελματίες και σε επιλέξιμους αντισυμβαλλόμενους, δεν έχουν την υποχρέωση λειτουργίας υποκαταστήματος σε ένα κράτος μέλος της ΕΕ, αλλά υποχρεούνται να κοινοποιήσουν τις λειτουργίες τους στην ESMA. Τα εθνικά καθεστώτα θα συνεχίσουν να ισχύουν μέχρι το τέλος της τριετούς μεταβατικής περιόδου που θα παρθεί η απόφαση σχετικά με το τι ρυθμιστικές αλλαγές θα γίνουν ώστε να εξισορροπηθεί το κανονιστικό πλαίσιο των τρίτων χωρών. Παρά το γεγονός ότι η MiFID II έχει δημιουργήσει κάποιες σχετικές αρχές γύρω από την πρόσβαση τρίτων χωρών, αναλυτικότερα και λεπτομερέστερα περιγράφονται οι κανονισμοί στην οδηγία AIFMD⁹.

Κυρώσεις

Οι κυρώσεις μπορεί να επιβληθούν από τις τοπικές οι αρμόδιες αρχές και την ESMA ως προς τις επιχειρήσεις και τους τόπους διαπραγμάτευσης των επιχειρηματικών επενδύσεων. Ο διοικητικές κυρώσεις μπορούν συνεπώς να εφαρμοστούν και σε νομικά ή σε φυσικά πρόσωπα και σε επενδυτικές επιχειρήσεις. Τα περιοριστικά μέτρα και οι διοικητικές κυρώσεις που μπορούν να εφαρμοστούν περιλαμβάνουν: i) δημόσια δήλωση στην οποία αναφέρεται το φυσικό ή νομικό πρόσωπο και τη φύση της παράβασης. ii) Υποχρέωση του φυσικού ή νομικού προσώπου να διακόψει την εν λόγω παραβατική συμπεριφορά. iii) Ανάκληση της άδειας λειτουργίας της επιχείρησης επενδύσεων σύμφωνα με το άρθρο 8 (ανάκληση των αδειών). iv) Προσωρινή απαγόρευση κατά οποιουδήποτε μέλους του φορέα διαχείρισης της επιχείρησης επενδύσεων ή οποιουδήποτε άλλου φυσικού προσώπου, που θεωρείται υπεύθυνο, να ασκεί καθήκοντα σε επιχειρήσεις επενδύσεων. v) Στην περίπτωση

⁹ Οδηγία AIFMD: http://ec.europa.eu/finance/investment/alternative_investments/index_en.htm

νομικού προσώπου, επιβάλλονται διοικητικά χρηματικά πρόστιμα μέχρι και 10% του συνολικού ετήσιου κύκλου εργασιών του νομικού προσώπου κατά την προηγούμενη διαχειριστική περίοδο. Όταν το νομικό πρόσωπο είναι θυγατρική της μητρικής επιχείρησης, ο σχετικός συνολικός ετήσιος κύκλος εργασιών είναι ο συνολικός ετήσιος κύκλος εργασιών που προκύπτει από τον ενοποιημένο λογαριασμό της τελικής μητρικής επιχείρησης κατά το προηγούμενο οικονομικό έτος. vi) Στην περίπτωση φυσικού προσώπου, επιβάλλονται διοικητικά χρηματικά πρόστιμα μέχρι 5.000.000 ευρώ, ή το ισοδύναμο σε εθνικό νόμισμα του εν λόγω κράτους μέλους σχετικά με την ημερομηνία έναρξης ισχύος της παρούσας οδηγίας. vii) Επιπλέον, επιβάλλονται διοικητικά χρηματικά πρόστιμα μέχρι και το διπλάσιο του ποσού του οφέλους που αποκομίστηκε από την παράβαση. Ενώ η παρούσα πρόταση της Οδηγίας δεν καλύπτει ποινικές κυρώσεις.

Τοποθέτηση ορίων και εμπορικών περιορισμών

Οι ρυθμιζόμενες αγορές, οι διαχειριστές των MTFs και OTFs που διαπραγματεύονται παράγωγα επί εμπορευμάτων, πρέπει να θέσουν όρια στον αριθμό των συμβάσεων που μπορούν να εισέρχονται σε οποιαδήποτε δεδομένη αγορά στη διάρκεια μιας καθορισμένης χρονικής περιόδου, ή να παρέχουν μια εναλλακτική ρύθμιση, όπως η διαχείριση θέσεων με όρια αυτόματης επανεξέτασης, έχοντας ως σκοπό την ενίσχυση της Ρευστότητας, την αποτροπή της κατάχρησης της αγοράς και την υποστήριξη ορθών όρων τιμολόγησης και διακανονισμού. Τα όρια θα πρέπει να είναι διαφανής και χωρίς διακρίσεις.

Η MiFID II ορίζει εμπορικούς περιορισμούς και τα όρια θέσης σχετικά με τις συμβάσεις παραγώγων επί εμπορευμάτων οποιουδήποτε κράτους ή συμμετεχόντων αγοράς που εισαγάγει στη διάρκεια μιας συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Αυτά τα όρια και τους περιορισμούς, που έχουν ως στόχο την κερδοσκοπία, θα πρέπει να καθορίζονται από την ESMA ώστε να εφαρμόζεται με πλήρη διαφάνεια. Ωστόσο, εξαιρούνται οι επιχειρήσεις που θα μπορούσαν να επηρεαστούν από την μείωση της συνολικής ζήτησης και προσφοράς για βασικά παράγωγα, ως αποτέλεσμα τον καθορισμό ορίων. Τα όρια θα πρέπει να εφαρμόζονται σε όλες τις επιχειρήσεις και να τεθούν σε όλες τις αγορές (δηλαδή, RMs, MTFs και OTFs). Δεδομένου των οικονομικών συνεπειών από την εφαρμογή των περιορισμών, οι επιχειρήσεις πρέπει να αρχίσουν την διαδικασία προσομοίωσης, να αξιολογήσουν το αντίκτυπο και αν χρειαστεί να επανεκτιμήσουν τις στρατηγικές τους.

Συναλλαγές υψηλής συχνότητας (HFT) / Algo διαπραγμάτευσης

Οι αλγοριθμικές (Algo-traders) και οι Υψηλής συχνότητας (High Frequency Traders, HFT) διαπραγματεύσεις που έχουν ως σκοπό την ομαλή λειτουργία των αγορών και την αποφυγή τυχόν επενδυτικών εμποδίων, θα πρέπει να εγγραφούν ως επιχειρήσεις επενδύσεων, να παραθέσουν τους αλγορίθμους τους στον ρυθμιστή και να δοκιμαστούν σε εγκεκριμένο περιβάλλον. Οι αλγόριθμοι απαιτείται να είναι δομημένοι με τέτοιο τρόπο ώστε να έχουν αυτόματους διακόπτες εξόδου εφόσον έχουν καθοριστεί τα σχετικά κριτήρια αγοράς τα οποία ορίζονται στα κείμενα του Επίπεδο 2. Οι επιχειρήσεις που παρέχουν τις υπηρεσίες τους με άμεση πρόσβαση στην αγορά θα πρέπει επίσης να είναι προετοιμασμένοι με τα κατάλληλα μέτρα και τους απαραίτητους ελέγχους ώστε να είναι σε θέση να μετριάσουν τον κίνδυνο που προκαλείται στις αγορές λόγω των HFT αλγορίθμων.

Επιπλέον, ανάλογα πρότυπα λειτουργίας θα εισαχθούν και στα συστήματα διαπραγματεύσεως. Οι διαπραγματευτικοί τόποι μπορούν να διαμορφώσουν το ποσό των επενδυτικών τελών ανάλογα με τις ανάγκες της αγοράς. Οι HFT παίζουν πλέον σημαντικό ρόλο για την άμεση παροχή ρευστότητας ειδικά για τις μετοχές στην αγορά (spot FX, ένα άλλο μεγάλο ποσοστό των HFT της αγοράς είναι εκτός του πεδίου εφαρμογής της MiFID II) και αναμένεται να φανούν οι σχετικές επιπτώσεις. Η επιθυμία και προσπάθεια για οργανωμένους και τυποποιημένους τόπους διαπραγματεύσεως θα ανοίξει προοπτικές για Algo-trading και HFT. Ωστόσο, στα πλαίσια αυτής της εξέλιξης οι HFT επιχειρήσεις θα πρέπει να εξελίξουν και να προσαρμόσουν ανάλογα τα επιχειρησιακά τους μοντέλα. Συγκεκριμένα, οι HFT επιχειρήσεις πρέπει να συμμορφωθούν με τις αντίστοιχες απαιτήσεις που ορίζει ο κανονισμός Market Abuse Regulation¹⁰ (MAR).

3.3.5 ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΕΛΕΓΧΟΙ/ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ

Διατήρηση αρχείων

Η MiFID II ορίζει ως ελάχιστη περίοδο διατήρησης αρχείων των συνολικών παραγγελιών και συναλλαγών, τα πέντε έτη. Ωστόσο, οι εθνικές αρχές έχουν το την ικανότητα να θέσει πιο σταθερά πρότυπα τήρησης αρχείων. Μέχρι σήμερα, για παράδειγμα, η Βελγική και η Γερμανική Εθνική Αρχή (NCA) έχει επιβάλλει την υποχρέωση διατήρησης αρχείων τα 7 και 10 χρόνια, αντίστοιχα.

Εταιρική διακυβέρνηση

Η MiFID II καθιερώνει ένα καθεστώς ενισχυμένης εταιρικής διακυβέρνησης, που περιλαμβάνει κανόνες σχετικά με τις δεσμεύσεις του χρόνου και καθορίζει ορθά κριτήρια για τα διακυβερνητικά όργανα. Επίσης ενισχύει το ρόλο του υπευθύνου συμμόρφωσης. Αν και η MiFID II δεν προϋποθέτει την πλήρη ανεξαρτησία της διαδικασίας συμμόρφωσης, απαιτεί μια εγγραφή όπου τα ανώτερα διοικητικά στελέχη αποκλίνει από τη συμμόρφωση αξιωματικού αξιολόγησης και συστάσεις, και μια εξήγηση σχετικά με τη διορθωτική δράση που σκοπεύει να λάβει η επιχείρηση. Ορισμένες επιχειρήσεις έχουν αρχίσει να αναγνωρίζουν την παρέμβαση του αυξημένου κανονιστικού ελέγχου και προσαρμόζονται ανάλογα με την ενισχύοντας τις δικές τους λειτουργίες ελέγχου, για παράδειγμα, δημιουργώντας μια νέα λειτουργία, όπως είναι ο Διευθύνων Σύμβουλος Ελέγχου ή ενισχύουν τον ρόλο του Chief Compliance Officer.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ MiFID II ΣΤΗΝ ΔΙΕΘΝΗ ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

4.1 ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΝΕΑΣ ΟΔΗΓΙΑΣ

Η MiFID II δεν έρχεται για να διευρύνει απλά και μόνο το πεδίο εφαρμογής και τους κανονισμούς της προϋπάρχουσας MiFID σχετικά με τα κεφάλαια. Η σημαντικότερη επέμβαση της νέας οδηγίας είναι σχετικά με το να ενισχύσει την προστασία του επενδυτή. Πολλά μαθήματα έχουν ληφθεί από την MiFID I μέσω των ελλείψεων και

¹⁰ Market Abuse Regulation: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0596>

των αδυναμιών που προκύπτουν στην αγορά. Αυτά αναπόφευκτα θα συμβάλουν στη βελτίωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και σαφώς στη μείωση του κόστους με την επικείμενη εφαρμογή της MiFID II. Ωστόσο, θα παρατηρηθούν σημαντικές επιπτώσεις στα επιχειρηματικά μοντέλα, στη προσπάθεια της ευρωπαϊκής εναρμόνισης και ευθυγράμμισης με άλλες παράλληλες κανονιστικές εξελίξεις.

Παρά το γεγονός ότι τα επενδυτικά κεφάλαια δεν υπόκεινται άμεσα στις τροποποιήσεις της MiFID II, η οδηγία θα επηρεάσει αναμφίβολα τη λειτουργία τους και κυρίως τη διαδικασία της διανομής τους. Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει επίσης να δοθεί στην εξέλιξη του νομοθετικού έργου, ιδίως όσον αφορά τις προαιρετικές εξαιρέσεις. Πρέπει να σημειωθεί ότι η MiFID II θα συμπληρώνεται από τις πράξεις του επιπέδου 2. Επιπλέον, η ευρωπαϊκή ρυθμιστική αρχή, η ESMA, είναι αρμόδια ώστε να εκδίδει κατευθυντήριες γραμμές και τα τεχνικά πρότυπα για την ολοκλήρωση της οδηγίας και για την ρύθμιση των επιπτώσεων. Ανάλογα με το πεδίο εφαρμογής της οδηγίας μπορούν να κατηγοριοποιηθούν και οι επιπτώσεις αυτής.

4.1.1 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ

Σημαντικές επιπτώσεις παρατηρούνται στα έσοδα των επενδυτών με την εφαρμογή των νέων κανονισμών. Οι συναλλαγές πλέον θα γίνονται σε νέους διαπραγματευτικούς τόπους, τους γνωστούς RMs MTFs και OTFs με ιδιαίτερα αυξημένες απαιτήσεις διαφάνειας, έχοντας ως αποτέλεσμα κατ'αρχήν την αύξηση του ανταγωνισμού και τη μείωση των spreads. Σε γενικές γραμμές, μακροπρόθεσμα θα επιτευχθεί μια πιο διαφανή και έντονα εμπορεύσιμη χρηματοοικονομική αγορά στα πλαίσια της Ευρώπης. Όπως συνέβη στην αγορά μετοχών με την οδηγία MiFID I, ο κατακερματισμός της ρευστότητας σε πολλούς τόπους θα μπορούσε, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, να οδηγήσει σε μικτά αποτελέσματα. Από την μια έναν μεγαλύτερο ανταγωνισμό, αλλά και εξίσου μεγαλύτερο κατακερματισμό και αύξηση του κόστους των επιπτώσεων στην αγορά. Επιπλέον, η προσπάθεια για μεγαλύτερη διαφάνεια ενδέχεται να αποτρέψει μερικές επενδυτικές τράπεζες να κάνουν τα δεσμευτικά ζεύγη εντολών. Αυτό θα οδηγήσει στην απομάκρυνση της ρευστότητας από την αγορά και θα περιορίσει την πρόσβαση των επενδυτών για την διαμόρφωση της τιμής, πράγμα το οποίο δεν είναι και τόσο ευεργετικό για την πλευρά των αγοραστών. Υπάρχουν σημαντικές ευκαιρίες για τις τράπεζες, τόπους διαπραγμάτευσης και παρόχους υποδομών της αγοράς στην κατάκτηση μεριδίων αγοράς, ιδιαίτερα για εκείνους που επενδύουν σε κλιμακούμενες πλατφόρμες και είναι σε θέση να μειώσουν τη λειτουργική πολυπλοκότητα για την πελατειακή τους βάση.

Πέρα από τα οφέλη και τις διευκολύνσεις που θα παρέχει η νέα αναθεωρημένη Οδηγία, υπάρχουν επίσης σημαντικές επιπτώσεις κόστους. Εν έτη 2011, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή είχε ορίσει ως εκτιμώμενο αρχικό κόστος εφαρμογής της MiFID II μεταξύ € 512 και € 732 εκατομμυρίων ευρώ και ένα επερχόμενο συνολικό κόστος συμμόρφωσης, προσαρμογής της τάξεως των € 312 έως € 586 εκατομμυρίων ευρώ. Συγκριτικά με το κόστος της αρχικής οδηγίας MiFID I που ανερχόταν στα 2 δις, το κόστος εφαρμογής της νέας Οδηγίας είναι αναμφίβολα πολύ μικρότερο παρά το γεγονός ότι έχει επεκταθεί το πεδίο εφαρμογής και θα μπορούσε να οδηγήσει σε κόστος που υπερβαίνει τις προσδοκίες. Λαμβάνοντας υπόψη το κόστος των

απαιτούμενων επενδύσεων ώστε να εξισορροπηθεί η αγορά και να τηρηθούν οι νέες κανονιστικές απαιτήσεις, σε συνδυασμό με τις αυξημένες ποσότητες κεφαλαίου και τις απαιτήσεις ρευστότητας λόγω της Βασιλείας III και CRD IV, ορισμένες επιχειρήσεις δεν θα είναι κερδοφόρες. Οι αποδόσεις των ROCE κεφαλαίων δύσκολα θα φτάσουν σε διψήφιο αριθμό. Αυτό μπορεί να ισχύει για μεσαίας κατηγορίας επιχειρήσεις που δεν έχουν στη διάθεσή τους να επενδύσουν κεφάλαια. Ωστόσο, οι επενδυτικές επιχειρήσεις που επιθυμούν να σχεδιάσουν, να παρέχουν προϊόντα υπηρεσίες με διαφορετικά, ή πολύπλοκα, οικονομικά χαρακτηριστικά μπορούν να βρουν το διασυννοριακές προκλήσεις και να αναπτύξουν τις επενδυτικές τους δραστηριότητες.

Με την διεύρυνση της MiFID II είναι πολύ πιθανό να παρουσιάσει μια μετατόπιση στη βιομηχανία προς περισσότερους παρόχους outsourcing. Η διεύρυνση των επενδυτικών δραστηριοτήτων σε περισσότερους τύπους διαπραγμάτευσης είναι πιθανό να προσελκύσει περισσότερες συναλλαγές μικρής αξίας. Όμως η ενίσχυση των συναλλαγών σε OTC παράγωγα, καθώς και οι καινοτομίες του χρηματοπιστωτικού συστήματος θα επιφέρουν σημαντικές επιπτώσεις στη λειτουργία της αγοράς. Πολλοί διαχειριστές κεφαλαίων και άλλων μεσαζόντων που αδυνατούν στο να προσαρμοστούν στα νέα συστήματα θα αναγκαστούν να επικαλεστούν εξωτερική ανάθεση παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Αυτές όμως οι εξωτερικές, ανεξάρτητες επιχειρήσεις θα πρέπει να εκτελέσουν τις απαραίτητες διαδικασίες για την εφαρμογή του κανονιστικού πλαισίου και για τη διαχείριση των πολύπλοκων χρηματοοικονομικών στοιχείων.

4.1.2 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΩΝ ΚΑΙ ΕΛΕΓΧΩΝ

Η εφαρμογή της MiFID II, MAD II και EMIR θα προκαλέσουν διάφορες σημαντικές αλλαγές στη δομή της αγοράς, με την εισαγωγή ανταγωνιστικών συστημάτων για την διαπραγμάτευση της τιμής και των νέων OTC προϊόντων. Μια ολόκληρη σειρά από νέα συστήματα και πλήθος αλλαγών στις επενδυτικές διαδικασίες θα πρέπει να ληφθούν για τα επενδυτικά μοντέλων που επηρεάζουν τόσο την πλευρά των πωλήσεων (sell-side) όσο και την πλευρά των αγορών (buy-side). Ωστόσο, όσοι κινηθούν πρώτοι στο sell-side θα βρίσκονται σε ανταγωνιστικό πλεονέκτημα προσελκύνοντας μεγάλο μερίδιο αγοράς. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που βρίσκονται ένα βήμα μπροστά και διαθέτουν τα κατάλληλα μέσα και τις απαραίτητες ικανότητες ώστε να εναρμονιστούν με το νέο κανονιστικό πλαίσιο μέσα στην αγορά θα ωφεληθούν κατά την εκτέλεση αποτελεσματικών εμπορευματικών και επενδυτικών στρατηγικών ή στο να παρέχουν πληροφορίες και επενδυτικές υπηρεσίες προς τους πελάτες.

Η MiFID II και η Dodd Frank¹¹ θα παρουσιάσουν αρκετές αλλαγές στις διαπραγματευτικές και επενδυτικές διαδικασίες για τα επόμενα πέντε χρόνια. Αυτό περιλαμβάνει πολλαπλούς ανταγωνιστικούς τύπους διαπραγμάτευσης με την δυνατότητα για i) καθοδηγούμενα μοντέλα στη δευτερογενή αγορά των OTC και ii) μοντέλα που πλαισιώνουν την εξέλιξη των έμπορων των νέων πολύπλοκων OTC

¹¹ Η Dodd Frank οδηγία της Wall Street και οι ρυθμίσεις για την προστασία του επενδυτή παρέχουν κανόνες που ρυθμίζουν τα swap και εν γένει την χρηματοπιστωτική αγορά της Αμερικής.
<http://www.cftc.gov/lawregulation/doddfrankact/index.htm>

προϊόντων σε διαμορφωτές αγοράς. Περίπου το 60% με 70% όλων των συναλλαγών αναφέρεται σε μετοχές, ενώ στο υπόλοιπο 30% έως 35% με HFT εμπόρους. Λόγω της εισαγωγής των αυτόματων διακοπών στους τόπους διαπραγμάτευσης, ορισμένοι HFT έμποροι μπορεί να αποθαρρύνονται και αυτό πιθανότατα να οδηγήσει σε μια μείωση του όγκου της καθαρής θέσης. Ωστόσο, οι OTFs και MTFs διαπραγματευτικοί τόποι θα πρέπει να είναι κατάλληλοι για HFTs σε όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων.

4.1.3 ΟΙ ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΣΤΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΣΤΗΝ ΥΠΟΒΟΛΗ ΕΚΘΕΣΕΩΝ

Οι επιχειρήσεις αυτές που εξαιρούνταν από την MiFID I θα αντιμετωπίσουν αρκετές δυσκολίες στο να προσαρμοστούν σύμφωνα με τους νέους κανονισμούς και τις σχετικές απαιτήσεις υποβολής εκθέσεων. Η διαδικασία της εναρμόνισης θα είναι αρκετά δύσκολη γι' αυτές τις επιχειρήσεις καθώς είναι κάτι πρωτόγνωρο αλλά ταυτόχρονα και αρκετά πολύπλοκο. Ακόμα και οι επιχειρήσεις που ήδη πλαισιώνονταν από την αρχική Οδηγία θα καταβάλουν σημαντική προσπάθεια, λόγω της πολυπλοκότητας και του διευρυμένου πεδίου εφαρμογής σε διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων με συνέπεια την αύξηση του όγκου των συναλλαγών. Σύμφωνα με τον πρόσφατο έλεγχο από τις αρμόδιες ρυθμιστικές αρχές για την διαδικασία υποβολής εκθέσεων των συναλλαγών, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να ενισχύσουν την υποδομή τους και να κάνουν συχνούς και αποτελεσματικούς ελέγχους.

Η ακρίβεια και η αποτελεσματικότητα του πελάτη ή του αντισυμβαλλομένου, των χρηματοοικονομικών μέσων και οι επιχειρήσεις παροχής δεδομένων αναφοράς έχουν πλέον πολύ μεγάλη σημασία και θα πρέπει να καθορίζονται με απόλυτη διαφάνεια και σαφήνεια ώστε να ανταποκρίνονται στις απαιτήσεις των εκθέσεων, της αγοράς αλλά και για την προστασία του επενδυτή. Νέα πρότυπα του κλάδου, όπως η νομική οντότητα (LEI), τα νέα OTCs μπορεί να βοηθήσουν σε κάποιο βαθμό στη λειτουργία της αγοράς, αλλά θα επιφέρουν σημαντικές αλλαγές στην υποδομή των δεδομένων. Οι κορυφαίες εταιρίες εξετάζουν στρατηγικές λύσεις για βελτιωμένη αποθήκευση των επιχειρησιακών δεδομένων και καλύτερη υποβολή εκθέσεων καθώς αποτελεί άμεση προτεραιότητα.

Οι περισσότερες επιχειρήσεις έχουν ήδη οργανωθεί ώστε να διατηρούν τα αρχεία τους τουλάχιστον πέντε χρόνια όπως όριζε η αρχική Οδηγία. Ωστόσο, υπήρξαν αρκετές περιπτώσεις όπου κάποιες επιχειρήσεις είχαν καταδικαστεί σε πρόστιμο για πλημμελήματα και ήταν αναγκαίος ο αναδρομικός έλεγχος δεδομένων από την αρμόδια αρχή. Έτσι θα πρέπει τώρα οι επιχειρήσεις να εφαρμόσουν μηχανισμό ανάκτησης δεδομένων και για τα πιο σύνθετα χρηματοοικονομικά μέσα, όπως τα OTC παράγωγα. Η MiFID II θα απαιτήσει περαιτέρω επενδύσεις στη διαχείριση των δεδομένων. Επιπλέον, οι διαχειριστές αγοράς και οι επιχειρήσεις επενδύσεων οι οποίες λειτουργούν στους τόπους διαπραγμάτευσης, όπως MTF ή OTF θα πρέπει να δημοσιοποιούν τα δεδομένα συναλλαγών όσο το δυνατόν πιο κοντά στο πραγματικό χρόνο διεξαγωγής τους. Έτσι οι επιχειρήσεις θα επωφεληθούν από την άμεση πληροφόρηση των νέων δημόσιων συναλλαγών ώστε να παρατηρήσουν τις τάσεις των αγορών και να διαμορφώσουν ανάλογη επενδυτική συμπεριφορά.

4.2 Ο ΣΥΝΔΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ MiFID II ΜΕ ΑΛΛΕΣ ΡΥΘΜΙΣΕΙΣ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΥΣ

Η MiFID II μπορεί να θεωρηθεί ως ένα κανονιστικό πλέγμα και να συνδεθεί με μια σειρά από άλλες ευρωπαϊκές ρυθμίσεις αλλά και με μη ευρωπαϊκούς κανονισμούς. Ανάλογα με το είδος των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών που προσφέρονται από έναν οργανισμό και το γεωγραφικό πεδίο εφαρμογής μπορεί η νέα κοινοτική Οδηγία να συνδυαστεί και να συμπληρωθεί από άλλες κατάλληλες ρυθμίσεις. Ωστόσο, οι επενδυτικές επιχειρήσεις θα πρέπει να λάβουν υπόψη τους, τους κανονισμούς που ορίζονται από τον εκάστοτε συνδυασμό ώστε να προσαρμόζονται αναλόγως. Παρακάτω θα αναφερθούν περιληπτικά οι πιθανοί συνδυασμοί της MiFID II με άλλες ρυθμίσεις.

MiFID II και EMIR

Ο συνδυασμός αυτός θα εφαρμόσει πλήρως τις περισσότερες δεσμεύσεις του G20 σχετικά με τις προσπάθειες για μεγαλύτερη διαφάνεια στα OTC παράγωγα και στις αγορές. Η EMIR θα απαιτήσει τα OTC παράγωγα να εκκαθαρίζονται μέσω κεντρικών αντισυμβαλλομένων .

MiFID II και Dodd – Frank

Η Dodd - Frank συμπίπτει με την οδηγία MiFID II σχετικά με τις προσπάθειες και απαιτήσεις για διαφάνεια στις αγορές και σχετικά με τα όρια θέσης και παρακολούθησης.

MiFID II και PRIIP

Όσον αφορά την PRIIPs αποσκοπεί στη βελτίωση της διαφάνειας στις επενδυτικές αγορές για ιδιώτες επενδυτές, παρέχοντας ένα έγγραφο βασικών πληροφοριών (KID). Μη τραπεζικοί οργανισμοί, όπως είναι ασφαλιστικές εταιρείες, θα πρέπει να συγχρονιστούν οποιαδήποτε ανάλυση της MiFID II με PRIIPs και IMD II, ιδιαίτερα σε ότι έχει να κάνει με τα μέτρα προστασίας των επενδυτών.

MiFID II και AIMFD

Όσες επιχειρήσεις διαχείρισης επενδύσεων περιλαμβάνονται στην AIMFD θα πρέπει να εξεταστεί ο τρόπος συμμόρφωσης που έχει ο συγκεκριμένος κανονισμός και πως συνδέεται με την οδηγία MiFID II. Η προστασία των επενδυτών και οι απαιτήσεις αμοιβής θα είναι και πάλι ο κύριος γνώμονας για την λειτουργία της αγοράς.

MiFID II και CRD IV

Η MiFID II απαιτεί από τις επιχειρήσεις επενδύσεων να είναι συμβατή με CRD IV σε σχέση με τις απαιτήσεις διακυβέρνησης.

MiFID II και MAD

MiFID II και MAD προτάθηκαν από κοινού γι' αυτό και είναι καλά ευθυγραμμισμένες. Η MAD θα επεκταθεί για να καλύψει την MiFID II στους OTFs διαπραγματευτικούς τόπους, ώστε να ελαχιστοποιηθεί ο κανονιστικός και λειτουργικός κίνδυνος φήμης.

4.3 ΠΡΟΕΤΟΙΜΑΣΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ MiFID II

Οι επιπτώσεις της οδηγίας MiFID II θα γίνουν αισθητές από τις τράπεζες, τους χρηματιστές-διαπραγματευτές και σε μικρότερο βαθμό από τους διαχειριστές επενδύσεων, ασφαλιστικές εταιρείες, ανεξάρτητους χρηματοοικονομικούς συμβούλους και θεματοφύλακες. Θα επηρεάσει επίσης και ορισμένα μη χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Το μέγεθος των συνεπειών θα εξαρτηθεί από τον όγκο και τη φύση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και των φορέων της αγοράς. Με την εφαρμογή της νέας οδηγίας στα περισσότερα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα παρατηρηθούν σημαντικές αλλαγές σε ένα ευρύ φάσμα τομέων, συμπεριλαμβανομένων των επιχειρηματικών στρατηγικών, μοντέλα λειτουργίας, συστημάτων, διαδικασιών και δεδομένων. Οι επιχειρήσεις που έχουν ήδη επενδύσει στην ενίσχυση της αρχιτεκτονικής των δεδομένων τους σε πολλαπλές κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων θα βρίσκονται σε ανταγωνιστική θέση, ενώ όσοι δεν έχουν θα βρεθούν σε σαφώς μειονεκτική ανταγωνιστική θέση. Μια βασική πτυχή που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα πρέπει να αντιμετωπίσουν είναι το να αξιολογήσουν τον βαθμό στον οποίο συμμορφώνονται με τις ισχύουσες απαιτήσεις της MiFID I, καθώς αυτό αποτελεί τη βάση και προϋπόθεση για την υιοθέτηση της MiFID II. Λαμβάνοντας υπόψη τους κανόνες ευρείας βάσης που έχουν οριστικοποιηθεί, οι επιχειρήσεις είναι πλέον σε πολύ καλύτερη θέση στο να αντιδράσουν, να οργανώσουν τις στρατηγικές τους αποφάσεις αλλά και να προσαρμοστούν άμεσα και με μικρότερο κόστος στο νέο κανονιστικό πλαίσιο.

Αν οι επιχειρήσεις λάβουν τις απαραίτητες προσαρμοστικές ενέργειες άμεσα, μπορούν να επηρεάσουν την πορεία και την ανάπτυξη πρωτοποριακών εργαλείων σε τομείς όπως η διαχείριση των συγκρούσεων, τη συλλογή δεδομένων και την υποβολή εκθέσεων, την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών προϊόντων, τις επικοινωνίες με τον εκάστοτε πελάτη, και την διαδικασία των «αυτοματοποιημένων» συναλλαγών (π.χ. υψηλής συχνότητας και αλγοριθμικές συναλλαγές). Η καινοτομία που θα επιφέρει η αναθεωρημένη οδηγία θα πρέπει να καθοδηγείται και να διαχειρίζεται αναλόγως σε κάθε στάδιο της επενδυτικής διαδικασίας.

Οι επιχειρήσεις πρέπει να βρίσκονται σε εγρήγορση και να ανταποκρίνονται άμεσα σε οποιοδήποτε πρωτοποριακό κάλεσμα. Κύριο πλεονέκτημα είναι η χρήση των τεχνολογικών μέσων ώστε να αναπτύξουν και να προσφέρουν καλύτερου επιπέδου επενδυτικές υπηρεσίες ή ένα ανταγωνιστικό προϊόν στους πελάτες τους. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να συνδεθούν με εταιρείες κινητής τηλεφωνίας και ασύρματες - wearable συσκευές, καθώς και με τα ευρύτερα τεχνολογικά επιτεύγματα και τα πλεονεκτήματα του διαδικτύου. Με την σωστή χρήση των παραπάνω, οι επενδυτικές επιχειρήσεις μπορούν να αντλήσουν τα απαραίτητα δεδομένα για τα

χρηματοοικονομικά προϊόντα και να έχουν την κατάλληλη πληροφορία και γνώση ώστε να προσφέρουν την άμεση ενημέρωση στους πελάτες τους. Αναμένεται πως οι επιχειρήσεις με την χρήση της Financial Technology (FinTech) θα έχουν την ευκαιρία με λιγότερο κόστος και σε μικρότερο χρόνο να συλλέγουν αλλά και να αρχειοθετούν τα οικονομικά δεδομένα όπως υποχρεούνται σύμφωνα με τους κανονισμούς της MiFID II. Μια τέτοια κίνηση θα μπορούσε να έχει σημαντικό ρόλο στη μείωση του κινδύνου mis-selling, για παράδειγμα, με παράλληλη προστασία και ενίσχυση των εσόδων.

Με τα νέα δεδομένα αλλάζει και η εσωτερική οργάνωση των επενδυτικών επιχειρήσεων. Δημιουργείται η ανάγκη για ορισμό ενός ατόμου στο διοικητικό σώμα που θα κατέχει τον τίτλο ως επικεφαλής καινοτομίας (Chief Innovation Officer). Ο ρόλος του CIO θα πρέπει να είναι ενθαρρυντικός στο να τεθούν νέες υποδομές και πολιτικές για την άσκηση μιας καινοτομικής στρατηγικής που θα επιφέρει ουσιαστικές επιπτώσεις στα κέρδη και στη λειτουργία της επιχειρήσεις. Στο επίκεντρο πάντα της λήψης των αποφάσεων είναι η προστασία των καταναλωτών. Οι επιχειρήσεις θα πρέπει λοιπόν να αναδιοργανωθούν και να σχεδιάσουν κατάλληλα την δομή τους ώστε ο CIO να διαδραματίζει κεντρικό ρόλο στη δομή διακυβέρνησης του προϊόντος της εταιρείας.

Δραματικές οι αλλαγές και στη διαδικασία των πληρωμών. Επιχειρήσεις και πελάτες θα πρέπει να προσαρμοστούν στα νέα δεδομένα και στις εξελίξεις που ορίζει η αγορά. Θεωρούμε ότι η νομοθεσία της ΕΕ, όπως η οδηγία για τις υπηρεσίες αναδιατύπωσης Πληρωμών (γνωστό ως PSD¹²), η οποία αναμένεται να εγκριθεί σε ευρωπαϊκό επίπεδο κατά τη διάρκεια του 2015, βρίσκεται σε μοναδική θέση για να δημιουργήσει ένα ενιαίο πρότυπο αγοράς σε ολόκληρη την ΕΕ με στόχο την ενίσχυση της εμπιστοσύνης και της προσβασιμότητας με την βοήθεια της τεχνολογικής πρωτοτυπίας. Ένας σημαντικός στόχος της παραπάνω προτεινόμενης νέας νομοθεσίας είναι η ανάγκη που δημιουργείται ώστε να διασφαλιστούν οι αγορές από τις εξελίξεις και τις καινοτομίες που φέρνει η τεχνολογία στον κλάδο των πληρωμών. ενώ την ίδια στιγμή να κλείσει τους κινδύνους που μπορεί να ακολουθήσει.

Οι προτάσεις PSD2 διευρύνουν τους ορίζοντες των συναλλαγών και διευκολύνουν την διαδικασία των πληρωμών. Οι έμποροι οφείλουν να προετοιμαστούν άμεσα και να υιοθετήσουν τις τεχνολογικές καινοτομίες (π.χ κινητό σημείο πώλησης με μηχανήμα αποδοχής καρτών mPOS) για να έχουν μεγαλύτερη ανάληψη ψηφιακών, ηλεκτρονικών ή κινητών πορτοφολιών αντίστοιχα και από την πλευρά των καταναλωτών οι συναλλαγές πλέον γίνονται άμεσα και με ασφάλεια. Αξίζει να σημειωθεί πως η εξέλιξη των συναλλαγών συμπεριλαμβάνει και τις online πληρωμές που πλέον έχει γίνει ο πιο εύκολος και διαδεδομένος τρόπος πληρωμής.

Η γρήγορη μετάβαση στην ψηφιακή εποχή είναι αναμφισβήτητη. Χρησιμοποιούμε τα τεχνολογικά επιτεύγματα αρκετά εύκολα στην καθημερινή μας ζωή. Καταναλωτές και επιχειρήσεις επιθυμούν μια διαδικασία συναλλαγών που να είναι οικονομικά πιο αποδοτική, εύκολη, προσιτή και ασφαλή. Η άμεση προσαρμογή τους με τις νομοθεσίες που ορίζει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θα ωφελήσει την αγορά στο σύνολο

¹² Η Ευρωπαϊκή Οδηγία Υπηρεσιών Πληρωμών γνωστή και ως Payment Services Directive (PSD) είναι μια νομοθετική πρωτοβουλία που καλύπτει όλα τα κράτη μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης/Ευρωπαϊκού Οικονομικού Χώρου και συνθέτει νέους, προνομιακούς όρους συναλλαγών πληρωμών, που διασφαλίζουν τα δικαιώματα των πολιτών και των επιχειρήσεων http://ec.europa.eu/finance/payments/framework/index_en.htm

της. Ελπίζουμε ότι οι ρυθμιστικές αρχές θα διασφαλίσουν το άνοιγμα της αγοράς και δεν θα οδηγήσει σε κατακερματισμό, σύγχυση, λιγότερα οφέλη και μείωση των δαπανών. Η ευρωπαϊκή χρηματοοικονομική αγορά βρίσκεται στη περίοδο προσαρμογής της νέας αναθεωρημένης οδηγίας MIFID II. Το βασικό κοινό μυστικό είναι η κατάλληλη προετοιμασία και η ετοιμότητα να υιοθετήσουν το νέο κανονιστικό πλαίσιο ώστε να επιτευχθεί ο στόχος για μια πιο διαφανή και ανταγωνιστικά δομημένη διεθνή αγορά.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Oleg Lebedev & Freddy Gielen, (Νοέμβριος, 2014), *MiFID II/MiFIR: An Overview of Current Developments* (<https://www.reply.eu/en/topics/risk-regulation-and-reporting/Shared%20Documents/REP14-MiFID2-MiFIR-An-Overview-of-Current-Developments.pdf> τελευταία πρόσβαση 4/11/2015)

Deloitte LLP, (2014), *MiFID II and the new trading landscape Transforming trading and transparency in EU capital markets* (<http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/es/Documents/servicios-financieros/Deloitte-ES-mifid-II-Servicios-Financieros.pdf> τελευταία πρόσβαση στις 4/11/2015)

Manmeet Rana, Mike Williams, (Μάιος, 2014) *MiFID II/MiFIR Implications for Fund Managers* (webinar – Deloitte LLP) (http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ie/Documents/FinancialServices/investmentmanagement/2014_MiFIDII_webinar_slides_deloitte_Ireland.pdf τελευταία πρόσβαση 4/11/2015)

Che Sidanius & John Newsome, (Ιούλιος, 2015) *MiFID II Transforming Europe's Financial System* (webinar – icaew) (http://www.icaew.com/~media/corporate/files/technical/financial%20services/fsf%20webinars/mifid%20ii_webinar_%20thursday%2002%20july%202015_final.ashx τελευταία πρόσβαση 4/11/2015)

Ernst & Young Global Limited (2015) *The world of financial instruments is more complex. Time to implement change. Capital markets reform: MiFID II* ([http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/\\$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex/$FILE/EY-MiFID-II-client-brochure-the-world-of-financial-instruments-is-more-complex.pdf))

David Rouch, Jonathan Baird, Matthew Cosans , David Scott, Piers Reynolds (Οκτώβριος, 2014) *MiFID II for asset managers* (<http://www.freshfields.com/uploadedFiles/SiteWide/Knowledge/MiFID%202%20for%20asset%20managers%20briefing-%20October%202014.pdf> τελευταία πρόσβαση 4/11/2015)

Cooconnect Peer Group Network, Dominic Hobson, (Αύγουστος, 2014), *Reasons for fund managers need to worry about MiFID II and MiFIR* διαθέσιμο (<http://cooconnect.com/dominic-hobson/reasons-fund-managers-need-to-worry-about-mifid-ii-and-mifir-part-2> τελευταία πρόσβαση 4/11/2015)

Κουλαρμάνη & Αρβανίτης (2014) Το νέο σύνταγμα των κεφαλαιαγορών MiFID II/MiFIR, Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ.

Ηλεκτρονικές Πηγές

European Securities and Markets Authority, διαθέσιμο <https://www.esma.europa.eu/>
(<https://www.esma.europa.eu/policy-rules/mifid-ii-and-mifir>)

European Commission, διαθέσιμο http://ec.europa.eu/greece/index_el.htm

The Bank of the New York Mellon, διαθέσιμο <https://www.bnymellon.com/>

PricewaterhouseCoopers, διαθέσιμο <http://www.pwc.lu/en/mifid/framework.html>

Eurocorp διαθέσιμο <http://www.eurocorp.gr/mifid/>

Ελληνική Δημοκρατία Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Ν.Π.Δ.Δ. <http://www.hcmc.gr/>

Ελληνική Ένωση Τραπεζών <http://www.hba.gr/>

Official Journal of the European Union <http://eur-lex.europa.eu/oj/direct-access.html>

ΤΑΠΕΙΝΟΥ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ

ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Ιασ. Μαράτου 41-43, Ιλίσια, Ζωγράφου

+30 6983 087 275

e.tapeinou@gmail.gr

31/08/1990

LinkedIn: Ελευθερία Ταπεινού

Πεδία ενδιαφέροντος: Αξιολόγηση Επενδύσεων, Οικονομετρία - Εκτιμήσεις πολλαπλών γραμμικών υποδειγμάτων, εκτίμηση OLS, ML, GLS, εκτίμηση πολλαπλών αυτοπαλίδρομων μοντέλων / μοντελοποίηση της ετεροσκεδαστικότητας & της μεταβλητότητας των αγορών (Eviews) διαχείριση κινδύνου, υπολογισμός Value at risk, τιμολόγηση περιουσιακών στοιχείων C-CAPM, ανάλυση επενδύσεων & κεφαλαιαγορών, κεφαλαιακός προϋπολογισμός, αποτίμηση κεφαλαιακού κόστους επενδύσεων, βέλτιστη κεφαλαιακή δομή σε περίπτωση ηθικού κινδύνου, υποδείγματα μέτρησης πιστωτικού κινδύνου, αξιολόγηση πιστοληπτικής Ικανότητας

ΣΠΟΥΔΕΣ

10/2014-έως τώρα: ΠΑΝΤΕΙΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

- **Τμήμα:** Τμήμα Οικονομικής και Περιφερειακής Ανάπτυξης
Κατεύθυνση: Εφαρμοσμένα Οικονομικά και Διοίκηση

Διπλωματική Εργασία: Η αναθεωρημένη Οδηγία MIFID II και οι επιπτώσεις στην Ευρωπαϊκή Χρηματοοικονομική Αγορά.

Ακαδημαϊκές Εργασίες: Εκτίμηση υποδειγμάτων κλασσικής πολλαπλής παλινδρόμησης & ARMAX μοντέλων και μελέτη αυτών ως προς την προβλεπτική ικανότητα και την προσαρμοστικότητα. Εκτίμηση μοντέλων ARCH, GARCH, TARARCH, EGARCH για την βελτιστοποίηση της διακύμανσης και ο υπολογισμός του Value at risk 95% & Value at risk 99% για τους χρηματιστηριακούς δείκτες κλεισίματος ενός asset του χρηματιστηρίου του Λονδίνου. (και παρουσίαση). «Κίνα, η ανερχόμενη υπερδύναμη? » (στα πλαίσια του μαθήματος: Διεθνής Οικονομική, και παρουσίαση)

9/2008 - 1/2014: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

- **Τμήμα:** Οικονομικής Επιστήμης
Κατεύθυνση: Οικονομικής Επιχειρήσεων και Χρηματοοικονομικής
Μέσος όρος: επτά και είκοσι δύο (7,22)

Ακαδημαϊκές Εργασίες: «Η αγορά χρήματος στην Ελλάδα», «Νομισματική πολιτική της Ευρωζώνης στόχοι και τρόποι υλοποίησης τους» (στα πλαίσια του μαθήματος: Μακροοικονομική Θεωρία,9)

«Συγκριτική εξέλιξη της ελληνικής επιχειρηματικότητας» (στα πλαίσια του μαθήματος: Επιχειρηματικότητα,9)

6/2008: Απόφοιτη του Γενικού Λυκείου Λάμπας Αχαΐας
Βαθμός Απολυτηρίου: Δεκαοκτώ και τρία (18,3/20)

ΕΡΓΑΣΙΑΚΗ ΕΜΠΕΙΡΙΑ

11/2014-σήμερα : Amuse Event Management Μον. Ε.Π.Ε Βοηθός Λογιστή

- Έκδοση , καταχώρηση , αρχειοθέτηση τιμολογίων στο λογιστικό πρόγραμμα SingularLogic
- Οικονομική διαχείριση και έλεγχος καρτελών πελατών – προμηθευτών
- Υπολογισμός και αποστολή μηνιαίου Φ.Π.Α

2008-2013 : Ταπεινός Ελαιουργική Ο.Ε Βοηθός Λογιστή

- Οικονομική διαχείριση, έκδοση και καταχώρηση τιμολογιακών παραστατικών και Α.Π.Υ
- Έλεγχος αποθήκης αγορών-πωλήσεων σε μηνιαία βάση και σύγκριση με την προηγούμενη σεζόν
- Γραμματειακή υποστήριξη, αρχειοθέτηση
- Έλεγχος αποθήκης και παραγγελία σε προμηθευτές

11/2011-2/2012 : Ιανός Α.Ε αλυσίδα πολιτισμού Βοηθός Λογιστή

- Καταχώρηση παραστατικών αγορών, χρηματοοικονομικών και ταμειακών παραστατικών
- Καταμέτρηση ταμειακών εισερχομένων και κατάθεση σε Τραπεζικό υποκατάστημα
- Έλεγχος μισθοδοσίας και εξακρίβωση στοιχείων (χρήση προγράμματος Extra Μισθοδοσία Epsilonet)
- Δημιουργία εβδομαδιαίου προγράμματος εργασίας και παράδοση στην επιθεώρηση εργασίας
- Γραμματειακή υποστήριξη, αρχειοθέτηση

ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ – ΒΡΑΒΕΙΑ

2012-2014: «Ο Άγιος Δημήτριος» Πολιτιστικός Σύλλογος Ματαράγκα-Κεφαλαϊκών Ιδρυτικό μέλος-Μέλος Διοικητικού Συμβουλίου-Ταμίας

- Τήρηση βιβλίου ταμείου και όλα τα σχετικά με τη χρηματική διαχείριση έγγραφα και αποδείξεις
- Σύνταξη οικονομικής λογοδοσίας κατά το μήνα Ιανουάριο κάθε έτους
- Διοργάνωση εκδηλώσεων, όπως εκδρομών, συνεστιάσεων, χοροεσπερίδων, συναυλιών, θεατρικών παραστάσεων, αθλητικών αγώνων κ.λπ.
- Συλλογή, καταγραφή, αρχειοθέτηση, φύλαξη και έκθεση αντικειμένων, εργαλείων, φωτογραφιών, ενδυμασιών και άλλων, που έχουν σχέση με την παράδοση του τόπου.
- Συνεργασία με όλες τις κοινοτικές, δημοτικές, νομαρχιακές και θρησκευτικές αρχές, καθώς και με τους πολιτιστικούς συλλόγους της περιοχής

2008-2010: Παμψηφεί εκλογή και θητεία ως Πρόεδρος Νεολαίας του Δήμου Λαρισσού

- Κατάρτιση ημερήσιας διάταξης, σύγκλιση και διεύθυνση των συνεδριάσεων και ευθύνη για την εφαρμογή των αποφάσεων
- Συμμετοχή με δικαίωμα γνώμης στις συνεδριάσεις του οικείου δήμου
- Εκπροσώπηση του Συμβουλίου Νέων ενώπιον κάθε αρχής

2007: Διάκριση για συμμετοχή στη Βουλή των Εφήβων σε Πανελλαδικό διαγωνισμό έκθεσης με θέμα: «Παιδεία και Εκπαιδευτικό Σύστημα στην Ελλάδα»

ΓΝΩΣΕΙΣ Η/Υ

- Προγράμματα: SPSS, Eviews, ERP (Entersoft Business Suite), SingularLogic
- Κάτοχος πιστοποίησης επάρκειας Η/Υ ict-Europe
- Επιτυχής εξέταση μαθημάτων που άπτονται της πληροφορικής, όπως αυτή πιστοποιείται από σχετική βεβαίωση του τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών.

Μαθήματα: Στατιστική I, Στατιστική II, Οικονομετρία I, Εφαρμογές Η/Υ

ΞΕΝΕΣ ΓΛΩΣΣΕΣ

ΑΓΓΛΙΚΑ : Επίπεδο C2 «Άριστη γνώση»

ΙΤΑΛΙΚΑ : Βασικές γνώσεις γραφής και ανάγνωσης

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΗΜΑΤΙΚΗ: «Άριστη γνώση»

ΛΟΙΠΕΣ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

- Διερμηνέας Ελληνικής Νοηματικής Γλώσσας
- Παρακολούθηση Επαγγελματικών Σεμιναρίων & Ημερίδων ενημέρωσης

ΠΡΟΣΘΕΤΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ-ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΝΤΑ

Χορός, νευροβική (πάζλ, σπαζοκεφαλιές, σταυρόλεξα, αινίγματα, Sudoku),ποδηλασία, πετοσφαίριση, ταξίδια

The Value of Trust



Return on Influence

***ΣΥΣΤΑΣΕΙΣ :** Διαθέσιμες εφόσον ζητηθούν.