

**Επεξηγηματικό Σημείωμα  
της EXAE αναφορικά με  
την μελέτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής  
“Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services  
(MARKT/2007/02/G)”**

## **A. Εισαγωγή**

Η Γενική Διεύθυνση Εσωτερικής Αγοράς (DG Market) της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ανέλαβε το 2007 να διεξάγει μια μελέτη σε 18 χώρες της ΕΕ για να παρακολουθήσει τη μεταβολή των τιμολογήσεων στις χρηματιστηριακές εργασίες.

Αυτό συμπεριλαμβάνει χρεώσεις από Χρηματιστήρια, Οίκους Εκκαθάρισης (CCPs), Αποθετήρια, Διαχειριστές Κεφαλαίων (Institutional Fund Managers), Χρηματιστές / Broker Dealers (Institutional Brokers και Retail Brokers) και Θεματοφύλακες (Custodians). Τη μελέτη, για λογαριασμό της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ανέλαβε η εταιρεία OXERA Consulting.

Σκοπός της μελέτης, στο πλαίσιο του στόχου επίτευξης μιας ενιαίας αγοράς για χρηματιστηριακές υπηρεσίες εντός της ΕΕ (με βάση τη συνθήκη Λισσαβόνας), είναι:

- (α) Να μελετηθεί διαχρονικά η διαμόρφωση του κόστους σε όλη την αλυσίδα των ενδιαμέσων παρόχων υπηρεσιών στην ολοκλήρωση μιας συναλλαγής επί μετοχής ή ομολόγου. Η συγκεκριμένη μελέτη συγκρίνει τα στοιχεία για τα ημερολογιακά έτη 2006 και 2008.
- (β) Να υπάρξει σύγκριση των χρεώσεων κυρίως πριν και μετά την εφαρμογή της Οδηγίας MiFID σε κάθε κρίκο της αλυσίδας υπηρεσιών.
- (γ) Να υπάρξει σύγκριση χρεώσεων για τοπικές (domestic) και διασυνοριακές (cross-border) συναλλαγές σε όλα τα επίπεδα της αλυσίδας παροχής υπηρεσιών.
- (δ) Να υπάρξει σύγκριση χρεώσεων μεταξύ των διαφορετικών τρόπων εκτέλεσης, εκκαθάρισης, διακανονισμού και τήρησης τίτλων διασυνοριακών εντολών.

Στην έρευνα συμμετείχαν εκπρόσωποι Χρηματιστηρίων (18), CCP και Αποθετηρίων (40), Διαχειριστών Κεφαλαίων (200), Χρηματιστών όλων των κατηγοριών (240) και Θεματοφυλάκων (75), από 18 χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, από τους οποίους ζητήθηκε να παράσχουν στοιχεία με τη μορφή ερωτηματολογίων.

Τα στοιχεία αυτά στάλθηκαν σε άκρως εμπιστευτική βάση και επομένως σε αρκετά γραφήματα δημοσιεύονται μόνο συγκριτικοί Πίνακες (indexed graphs) και όχι απόλυτα νούμερα (με βάση Σύμβαση Εμπιστευτικότητας που υπέγραψαν οι συμμετέχοντες). Το Χρηματιστήριο Αθηνών και η EXAE ήταν ανάμεσα στους φορείς που επιλέχθηκαν από την Ε.Ε. για να παράσχουν στοιχεία.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αποφάσισε τον διαχωρισμό των χρηματιστηριακών αγορών ως εξής (βλ. OXERA Report σελ. 9):

- Κύριες Αγορές** – Γαλλία, Γερμανία, Ελβετία, Ιταλία, Ισπανία, Ην. Βασίλειο
- Δευτερεύουσες Αγορές** – Βέλγιο, Λουξεμβούργο, Ολλανδία, Νορβηγία, Πολωνία, Σουηδία
- Λοιπές Αγορές** – Αυστρία, Τσεχία, Δανία, Ελλάδα, Ιρλανδία, Πορτογαλία

Το παρόν επεξηγηματικό σημείωμα της ΕΧΑΕ, αποτελεί μια γενική σύνοψη της μελέτης της ΟΧΕΡΑ (η οποία επισυνάπτεται) με κεντρικό στόχο να αναδείξει τα στοιχεία που αφορούν την ελληνική αγορά.

## B. Σύνοψη Κυριότερων Αποτελεσμάτων Μελέτης

1. Ένα από τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης για την τριετία 2006 - 2008 είναι η **σημαντική ενίσχυση των διασυνοριακών συναλλαγών**, κυρίως στην κατηγορία των λοιπών χρηματιστηριακών αγορών, στην οποία συμπεριλαμβάνεται και η **Ελλάδα** (βλ. ενότητα 4.3, παράγραφος 2, σελ. 23 OXERA Report).

Για την **Ελλάδα**, τα βασικά συμπεράσματα, αναφορικά με τις διασυνοριακές συναλλαγές είναι τα εξής:

- (α) Η **δραστηριοποίηση ξένων Μελών** (βλ. πίνακα 4.25, σελ. 34 OXERA Report):

- έχει **αυξηθεί κατά 78% στο κομμάτι των συναλλαγών** (μέλη Χ.Α.) και **429% στο κομμάτι της εκκαθάρισης** (μέλη ΕΧΑΕ), όσον αφορά στον απόλυτο αριθμό Μελών.
- έχει **αυξηθεί κατά 381%**, όσον αφορά στην αξία συναλλαγών.

*Σημείωση ΕΧΑΕ: Υπενθυμίζεται ότι κατά τους 2 τελευταίους μήνες του 2006 έλαβαν άδεια λειτουργίας, ως εξ αποστάσεως Μέλη στο ΧΑ/ΕΧΑΕ, ορισμένα από τα Μέλη του ΧΑΚ, ενώ έκτοτε προστέθηκαν και άλλα Μέλη εξ αποστάσεως με βάση την εφαρμογή της MiFID.*

- (β) Η **δραστηριοποίηση σε ξένες μετοχές** (μετοχές καταχωρημένες σε Αποθετήρια ξένων αγορών) (βλ. πίνακα 4.26, σελ. 34 OXERA Report), έχει **αυξηθεί κατά 416%**.

*Σημείωση ΕΧΑΕ: Η αύξηση αυτή οφείλεται στη διαπραγμάτευση στο ΧΑ μετοχών καταχωρημένων στο ΧΑΚ (αρχικά της Τράπεζας Κύπρου και αργότερα της Marfin Popular Bank) μέσω της Κοινής Πλατφόρμας που ξεκίνησε τη λειτουργία της τον Οκτώβριο 2006.*

2. Ένα άλλο βασικό συμπέρασμα, που προκύπτει από τη μελέτη, είναι η **μείωση του κόστους συναλλαγών και εκκαθάρισης** από τα Χρηματιστήρια και τα Αποθετήρια.

Συγκεκριμένα:

- Το κόστος των συναλλαγών (Χρηματιστήρια & Εναλλακτικές Πλατφόρμες) **μειώθηκε** κατά μέσο όρο μεταξύ 20% και 40%, μετρούμενο ως ευρώ ανά συναλλαγή (βλ. γράφημα 4.1, σελ. 23 OXERA Report). Στην **Ελληνική Αγορά**, το κόστος συναλλαγών, **μειώθηκε κατά 26%** (βλ. πίνακα 4.27, πρώτη γραμμή, 2<sup>η</sup> στήλη, σελ. 35 OXERA Report).
- Το κόστος των συναλλαγών (Χρηματιστήρια & Εναλλακτικές Πλατφόρμες) **αυξήθηκε** κατά μέσο όρο μεταξύ 0% και 20%, μετρούμενο ως ποσοστό επί της αξίας συναλλαγής (βλ. γράφημα 4.2, σελ. 24 OXERA Report). Στην **Ελληνική Αγορά**, το κόστος συναλλαγών, **μειώθηκε κατά 34%** (βλ. πίνακα 4.27, πρώτη γραμμή, σελ. 35 OXERA Report).
- Το κόστος εκκαθάρισης και διακανονισμού (Αποθετήρια) **μειώθηκε** κατά μέσο όρο μεταξύ 0% και 20% (βλ. γράφημα 4.5, σελ. 25 OXERA Report). Στην **Ελληνική Αγορά**, το κόστος εκκαθάρισης και διακανονισμού, **μειώθηκε κατά 3%** μετρούμενο ως ευρώ ανά συναλλαγή και **κατά 18%** μετρούμενο ως ποσοστό επί της αξίας συναλλαγής (βλ. πίνακα 4.28, σελ. 35 OXERA Report).

3. Στη συνέχεια, η μελέτη ασχολείται με το κόστος διασυννοριακών συναλλαγών (χρεώσεις από τις χρηματιστηριακές εταιρείες όλων των ειδών στην Ευρώπη). Τα βασικά συμπεράσματα είναι τα εξής:

- (α) Το σταθμισμένο μέσο κόστος συναλλαγών (weighted average commission rate) για τους **ξένους θεσμικούς επενδυτές** για εκτέλεση εντολής (execution only) για μετοχές της εγχώριας αγοράς, όπως **προκύπτει από τον πίνακα 6.1 (σελ. 72 OXERA Report)**, έχει ως εξής:

<b>Σταθμισμένο Μέσο Κόστος Εκτέλεσης Εντολής</b>					
<b>(σε bp)</b>					
<b>Κύριες Αγορές</b>		<b>Δευτερεύουσες Αγορές</b>		<b>Λοιπές Αγορές</b>	
Γαλλία	10.3	Βέλγιο	7.9	Αυστρία	9.7
Γερμανία	8.9	Λουξεμβούργο	8.3	Τσεχία	27.1
Ιταλία	6.7	Ολλανδία	8.9	Δανία	8.2
Ισπανία	5.8	Νορβηγία	8.7	<b>Ελλάδα *</b>	<b>22.2</b>
Ελβετία	8.0	Πολωνία	28.2	Ιρλανδία	14.5
Ηνωμένο Βασίλειο	9.9	Σουηδία	8.3	Πορτογαλία	8.1
				Άλλες Ευρ. Αγορές	9.3
Μέσος Όρος	<u>8.3</u>		<u>11.7</u>		<u>15.0</u>

\* Συμπεριλαμβάνεται 7,5bp φόρος ανά κίνηση (αγορά/πώληση)

**Σημείωση EXAE:** Στην Ελληνική Αγορά ο φόρος επί των πωλήσεων είναι 15bp (και το OXERA Report τον επιμερίζει 7,5bp ανά κίνηση) και αποτελεί σχεδόν το 34% του κόστους συναλλαγής. Με βάση την επικείμενη κατάργηση του φόρου, από την 1/1/2010, αναμένεται ότι το κόστος συναλλαγών στην Ελληνική Αγορά θα μειωθεί στα 14,7bp.

- (β) Στον **πίνακα 6.4 (σελ. 75 OXERA Report)** φαίνεται ότι τα **εγχώρια Μέλη** (Local Firms) σε Ελλάδα, Ισπανία και Πορτογαλία προσφέρουν προς τους ξένους πελάτες το **χαμηλότερο συγκριτικά κόστος προμηθειών**.

Στην **Ελληνική Αγορά**, το κόστος αυτό (**των εγχώριων Μελών**) μετρημένο με κλίμακα το 100 είναι **42**. Αντίστοιχα, το κόστος που προσφέρουν τα **ξένα Μέλη**, χωρίς τοπική παρουσία (remote members) στην Ελληνική Αγορά, με κλίμακα το 100 είναι **88**. Τέλος, το κόστος που προσφέρουν οι ξένοι Brokers (διεθνείς brokers που δεν είναι Μέλη του ΧΑ), βρίσκεται στο **100**.

- (γ) Στον **πίνακα 7.11 (σελ. 85 OXERA Report)** φαίνεται ότι υπηρεσίες θεματοφυλακής σε όλη την Ε.Ε. για τις διασυννοριακές συναλλαγές είναι κατά πολύ υψηλότερες από τις ίδιες ακριβώς υπηρεσίες όπως αυτές προσφέρονται σε εγχώριους επενδυτές. Συγκεκριμένα, το κόστος διακανονισμού των διασυννοριακών συναλλαγών είναι **2,54 φορές ακριβότερο** από το κόστος διακανονισμού εγχώριων συναλλαγών. Επίσης, το κόστος θεματοφυλακής των διασυννοριακών συναλλαγών είναι **1,49 φορές ακριβότερο** από το αντίστοιχο κόστος θεματοφυλακής για τις εγχώριες συναλλαγές.

**Σημείωση EXAE:** Με δεδομένο ότι η καταχώρηση συναλλαγών στην Ελληνική Αγορά, από την EXAE, γίνεται στον τελικό δικαιούχο (direct holding model) και με βάση τα στοιχεία του **πίνακα 6.4 και του πίνακα 7.11 (σελ. 75 και σελ. 85 OXERA Report)**, δίνεται η δυνατότητα στα εγχώρια Μέλη να εξυπηρετήσουν με τον ίδιο ακριβώς τρόπο τους ξένους επενδυτές χωρίς να χρειάζεται η διαμεσολάβηση διεθνών ενδιάμεσων (global intermediaries) που ουσιαστικά ανεβάζει το κόστος.

- (δ) Το σταθμισμένο μέσο κόστος συναλλαγών (weighted average commission rate) για τους εγχώριους επενδυτές (βλ. πίνακα 6.3, σελ. 73 OXERA Report) ανέρχεται σε:
- **12 bp** για **εγχώριους Θεσμικούς Επενδυτές** (σε όλες τις Ευρωπαϊκές Αγορές)
  - **51 bp** για **Ιδιώτες Επενδυτές** στις Λοιπές Αγορές (όπου συμπεριλαμβάνεται και η **Ελλάδα**) (έναντι 33 bp και 27 bp για τις Κύριες και Δευτερεύουσες Αγορές αντίστοιχα).
- 4.** Το μέσο κόστος που χρεώνουν τα Χρηματιστήρια και οι εναλλακτικές πλατφόρμες συναλλαγών στην Ευρωπαϊκή Ένωση (βλ. πίνακα 6.6, σελ. 77 OXERA Report), με βάση την Αξία Συναλλαγών, **αυξήθηκε** από 0,43 bp το 2006 σε 0,47 bp το 2008.  
Στην **Ελληνική Αγορά**, το ίδιο χρονικό διάστημα, το **κόστος συναλλαγών** που χρεώνει το Χρηματιστήριο Αθηνών **μειώθηκε κατά** μέσο όρο **34%** (από 2 bp σε 1,5 bp για τις κανονικές συναλλαγές και από 2 bp σε 1 bp για τα πακέτα).
- 5.** Το μέσο κόστος που χρεώνουν τα Αποθετήρια στην Ευρωπαϊκή Ένωση (βλ. πίνακα 7.7, σελ. 82 OXERA Report) για υπηρεσίες θεματοφυλακής, με βάση την Αξία του Χαρτοφυλακίου, ανέρχεται σε 0,69 bp.  
Στην **Ελληνική Αγορά**, η **ΕΧΑΕ** χρεώνει, **για χρήσεις υποδομών**, ένα κλιμακούμενο κόστος, που ξεκινά από **0,30 bp** και βαίνει μειούμενο μέχρι τα **0,20 bp**.

## Γ. Γενικά Συμπεράσματα για την Ελληνική Αγορά

- Στην Ελληνική Αγορά εμφανίζεται μείωση του κόστους συναλλαγών τόσο στη διαπραγμάτευση όσο και στην εκκαθάριση. Η αγορά μας παραμένει πιο ακριβή από τις άλλες Ευρωπαϊκές αγορές, κυρίως λόγω της ύπαρξης του φόρου επί των πωλήσεων (15 bp). Η κατάργηση του φόρου επί των πωλήσεων (που αναμένεται να τεθεί σε εφαρμογή από 1/1/2010) θα μειώσει το κόστος συναλλαγών στην Ελληνική Αγορά κατά 34% και θα εξομοιώσει το κόστος της Ελληνικής Αγοράς με το μέσο κόστος της ομάδας των Λοιπών Αγορών (στην οποία έχει κατατάξει η Ε.Ε. και την Ελληνική Αγορά).
- Με δεδομένο το γεγονός ότι η καταχώρηση των συναλλαγών στην ελληνική αγορά, από την ΕΧΑΕ, γίνεται στον τελικό δικαιούχο (direct holding model), δίνεται η δυνατότητα στα εγχώρια Μέλη να εξυπηρετήσουν με τον ίδιο ακριβώς τρόπο τους ξένους επενδυτές χωρίς να χρειάζεται η διαμεσολάβηση διεθνών ενδιαμέσων (global intermediaries) που ουσιαστικά ανεβάζει το κόστος.
- Η σταδιακή μείωση των προμηθειών από τον Όμιλο της ΕΧΑΕ που έχει υιοθετηθεί μέχρι σήμερα κινείται προς την ορθή κατεύθυνση. Η πολιτική αυτή υλοποιείται λαμβάνοντας υπόψη παραμέτρους όπως η ανταγωνιστικότητα της ελληνικής αγοράς, το επίπεδο της αξίας συναλλαγών και η ελαστικότητα των χρεώσεων του Ομίλου έναντι αυτών που αντιμετωπίζει ο επενδυτής.

### Υποσημειώσεις ΕΧΑΕ

Πρέπει να σημειωθεί ότι παρά τη σημαντική προσπάθεια που έχει καταβληθεί για τη σύνταξη της μελέτης, τα δεδομένα που συλλέχθηκαν και ελέγχθηκαν από την ΟΧΕΡΑ δημιουργούν ορισμένα ερωτηματικά σε μερικές περιπτώσεις για την ακρίβεια - πληρότητα τους ([Η περιγραφή της μεθοδολογίας αποτελεί το πρώτο τμήμα της αναφοράς της ΟΧΕΡΑ, σελ. 5-17.](#)).

Ειδικότερα:

- (α) Σε ορισμένες περιπτώσεις τα στατιστικά δείγματα ενδέχεται να είναι μικρά για εξαγωγή μέσων όρων και συμπερασμάτων.
- (β) Η υποβολή στοιχείων από τους φορείς ενέχει υποκειμενικότητα.
- (γ) Δεν είναι δυνατόν να υπάρξει πλήρης και ενδεδειγμένος έλεγχος όλων των στοιχείων που υποβλήθηκαν.
- (δ) Όπως σε όλες τις στατιστικές μελέτες υπάρχει σφάλμα.
- (ε) Επειδή οι τρόποι χρέωσης διαφέρουν σημαντικά ανά χώρα, κλάδο, φορέα κλπ η ενοποιημένη εικόνα που παρουσιάζεται, πολλές φορές, οδηγεί σε μη συγκρισιμότητα και επομένως λανθασμένα συμπεράσματα. Για παράδειγμα εάν η τιμή χρέωσης είναι ανά αξία συναλλαγών (πχ σε bp), η αναγωγή της σε ευρώ ανά συναλλαγή προϋποθέτει μια μέση αξία συναλλαγής για τη μετατροπή. Η χρησιμοποιούμενη τιμή μπορεί να είναι κοινή για τους σκοπούς των υπολογισμών, όμως μπορεί κάλλιστα να μην είναι ενδεικτική ή πρόποσα για ορισμένες χώρες. Έτσι, στην πράξη μπορεί να αλλοιώνονται τα συμπεράσματα.
- (στ) Ο τρόπος μέτρησης του κόστους ως λόγος εσόδου έναντι αριθμού συναλλαγών που χρησιμοποιεί η μελέτη, πολλές φορές οδηγεί σε λανθασμένα συμπεράσματα αναφορικά με τις πραγματικές χρεώσεις.