

Europese integratie effectenmarkt nog niet afgerond

Europa streeft al jaren naar de realisatie van een interne financiële markt die wereldwijd concurrerend is. Clearing en settlement zijn een belangrijk onderdeel van die interne markt en worden wel de ruggengraat genoemd van het financiële systeem. Europa heeft een geïntegreerde en efficiënte clearing en settlement nodig om grensoverschrijdende effectentransacties te faciliteren. Toch is hier bijna een decennium na de Lissabon agenda nog weinig sprake van. Maatregelen van de Europese Commissie hebben geresulteerd in een spectaculaire daling van clearingtarieven, waardoor de concurrentiepositie van Europa is verbeterd. Maar de markt voor handel en clearingplatformen is gefragmenteerder dan ooit met alle risico's van dien. Nodig voor de realisatie van één geïntegreerde Europese effectenmarkt zijn een geharmoniseerd toezichtkader in Europa en de vorming van een gelijk speelveld (level playing field).

Het Europese versus het Amerikaanse model voor clearing en settlement

De afwikkeling van een effectentransactie, ook wel clearing en settlement genoemd, vormt een belangrijke component van de kosten van een grensoverschrijdende transactie in Europa. Als een transactie tot stand komt, wordt er een instructie naar het clearinghuis gestuurd. Een clearinghuis, ook wel central counterparty of CCP genoemd, saldeert de verplichtingen van de kopers en verkopers en stelt zich garant voor de afwikkeling van hun transacties. Het settlementhuis, ook wel central securities depository of CSD genoemd, zorgt ervoor dat de geld- en effectenrekeningen daadwerkelijk worden bijgewerkt als gevolg van de transactie. Het concept CCP speelt in de discussies over het veiliger maken van de markt voor kredietderivaten (zie het artikel 'Centrale tegenpartij voor kredietderivaten is niet genoeg' in dit Kwartaalbericht).

In vergelijking met de Verenigde Staten is grensoverschrijdende handel in Europa een kostbare zaak. Europa kent geen centraal effectenclearing- en settlementhuis. Terwijl Amerika werkt met één centraal systeem voor de clearing en settlement van de effectenhandel, de zogenoemde Depository Trust & Clearing Corporation, kortweg DTCC, en met slechts enkele grote voor derivatenhandel, kent Europa veelal nationaal georganiseerde effectenclearing en -settlement structuren. Nationaal is clearing en settlement vaak nog wel efficiënt georganiseerd, maar aan een grensoverschrijdende transactie zijn vaak hoge kosten verbonden.

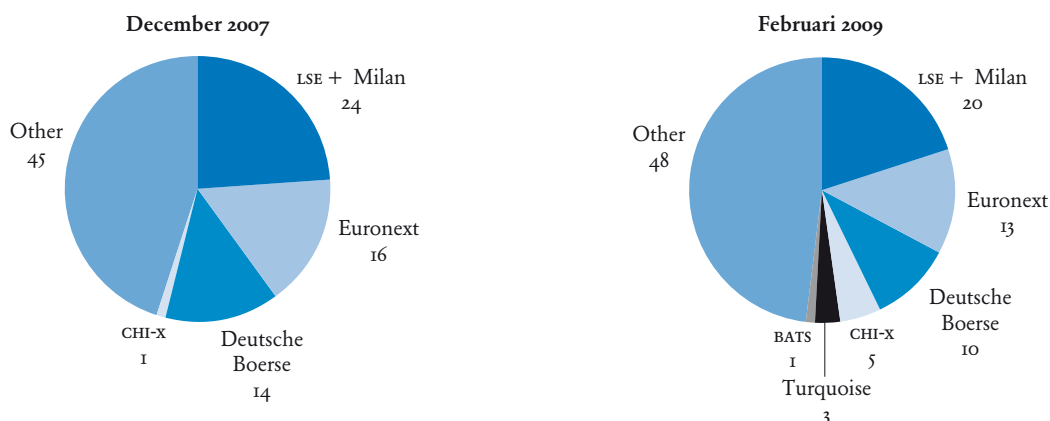
Voor een grensoverschrijdende transactie dient een belegger gebruik te maken van meerdere nationale syste-

men. Per land of regio bestaan grote verschillen in de wijze waarop de systemen zijn vormgegeven: terwijl in sommige landen de beurzen, clearinghuizen en settlementhuizen elk aparte ondernemingen zijn, is elders de beurs eigenaar van het clearing en/of settlementhuis. Er bestaan grote juridische, fiscale en technische verschillen tussen de verschillende Europese landen. Er is bovendien geen Europese richtlijn voor effectenclearing en settlement. Een beurs, CCP of CSD die zijn diensten in een ander land aanbiedt, kan geen gebruik maken van een Europees paspoort zoals bij krediet- en beleggingsinstellingen, maar dient in ieder land te voldoen aan uiteenlopende eisen van de verschillende nationale toezichhouders. Al deze verschillen dragen bij aan de relatief hoge kosten in Europa voor grensoverschrijdende transacties. Daarenboven leidde het gebrek aan concurrentie tussen beurzen, clearinghuizen en settlementhuizen tot voor kort tot monopolieposities en hoge winstmarges. Alternatieve handelsplatformen bleken in het verleden onvoldoende succesvol om een daadwerkelijke dreiging te vormen voor de traditionele beurzen. De initiatieven werden vaak na een kort, marginaal bestaan weer stopgezet.

De verschillen in opzet en werkwijze tussen de studies verklaren de verschillen in uitkomsten. Echter uit iedere studie blijkt dat de kosten van clearing en settlement in de VS lager zijn dan in Europa. De studies zijn overigens uitgevoerd vóór 2006.

Grafiek 1 Marktaandeel in Europese aandelen

In procenten



Tabel 1 Post-trade kosten per transactie voor gebruiker van EU-clearing en settlement

Situatie van voor mei 2006

Kostenstudies	Totaal			Binnenlands			
	EU	vs	Ratio	EU	vs	Ratio	
CEPS	3,10	0,40	7,75	1,74	0,40	4,35	
LSE/Oxera	3,41	0,53	6,43	2,04	0,53	3,85	
Giovannini I	2,86	0,46	6,22	1,49	0,46	3,24	
NERA				0,10	0,65	1,00	6,50
DBAG				0,30	0,60	1,50	3,00

Bron: Annex 1 'Analysis of studies examining European post-trading costs' bij het 'Draft working document on post trading activities' van de Europese Commissie, DG Internal Markets, mei 2006.

Het concurrentiebevorderend effect van de MiFID en de Code of Conduct

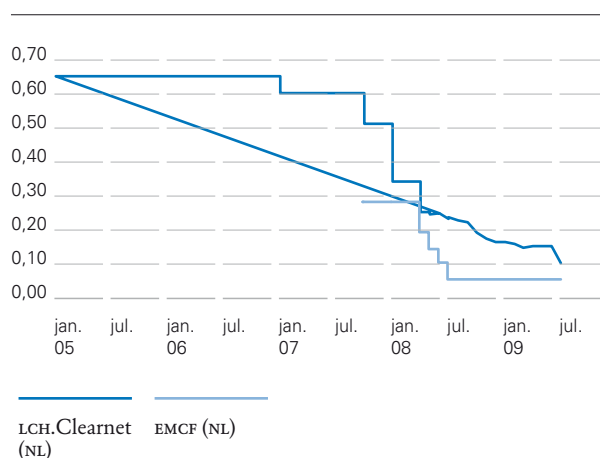
De hoge kosten voor grensoverschrijdende handel, de monopolioïde positie van de infrastructuur en het gebrek aan concurrentie zijn al jaren een doorn in het oog van velen, waaronder de Europese Commissie. Om de concurrentie tussen beurzen en handelsplatformen te bevorderen heeft de Europese Commissie de 'Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)' uitgegeven, die per november 2007 van kracht werd. Naast de traditionele beurzen, de zogenoemde gereglementeerde markten, krijgen alternatieve handelsplat-

formen een nieuwe formele status, de zogenoemde 'multilateral trading facilities' (MTF's). Handelaren zijn verplicht om orders van hun klanten uit te voeren op het handelsplatform dat de beste prijs biedt volgens het 'best execution' principe. Slechts enkele artikelen in de MiFID zijn gewijd aan clearing en settlement, die bepalen dat een marktpartij het recht heeft om toegang te krijgen tot een buitenlands clearing- en/of settlementhuis en dat een gereglementeerde markt of MTF vrij is om een bepaald clearing- en/of settlementhuis te contracteren. Dubbel toezicht/oversight op dat clearing- en/of settlementhuis is in principe niet toegestaan.

Om concurrentie te bevorderen is meer nodig dan enkele toegangsbevestigingen in de MiFID. In 2006 bepaalde EU-commissaris Charly McCreevy dat zelfregulering te verkiezen is boven een aparte richtlijn voor clearing en settlement. De sector voor handel, clearing en settlement heeft daarom in november 2007 een Code of Conduct, een gedragscode ondertekend die concurrentie moet bevorderen en zo de grensoverschrijdende kosten moet verlagen. Een van de speerpunten van de gedragscode is interoperabiliteit, dat wil zeggen dat clearing- en settlementhuizen onderling links opzetten om dezelfde handelsplatformen dan wel clearinghuizen te kunnen bedienen tegen concurrerende voorwaarden.

Grafiek 2 Ontwikkeling clearingtarieven in Nederland¹

In euro



¹ Van 1 april 2008 tot 1 juli 2009 zijn de clearingtarieven van LCH.Clearnet sa niet gebaseerd op een vast, uniform tarief, maar op de transactievolumes per clearing member. In de grafiek zijn de gemiddelde tarieven weergegeven.

De balans na ruim één jaar MiFID en twee jaar gedragscode

De MiFID is anderhalf jaar van kracht en de gedragscode ruim twee jaar: de effecten zijn duidelijk zichtbaar op de effectenmarkt. Tabel 2 vat de belangrijkste gevolgen samen.

Tabel 2 Positieve en negatieve gevolgen van de **MiFID** en de **Code of Conduct**

Positief	Negatief
Toegenomen concurrentie	Toegenomen complexiteit en fragmentatie van liquiditeit is risicovol
Monopolies aangetast	Geen Europees paspoort voor clearing en settlement, en daardoor geen 'regulatory level playing field'
Significante afname tarieven	Geen link gerealiseerd - geen interoperabiliteit
Prijstransparantie	

Een belangrijke ontwikkeling is dat er verschillende nieuwe handelsplatformen, MTF's, zijn opgericht. In hun kielzog zijn ook enkele nieuwe clearinghuizen ontstaan. De nieuwkomers lijken de monopoliepositie van bestaande beurzen en clearinghuizen inderdaad te doorbreken.

Een voorbeeld van een succesvol nieuw handelsplatform is Chi-X. The European Multilateral Clearing Facility (EMCF), dochter van Fortis Bank Nederland Holding, is het clearinghuis van Chi-X. Andere onlangs opgerichte handelsplatformen zijn Turquoise, NasdaqOMX en BATS. EMCF is ook het clearinghuis van NasdaqOMX en BATS. EuroCCP is een tweede nieuw clearinghuis, dat transacties cleart voor Turquoise.

Grafiek 1 toont de marktverschuivingen sinds december 2007. Het marktaandeel van Chi-X is gegroeid van 1% in 2008 gegroeid naar ruim 5% marktaandeel in februari 2009. De marktaandelen van grote beurzen als London Stock Exchange Group (LSE en Milaan), Euronext en Deutsche Börse zijn juist gezakt met enkele procentpunten. Turquoise heeft na een half jaar een marktaandeel van een kleine 3%.

Sinds 2006 dalen de handel- en clearingtarieven sterk onder druk van (verwachte) concurrentie. Grafiek 2 toont het beloop van de tarieven van LCH.Clearnet SA, van oudsher de CCP van de Euronextmarkten, en van EMCF, de CCP van onder andere Chi-X. Kostte de clearing per transactie in 2005 bij LCH.Clearnet SA nog EUR 0,65, inmiddels is dit tarief verlaagd tot EUR 0,10. EMCF vraagt EUR 0,05 per transactie. Mede dankzij de bepalingen in de Code of Conduct zijn de tarieven openbaar gemaakt.

De complexiteit van de effectenmarkt neemt toe

De complexiteit van de markt neemt toe. Naast de bestaande nationale beurzen, clearing- en settlementhuizen in Europa zijn er tenminste zes nieuwe handelsplatformen en twee nieuwe clearinghuizen bijgekomen. De gedragscode heeft geresulteerd in ongeveer negentig aanvragen voor links tussen handelsplatformen, clearing- en settlementhuizen. Deze links moeten de concurrentie gaan bevorderen. Tot nu toe is er nog geen enkele link gerealiseerd onder de Code of Conduct. Dit lijkt echter te veranderen, nu clearingtarieven steeds meer op een zelfde laag niveau komen. Handelaren en clearing-members krijgen last van de gefragmenteerde markt die noodzaakt onderpand op verschillende plekken neer te leggen. Interoperabiliteit maakt het mogelijk om een via één CCP toegang tot meerdere handelsplatformen te krijgen, zodat handelaren slechts op één plaats onderpand hoeven neer te leggen.

Door deze links wordt de marktstructuur echter nog ondoorzichtiger. Bovendien zorgt een link tussen twee clearinghuizen in principe voor een toename van het risicoprofiel van een clearinghuis. De juridische, operationele en financiële risico's dienen beperkt te worden. Mocht een clearinghuis failliet gaan, dan kan deze andere CCP's mee trekken en zo een domino-effect aan faillissementen veroorzaken. Zolang toezichthouders en clearinghuizen zich bewust zijn van deze risico's en deze afdoende beperken, is het risico voor de gehele effectenmarkt te overzien. Doordat een geharmoniseerd toezichtkader ontbreekt in Europa is het onduidelijk of aan deze voorwaarde momenteel is voldaan¹.

De verscheidenheid aan nationale toezichthouders met verschillende toezichtkaders bemoeilijkt ook de concurrentie in grensoverschrijdende handel. Bij gebrek aan een Europees paspoort dient elk clearinghuis, dat grensoverschrijdende diensten biedt, te voldoen aan de verschillende, niet-geharmoniseerde eisen van de verschillende toezichthouders in Europa. Dit bemoeilijkt het aanbieden van grensoverschrijdende clearingdiensten en kan de ene partij bevoordelen ten opzichte van de andere. Er is dan ook geen sprake van een gelijk speelveld, level playing field, voor clearinghuizen in Europa.

Conclusie

De maatregelen die in Europa zijn getroffen om een interne financiële markt te realiseren zijn tien jaar na de Lissabon agenda ten dele succesvol gebleken. Met name

de MiFID heeft de concurrentie tussen handelsplatformen en clearinghuizen gestimuleerd. De tarieven van handel en clearing zijn sterk gedaald en de monopolistische trekken van handel en clearing lijken te zijn verminderd. De markt is echter nog niet geïntegreerd maar bestaat uit een ondoorzichtige hoeveelheid platformen. Nu interoperabiliteit realiteit lijkt te worden, kan dit de complexiteit van de markt verder vergroten en extra risico's voor de effectenmarkt betekenen. Het gebrek aan een geharmoniseerd toezichtkader in Europa en een gelijk speelveld zal hierdoor nog duidelijker zichtbaar worden.

¹ Investigation of risks arising from the emergence of multi-cleared trading platforms, Joint Regulatory Authorities of ICH.Clearnet Group, July 2008.