



## Infrastructuur van effectentransacties; werkt marktgedreven integratie?

**Auteur(s):**

Elsenburg, W.

De auteur was werkzaam bij de divisie Ontwikkeling betalingsverkeer van de Nederlandsche Bank en werkt momenteel op de divisie Financiële stabiliteit. [W.Elsenburg@dnb.nl](mailto:W.Elsenburg@dnb.nl)

**Verschenen in:**

ESB, 89e jaargang, nr. 4433, pagina 228, 14 mei 2004

**Rubriek:**

Financiële markten

**Trefwoord(en):**

*Hoe kan de integratie van nationale infrastructuren voor effectentransacties het beste worden vormgegeven? Concurrentie tussen aanbieders van deze infrastructuur is niet zonder problemen. Daardoor ontstaan verschillende risico's als integratie aan de markt wordt overgelaten. Delen van de infrastructuur kunnen mogelijk worden bestempeld als natuurlijk monopolie.*

Daar waar de introductie van de euro heeft geleid tot de integratie van geldmarkten, zijn effectenmarkten binnen het eurogebied nog steeds sterk gescheiden. Dit komt tot uiting in hoge kosten voor grensoverschrijdende effectentransacties, met als gevolg dat een optimale allocatie van financiële middelen binnen de emu wordt belemmerd. Oorzaak van deze hoge kosten is de huidige, vaak nog langs nationale grenzen gefragmenteerde infrastructuur voor de afwikkeling van effectentransacties. Daarmee is integratie van deze infrastructuur een vereiste voor de totstandkoming van één effectenmarkt in de muntunie.

Europese beleidsmakers staan voor de vraag hoe de integratie van de infrastructuur het best tot stand kan worden gebracht: in hoeverre kan worden vertrouwd op marktkrachten en waar ligt een taak voor de publieke sector? Het antwoord op deze vraag hangt onder meer af van de mogelijkheid dat aanbieders van infrastructuur op effectieve wijze met elkaar concurreren.

De huidige beleidslijn van de Europese Commissie is dat integratie zo veel mogelijk moet worden overgelaten aan de markt. Dit beleid herbergt echter verschillende risico's in zich wanneer concurrentie onvoldoende tot stand komt.

Een alternatief beleid zou kunnen zijn delen van de infrastructuur te bestempelen als natuurlijk monopolie en dus niet te streven naar concurrentie tussen aanbieders van deze infrastructuur. Een dergelijk beleid wordt ondersteund door de visie van het Europees parlement en vertoont gelijkenissen met de wijze waarop in de vs centralisatie van de infrastructuur voor de afwikkeling van effectentransacties is bewerkstelligd (Europees Parlement, 2002).

In dit artikel worden enkele kantekeningen geplaatst bij het huidige beleid van de commissie. Daartoe wordt eerst de huidige nationale en internationale infrastructuur beschreven. Vervolgens wordt op meer theoretische wijze gekeken naar verschillende vormen van concurrentie binnen de infrastructuur voor effectenafwikkeling. Daarna wordt ingegaan op risico's van het huidige beleid en wordt een mogelijk alternatief beleid voorgesteld.

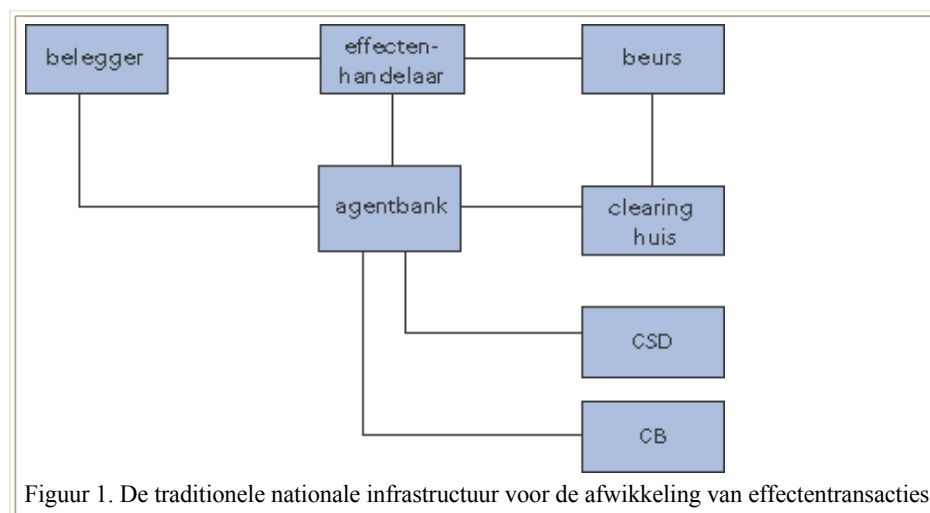
### Visie van de Europese Commissie

Europese infrastructuren voor clearing en settlement (zie kader) van effectentransacties hebben zich op nationaal niveau en onafhankelijk van elkaar ontwikkeld. Hierdoor verschillen deze sterk van elkaar in technische vereisten, toezichtkader en juridische onderbouwing (Giovannini, 2001). Dit heeft er toe geleid dat nationale effectentransacties op efficiënte wijze worden afgewikkeld, maar dat communicatie tussen nationale infrastructuren moeizaam verloopt. Grensoverschrijdende transacties zijn daardoor kostbaar en dragen meer risico's in zich.

Het beleid van de Europese Commissie, gericht op de integratie van deze nationale infrastructuren, heeft als belangrijke doelstellingen het creëren van de juiste randvoorwaarden voor een marktgedreven integratieproces. Een van de randvoorwaarden is voldoende concurrentie tussen de aanbieders van infrastructuur. De commissie tracht concurrentie te stimuleren door middel van harmonisatie van regelgeving en maatregelen gericht op het wegnemen van nationale verschillen. Hierdoor wordt het voor aanbieders van infrastructuur eenvoudiger om ook activiteiten in het buitenland te ontplooiën, hetgeen concurrentie kan stimuleren en ook bijdraagt aan de veiligheid van grensoverschrijdend effectenverkeer. Daarnaast pleit de commissie voor enkele specifiek op concurrentie gerichte maatregelen, zoals open en transparante toegangscriteria en prijsregulering.

Het is echter de vraag of deze maatregelen afdoende zijn om ook daadwerkelijk concurrentie tot stand te brengen binnen alle onderdelen van de infrastructuur. De combinatie van integratie en concurrentie vereist links tussen clearinghuizen, die niet zonder meer tot stand zullen komen, terwijl concurrentie tussen centrale bewaarinstellingen vooral wordt belemmerd door de centrale registratiefunctie van deze instellingen.

Binnen de infrastructuur voor de afwikkeling van effectentransacties kan een onderscheid worden gemaakt tussen basisinfrastructuur, intermediairs en beleggers (zie [figuur 1](#)).



Beleggers zijn doorgaans niet direct aangesloten op een effectenbeurs, maar maken gebruik van effectenhandelaren die namens hen beurstransacties aangaan. Vervolgens zorgen zogenoemde agentbanken voor de verdere afwikkeling van deze transacties. Zij beheren de effecten en de liquide middelen van beleggers. Wanneer een handelaar, namens de belegger, een transactie is aangegaan, ontvangt de betrokken agentbank de details van deze transactie, op basis waarvan geld en effecten worden uitgewisseld met de agentbank van de tegenpartij van de belegger. Deze overdracht van geld en effecten tussen agentbanken vindt plaats binnen de basisinfrastructuur, die naast een beurs (of handelsplatform) bestaat uit een clearinghuis, een centraal bewaarinstituut (Central Securities Depository (csd)) en de lokale centrale bank. Van oudsher opereren effectenhandelaren en agentbanken in een concurrerende omgeving, daar waar de aanbieders van de basisinfrastructuur traditioneel nationale monopolisten zijn zonder winstoogmerk.

#### *Clearinghuizen en centrale bewaarinstellingen*

Een clearinghuis heeft allereerst als taak om aan het einde van een handelsdag leverings- en betalingsverplichtingen te berekenen. Daarnaast treedt het clearinghuis in veel moderne markten op als centrale tegenpartij. Dit betekent dat alle op de beurs tot stand gekomen transacties worden omgezet in verplichtingen ten opzichte van het clearinghuis. De verkopende partij heeft hierdoor een leveringsverplichting aan het clearinghuis, terwijl het clearinghuis een betalingsverplichting heeft ten opzichte van deze verkoper. Hetzelfde geldt in omgekeerde zin voor een koper van effecten. Deze centrale tegenpartijfunctie maakt een geavanceerder risicomanagement mogelijk en vereenvoudigt ook het tegen elkaar wegstrepen van transacties, het zogeheten 'netteren'. Dit laatste vermindert af te wikkelen volumes en daarmee het liquiditeitsbeslag.

Na clearing worden transacties tussen agentbanken gesetteld bij de csd (effecten) en de centrale bank (geld). De belangrijkste functies van een csd zijn de centrale registratie van effecten en de hieruit voortvloeiende settlement. Centrale registratie houdt in dat de csd van alle effecten in een bepaalde serie, bijvoorbeeld alle aandelen Akzo, registreert wie de eigenaren zijn. Het doel van centrale registratie is het overbodig maken van fysieke levering: eigendomsoverdracht vindt plaats door een overboeking, ofwel settlement, in de administratie van de csd. Gevolg hiervan is dat de eigenaar van centraal geregistreerde effecten altijd direct of indirect moet zijn verbonden met de csd die deze registratie voert (de uitgevende csd)<sup>1</sup>.

Dit neemt niet weg dat settlement ook kan plaatsvinden buiten de uitgevende csd. Ook agentbanken en andere csd's kunnen transacties settelen door intern effecten over te boeken, binnen hun depot bij de uitgevende csd, wanneer twee van hun klanten onderling een transactie aangaan. Binnen de nationale infrastructuur vindt de betaling van effectentransacties doorgaans plaats bij de centrale bank.

---

### **Grensoverschrijdende transacties**

Elk land heeft traditioneel zijn eigen nationale infrastructuur waarin een beperkt aantal clearinghuizen en meestal één csd actief zijn. Gevolg hiervan is dat het eurogebied momenteel aparte infrastructuren kent, die slechts beperkt onderling verbonden zijn. Hierdoor worden grensoverschrijdende transacties meestal niet binnen deze basisinfrastructuur afgewikkeld, maar via agentbanken die zich specifiek hierop hebben toegelegd door een netwerk te onderhouden van links naar de verschillende nationale infrastructuren; lokale clearinghuizen, csd's en centrale banken. Het onderhouden van zo'n netwerk brengt kosten met zich mee. Voor elk land afzonderlijk moet opnieuw worden geïnvesteerd in een aansluiting op de lokale infrastructuur. De kosten hiervan zijn hoog omdat nationale infrastructuren sterk van elkaar verschillen (Giovannini, 2001), bovendien leiden deze lokale verschillen tot hoge kosten voor het onderhouden van verbindingen tussen infrastructuren. Dit verklaart de hoge kosten van grensoverschrijdende effectentransacties.

Integratie van nationale infrastructuren door links of fusies tussen clearinghuizen en csd's kan de kosten van grensoverschrijdende transacties verlagen. Indien dit proces wordt vormgegeven door de markt, zoals de commissie voorstaat, geldt als vereiste dat clearinghuizen en csd's effectief met elkaar concurreren. Immers, wanneer clearinghuizen en csd's commerciële organisaties zijn, is de tucht van de markt noodzakelijk om monopoliewinsten te voorkomen. Omdat clearinghuizen en csd's traditioneel nationale monopolisten

zijn zonder winst oogmerk, betekent het stimuleren van concurrentie tussen deze onderdelen van de basisinfrastructuur een duidelijke verandering ten opzichte van de traditionele marktstructuur. De commissie wil concurrentie tussen clearinghuizen en csd's onderling stimuleren, maar ook concurrentie tussen agentbanken en aanbieders van basisinfrastructuur.

Hieronder zullen de verschillende vormen van concurrentie worden geanalyseerd. Achtereenvolgens wordt gekeken naar twee manieren van concurrentie tussen clearinghuizen, concurrentie tussen agentbanken en csd's en concurrentie tussen csd's onderling.

## Concurrentie

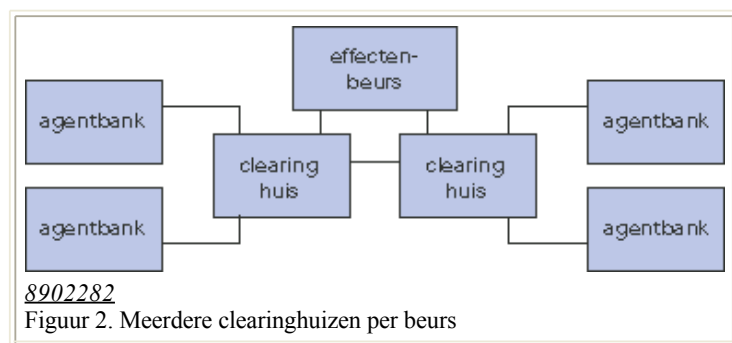
Er zijn twee mogelijke vormen van concurrentie tussen clearinghuizen. Ten eerste kan concurrentie tussen clearinghuizen simpelweg betekenen dat clearinghuizen concurreren om alle transacties op een bepaalde beurs te mogen clearen. Dit kan dan leiden tot een tijdelijke verbintenis tussen beurs en clearinghuis, waarbij de keuze voor een clearinghuis onder meer wordt bepaald door de tarieven die het aan agentbanken in rekening brengt. Hierdoor ontstaat voor clearinghuizen een prikkel om efficiënt te werken en in deze zin is concurrentie effectief.

### Netwerkeffecten in clearing

Een belangrijk aandachtspunt bij deze vorm van concurrentie is echter het bestaan van netwerkeffecten in clearing als gevolg van het tegen elkaar kunnen wegstrepen van transacties. Hierdoor heeft een groot clearinghuis een voordeel boven een kleiner, of nieuw, clearinghuis. Agentbanken zullen immers een clearinghuis prefereren dat transacties over meerdere markten kan salderen en dat zo het gezamenlijke liquiditeitsbeslag van deze transacties reduceert. Omdat grotere clearinghuizen een concurrentievoordeel ontleen aan dit netwerkeffect is concurrentie mogelijk niet effectief en bestaat uiteindelijk de kans dat slechts één clearinghuis overblijft. Dit fenomeen staat in de economische literatuur bekend als 'tipping'.

### Onderling verbinden van clearinghuizen

Een andere vorm van concurrentie ontstaat wanneer een beurs de keus biedt tussen verschillende clearinghuizen. Dit vereist dat clearinghuizen onderling verbonden zijn (zie [figuur 2](#)).



Op deze wijze verrekenen de clearinghuizen gezamenlijk alle transacties die op de beurs tot stand komen, waarbij de link tussen de clearinghuizen dient voor de onderlinge uitwisseling van informatie. Doordat de clearinghuizen onderling verbonden zijn, is het mogelijk dat elke agentbank transacties cleart met elke andere agentbank ook indien deze is aangesloten bij een ander clearinghuis. Voor agentbanken ontstaat zo de keus tussen meerdere clearinghuizen en daarmee permanente concurrentie tussen clearinghuizen. In deze situatie zijn de positieve netwerkeffecten verbonden aan clearing niet langer van toepassing op specifiek één clearinghuis, maar op alle verbonden clearinghuizen<sup>2</sup>. Daarmee wordt dus een belangrijk obstakel tegen concurrentie tussen clearinghuizen teniet gedaan. De commissie onderkent dit voordeel van deze vorm van concurrentie en stelt dan ook dat clearinghuizen bereid moeten zijn tot het aangaan van dergelijke links. Een clearinghuis dient hetzelfde soort eisen te stellen aan andere clearinghuizen als aan agentbanken, aldus de commissie.

Een nadeel van deze tweede vorm van concurrentie is echter dat clearinghuizen niet altijd belang hebben bij het aangaan van onderlinge links. Hoewel enerzijds geldt dat een link tussen clearinghuizen voor beide het positieve effect heeft dat ze hun klanten beter kunnen bedienen doordat clearing met een grotere groep tegenpartijen mogelijk is, geldt anderzijds dat de hierdoor ontstane concurrentie marges kan verlagen. Ook kan een relatief groot clearinghuis gebruik maken van netwerkeffecten om zijn concurrentiepositie te versterken, zodat het geen prikkel heeft om een link aan te gaan met andere clearinghuizen.

Voorts geldt dat clearinghuizen ook de optie hebben te fuseren. Zo kunnen beide profiteren van de aanwezige netwerkeffecten, maar dan zonder de druk op marges die ontstaat door concurrentie. Het is daarmee niet vanzelfsprekend dat clearinghuizen altijd zullen kiezen voor het aangaan van een onderlinge link.

### Concurrentie van agentbanken en csd's

Centrale registratie van effecten is per definitie een monopolie en daarmee is concurrentie met de uitgevende csd een complex concept. Voortvloeiend uit deze functie zorgen csd's voor settlement van transacties tussen agentbanken onderling en daarmee bestaat traditioneel een zekere segmentatie tussen de markt waarin een csd opereert en de markt waarin een agentbank diensten aanbiedt. Wanneer csd's commerciële organisaties zijn, kan deze marktsegmentatie onder druk komen te staan. Csd's kunnen immers de neiging hebben het marktaandeel te vergroten door meer diensten aan te bieden, zoals bijvoorbeeld het verstrekken van krediet, om het zo aantrekkelijk te maken voor beleggers om direct op de csd aangesloten te zijn in plaats van via een agentbank.

In dit geval concurreren csd's en agentbanken met elkaar, terwijl agentbanken tegelijkertijd afhankelijk zijn van de csd, omdat deze

effecten centraal registreert. Een csd zal de neiging hebben gebruik te maken van deze afhankelijkheid, bijvoorbeeld via hoge tarieven aan agentbanken voor toegang tot de csd. Dit verstoort de concurrentieverhoudingen. Daarom is het belangrijk dat een zekere marktsegmentatie in stand blijft, zodanig dat voor agentbanken een zogenoemd neutraal medium bestaat voor de settlement van onderlinge transacties. Voor de geldzijde van effectentransacties wordt deze functie doorgaans vervuld door de centrale bank.

Momenteel staat in verschillende landen de segmentatie tussen de markt waarin een csd opereert en die waarin agentbanken diensten aanbieden onder druk. Een belangrijk voorbeeld in deze is de fusie van Euroclear met verschillende nationale csd's. Euroclear is een commerciële organisatie met een veel uitgebreider dienstenpakket dan dat van csd's en hierdoor concurreert ze met agentbanken. Volgens Euroclear wordt geen misbruik gemaakt van het bezit van csd's omdat de csd-diensten tegen kostprijs worden aangeboden. Concurrerende agentbanken zijn het hier niet mee eens en wijzen op de mogelijkheden van Euroclear om kosten zo toe te rekenen dat Euroclear daar voordeel bij heeft en zo profiteert van kruissubsidies (bnp paribas, 2002).

Een dergelijk conflict ontstaat omdat csd's in handen zijn van een niet-neutrale partij. In principe kan dit worden beslecht door afspraken te maken over de wijze waarop kosten worden toegerekend en hierop controle uit te oefenen, zoals ook door de commissie wordt gesuggereerd (Europese Commissie, 2004), maar dit neemt de onderliggende belangentegenstelling niet weg en het leidt tot hoge controlekosten.

### **Concurrentie tussen csd's**

Een andere vorm van concurrentie is die tussen csd's onderling bij het aanbieden van settlementdiensten aan agentbanken. Dit hoeft geen afbreuk te doen aan de neutrale positie van csd's, maar ook in deze markt bestaan verschillende obstakels voor concurrentie. Concurrentie met de uitgevende csd impliceert immers dat elke andere csd een link moet hebben met deze uitgevende csd. Daarmee heeft de uitgevende csd informatie over concurrenten en dus een concurrentievoordeel. Verder geldt dat schaalvoordelen ontstaan doordat de mate van afhankelijkheid van een concurrerende csd afhangt van het aantal transacties dat intern kan worden geseteld.

Daarnaast geldt ook het belang van een csd voor de financiële stabiliteit als argument tegen concurrentie. Concurrentie vereist het bestaan van het risico op faillissement, terwijl het niet kunnen afwikkelen van effectentransacties financiële markten kan destabiliseren. Hoewel dit argument tegen concurrentie zowel geldt voor clearinghuizen als csd's lijkt het vanwege hun centrale registratiefunctie vooral van belang voor csd's. Daarmee kan worden geconcludeerd dat in ieder geval in theorie, concurrentie tussen clearinghuizen eerder effectief is dan concurrentie tussen csd's.

### **Conclusie**

Uit bovenstaande analyse zijn verschillende risico's af te leiden van de huidige beleidsopvatting van de Europese Commissie om commercie binnen de infrastructuur niet af te wijzen en te vertrouwen op de markt voor de integratie van infrastructuur. Integratie tussen clearinghuizen in combinatie met concurrentie, zoals de commissie voorstaat, veronderstelt dat zij onderling zijn gelinkt. Enerzijds bestaat het risico dat clearinghuizen deze links niet aangaan. Integratie komt dan niet tot stand en concurrentie is niet effectief doordat per clearinghuis netwerkeffecten bestaan. Anderzijds bestaat het risico dat integratie tot stand komt via fusies, waardoor ook de kans op effectieve concurrentie wordt verkleind. Zowel concurrentie tussen csd's en agentbanken als concurrentie tussen csd's onderling wordt belemmerd door de centrale registratiefunctie van een csd. Vanwege deze functie heeft een csd marktmacht en wanneer een csd een commerciële doelstelling heeft, bestaat het risico op exploitatie hiervan.

### **Tot slot**

Een alternatief beleid zou kunnen zijn delen van de infrastructuur te bestempelen als natuurlijk monopolie. Dit beleid lijkt vooral van toepassing op csd's, maar het zou ook kunnen gelden voor clearinghuizen indien concurrentie onvoldoende tot stand komt. Bij integratie zou dan zo veel mogelijk gestreefd kunnen worden naar centralisatie op Europese schaal, zodat geprofiteerd kan worden van schaalvoordelen. Hierbij is een actieve rol weggelegd voor de publieke sector, omdat integratie dan niet langer aan de markt wordt overgelaten.

### **Wouter Elsenburg**

#### **Literatuur**

*European Parliament (2002) Report on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament entitled 'Clearing and settlement in the European Union Main policy issues and future challenges'.*

*Giovannini Group (2001) Cross-border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union.*

*BNP PARISBAS (2002) Contribution to the Communication from the Commission to the Council and the European Parliament.*

*European Commission (2004) Clearing and Settlement in the European Union; The Way Forward*

---

**1** Het is mogelijk dat meerdere CSD's gezamenlijk een serie effecten centraal registreren. Omdat dit in de praktijk vrijwel niet voorkomt, wordt in deze analyse verondersteld dat één CSD alle effecten in een serie centraal registreert.

**2** Voorwaarde hierbij is wel dat tarieven gelijk zijn voor clearing met elke agentbank.

