



Albert Menkveld, hoogleraar aan de VU, doet onderzoek naar flitshandel.

FOTO: PETER STRELITSKI

Onderzoek toont gaten in dijk die financiële markten beschermt

Joris Kooiman
Amsterdam

Erg tot de verbeelding spreken ze niet, maar too big to fail zijn ze straks zeker: centrale clearinghuizen. Ze zijn de dijken die de toezichhouders hebben opgeworpen tussen financiële partijen die derivaten- of aandelentransacties sluiten. Maar op een perfect storm op de financiële markten zijn deze clearinghuizen niet berekend.

Dat concludeert econometrist Albert Menkveld, verbonden aan de Vrije Universiteit (VU) en de Duisenberg School of Finance, in een onderzoek dat hij vandaag publiceert. Menkveld deed onderzoek naar de risicosystemen op basis van gegevens over Scandinavische aandelenmarkten van EuroCCP, een van de handvol centrale clearinghuizen die het tegenpartijrisico van derivaten- en aandelentransacties draagt.

De cruciale rol van de clearing is een antwoord op de paniek die ontstond na de val van Lehman Brothers in 2008. Het faillissement bracht het gehele financiële systeem in gevaar, toen bleek dat de zakenbank via complexe derivatenconstructies verbonden was met

marktpartijen overal ter wereld. Om te voorkomen dat het bankroet van één partij nog eens het gehele systeem in gevaar kan brengen, is zowel in Brussel als Washington bepaald dat derivatencontracten en aandelentransacties van grote spelers voortaan gestandaardiseerd, op een beurs verhandeld, en 'centraal gecleard' moeten worden.

Dat betekent dat een clearinghuis als EuroCCP tussen de contractpartijen bij een derivaten-transactie, zeg Shell en ING, in staat, en het tegenpartijrisico op zich neemt. Gaat Shell failliet, dan neemt het clearinghuis de contractverplichtingen over en blijft ING buiten schot. Zo wordt een domino-effect vermeden.

Voorwaarde is wel dat clearinghuizen genoeg buffers in de vorm van onderpand hebben om een bankroet van een of meer grote spelers op te kunnen vangen. En juist daar schort het nog aan, stelt Menkveld. Voor alle handelspartijen afzonderlijk wordt namelijk berekend hoe groot het risico van de positie is en welk onderpand daarbij hoort. Maar die methode gaat voorbij aan het zogeheten concentratierisico: namelijk dat de handel zich op sommige momenten

concentreert in één specifiek aandeel of in derivaten met één onderliggende waarde. 'Crowded trades' in jargon.

Maakt dat aandeel of de onderliggende waarde een heftige koersbeweging, dan kan in één keer een groot deel van de markt in liquiditeitsproblemen komen en moet het clearinghuis een enorme klap opvangen. Vergelijk het met een land dat zijn vloot de zee op stuurt en voor ieder schip berekent hoe groot de kans is dat het in de golven verdwijnt, geen rekening houdend met de mogelijkheid dat de gehele vloot in een storm vergaat als alle boten dezelfde route varen.

Het onderzoek van Menkveld toont aan dat het risicosysteem van clearinghuizen niet op crowded trades is ingericht. Op 26 april 2010 bijvoorbeeld, toen het aandeel Nokia rond de bekendmaking van de kwartaalcijfers een groot deel van de handel naar zich toetrok, bleef het geplaatste onderpand honderden miljoenen achter bij de maximale klap die het clearinghuis die dag kon oplopen. Datzelfde was een week later het geval, toen op 2 mei 2010 de eurozone en het IMF een akkoord bereikten over de redding van Griekenland.

Perfect storm
Clearinghuizen kunnen niet alle risico's aan

Onderpand
Buffers moeten domino-effect voorkomen

Paniek
Wat gebeurde in 2008 mag nooit meer voorkomen