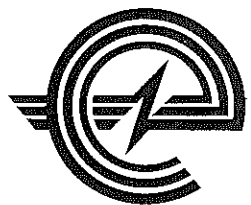

Een dimensie méér!

Voor uitstekende dienstverlening
tegen competitieve prijzen



ELECTRABEL

elektriciteit, aardgas, TV/FM-signalen

Michel Dombrecht *

Europese financiële eenmaking en het financieel beheer van ondernemingen in België

De definitieve keuze van Europa voor economische en monetaire eenmaking en liberalisering van het financiële dienstenverkeer heeft belangrijke gevolgen voor het financiële beheer van ondernemingen. Deel I van dit artikel beschrijft de belangrijkste eigenschappen en gevolgen van de financiële eenmaking en schetst de huidige stand van zaken. De gevolgen hiervan voor de Belgische financiële markten en instellingen worden bondig samengevat in deel II. In deel III worden de implicaties geschetst voor het financiële beheer van de bedrijven op het vlak van financieringskosten, rente- en wisselrisico en de beschikbaarheid van nieuwe financierings- en beleggingsinstrumenten.

Inleiding

Sedert de tweede helft van de jaren tachtig is het proces van de Europese economische en financiële integratie in een stroomversnelling geraakt. Op financieel vlak drijft het integratieproces op twee parallelle maar niet volledig onafhankelijke takken. De ene drijft in de richting van een Europese monetaire unie (EMU), de andere naar een volledige liberalisering van het financiële dienstenverkeer. De eindbestemming is een Europese ruimte met afwezigheid van nationale financiële grenzen, grotere concurrentie, liberalisering en deregulering. Onderweg moeten de verschillende landen hun financieel landschap aan deze ontwikkelingen aanpassen. De recente verschillende overheidsmaatregelen en de hervorming van de financiële markten in België zijn daarvan een onderdeel. Deze hervormingen scheppen nieuwe inzichten, mogelijkheden en instrumenten, die onder meer belang hebben voor het financieel beleid van ondernemingen. In deze bijdrage wordt deze finan-

* Nationale Bank van België. Met dank aan M.-H. Lambert en Eddy Laveren voor hun nuttige opmerkingen bij een eerste versie. Alleen de auteur is voor deze tekst verantwoordelijk.

ciële dynamiek beschreven met speciale verwijzing naar de implicaties ervan voor het financieel beheer van de bedrijven in België.

I. Op weg naar een Europese financiële ruimte

A. Naar een Europese monetaire unie

De basiskennmerken van een monetaire unie zijn welbekend: volledige vrijmaking van het kapitaalverkeer, vrijmaking van het financiële dienstenverkeer, oprichting van een gemeenschappelijke centrale bank, een gemeenschappelijke munt of ten minste onveranderlijk vaste wisselkoersen. De monetaire unie tussen België en Luxemburg is hiervan een goed voorbeeld.

Volgens de voorstellen van de Europese Commissie, die gesteund zijn op het rapport-Delors (Comité voor de bestudering van de Economische en Monetaire Unie), dat verscheen in 1989, moet het einddoel van EMU bereikt worden in drie etappes. De eerste daarvan startte op 1 juli 1990. Tijdens de eerste fase moet het financiële kapitaalverkeer in Europa volledig worden vrijgemaakt. Deze vrijmaking is, ingevolge de Europese richtlijn van 24 juni 1988, reeds op 1 juli 1990 werkelijkheid geworden. Dit betekent dat een ingezetene van een lidstaat van de EG bij elke andere lidstaat de volgende transacties kan aangaan: aan- en verkoop van aandelen, obligaties, deelbewijzen van gemeenschappelijke beleggingsfondsen en onroerende goederen, vorming van bankdeposito's en opname van bankkredieten, in- en uitvoer van bankbiljetten, directe buitenlandse investeringen. Dit principe is wel aan een aantal beperkingen onderhevig. Zo is het voornamelijk niet van toepassing op alle EG-landen. Spanje, Ierland, Portugal en Griekenland krijgen tot einde 1992 tijd om de richtlijn toe te passen, en bovendien kunnen Portugal en Griekenland einde 1992 eventueel nog drie jaar bijkomend uitstel krijgen. Daarnaast moeten in deze eerste fase nog een aantal andere doelstellingen gerealiseerd worden. Zo onder meer de liberalisering van het financiële dienstenverkeer (zie de volgende sectie), de opname van alle valuta's in het wisselkoersmechanisme van het Europese Monetair Stelsel (EMS), opheffing van alle restricties op het private gebruik van de ECU. Belangrijk is evenwel dat in deze fase aanpassingen van de spilkoersen binnen het EMS mogelijk blijven, alhoewel ze bij voorkeur zo veel mogelijk moeten worden vermeden.

Er is daarentegen nog geen unanieme beslissing inzake de start van de tweede fase. Er lijkt zich onder de lidstaten wel een zekere consensus

af te tekenen om de tweede fase te laten starten op 1 januari 1994. Tijdens die tweede etappe zou een Europees systeem van centrale banken worden opgericht, of tenminste een embryonale vorm ervan. De coördinatie van het monetaire beleid zou worden voortgezet en geïntensiveerd, en de later te starten derde fase zou technisch worden voorbereid. De uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het monetaire beleid zou in deze fase echter nog steeds toekomen aan de nationale overheden, en aanpassing van de spilkoersen in het EMS blijft nog steeds tot de mogelijkheden behoren.

Inzake de start van de derde en laatste fase is de onzekerheid nog groter. Sommige bewindvoerders tipten hiervoor op 1997. In deze derde etappe moet het EMU volledig worden voltooid door de invoering van een Europese munt of onveranderlijk vaste wisselkoersen en een gemeenschappelijk monetair beleid en toezicht.

B. Liberalisering van het financiële dienstenverkeer

De liberalisering van het kapitaalverkeer is slechts één, zij het een essentieel, element binnen de doelstelling van het realiseren van een Europese financiële ruimte. Deze laatste vereist immers onder meer ook de volledige vrijmaking van het financiële dienstenverkeer. Het is inderdaad niet voldoende dat een ingezetene b.v. krediet kan opnemen bij gelijk welke bank in een andere lidstaat. Een eengemaakte financiële markt vereist ook dat financiële tussenpersonen volledig vrij hun financiële dienstenpakket kunnen aanbieden in alle lidstaten. Op dit ogenblik is aan deze vereiste nog niet voldaan. De financiële instellingen kunnen voornamelijk slechts die diensten en producten aanbieden die door de nationale wetgevingen zijn toegestaan.

Is de liberalisering van het financiële dienstenverkeer een essentieel onderdeel van het streven naar een Europese financiële ruimte, dan is deze laatste zelf slechts een onderdeel van een veel ruimere Europese doelstelling. Het dient inderdaad gesitueerd te worden binnen het zogenaamde programma "Europa 1992". Begin 1985 werd door de Europese Commissie een Witboek betreffende de eenheidsmarkt voorgesteld. Dat Witboek werd in juni 1985 in Milaan door de Europese Raad aanvaard. Het stelt voor uiterlijk tegen 31 december 1992 in de EG alle grenscontroles en belemmeringen af te schaffen, zodat in de Gemeenschap, d.w.z. een markt van 320 miljoen consumenten, goederen, diensten (waaronder dus financiële), personen en kapitalen volledig vrij kunnen circuleren. Sedert de ondertekening van de zogenaamde Eenheidsakte in februari 1986, die in werking trad op 1 juli 1987, is deze

doelstelling opgenomen in het Verdrag van Rome. Zowat twee derde van de nagenoeg 300 te nemen maatregelen in het kader van het programma "Europa 1992" zijn thans goedgekeurd. Dit betekent dat de realisatie van de interne markt een onomkeerbaar proces is geworden. Bovendien is er een soort 1992-psychose ontstaan, die het karakter van een *self-fulfilling prophecy* heeft aangenomen. Getuige hiervan de zeer aanzienlijke toename van de bedrijfsinvesteringen, de boom in fusies en overnames en de anticiperende overheidsmaatregelen, waaronder de fundamentele hervorming van de financiële markten in België. Er zijn evenwel ook enkele schaduwzijden. Er is een zekere achterstand op het programma. Bovendien is de vooruitgang onevenwichtig gespreid: sterke vooruitgang op het vlak van de handelsbelemmeringen, harmonisatie van de technische normen, integratie en liberalisatie van de financiële markten, maar trage progressie inzake fiscale harmonisatie en vrij verkeer van personen.

De liberalisering van het financiële dienstenverkeer zou niettemin een feit moeten zijn tegen einde 1992. Het vereist de uitvaardiging van EG-richtlijnen en wijzigingen van de nationale wetgevingen, teneinde enerzijds de concurrentie tussen de financiële instellingen in de gehele EG mogelijk te maken maar terzelfder tijd de spaarder te beschermen, en anderzijds het aanbod van financiële produkten in de Gemeenschap volledig vrij te maken. Het betreft derhalve de liberalisering van de financiële *dienstverlening* en de vrijmaking van het verkeer van *financiële produkten*. In de rest van deze sectie wordt een bondig overzicht gegeven van de belangrijkste ontwikkelingen in de Europese wetgeving ter zake (zie in dit verband onder meer Commissie van de Europese Gemeenschappen (1990); Belgische Vereniging der Banken; Kortleven; De weirdt en Van Poeck).

1. Liberalisering van de financiële dienstverlening

a. Kredietinstellingen

Een eerste belangrijke stap naar een gemeenschappelijke financiële markt werd reeds in 1977 gezet met de eerste coördinatie-richtlijn van 12 december 1977, gewijzigd door de richtlijn van 27 oktober 1986. Door deze richtlijnen wordt een omschrijving gegeven aan het begrip *kredietinstelling* en worden de toegangsvoorwaarden van deze instellingen in alle EG-landen op elkaar afgestemd.

Nog ingrijpender is de tweede coördinatie-richtlijn betreffende de kredietinstellingen van 15 december 1989. Ten gevolge van deze richtlijn,

die in werking moet treden op uiterlijk 1 januari 1993, kunnen kredietinstellingen die een vergunning hebben voor het uitvoeren van hun financiële dienstverlening in één lidstaat, deze dienstverlening aanbieden in alle andere lidstaten, hetzij door oprichting van bijkantoren, hetzij door directe dienstverlening zonder bijkantoren (direct mailing) of door opening van een eenvoudig vertegenwoordigingskantoor. De kredietinstellingen kunnen dus met één enkele vergunning in de hele Gemeenschap opereren.

Het spreekt vanzelf dat hierdoor de concurrentie tussen de kredietinstellingen in de hele Gemeenschap volledig wordt. Om te vermijden dat deze mededinging zou leiden tot insolventie en faillissementen van financiële instellingen, hetgeen nefast zou zijn voor de spaarder, dient de prudentiële controle op de kredietinstellingen in alle lidstaten geharmoniseerd te worden. Daarbij wordt uitgegaan van het principe van controle door het thuisland, d.i. het land waar de hoofdzetel gevestigd is.

De liberalisering van de financiële dienstverlening is derhalve gebaseerd op twee beginselen. Enerzijds kunnen de kredietinstellingen vrijelijk hun activiteiten in de hele Gemeenschap ontplooiën op basis van één enkele vergunning (in de praktijk verleend door het thuisland). Anderzijds staan zij voor het geheel van hun activiteiten onder toezicht van de bevoegde autoriteiten van hun thuisland. Die controle is vooral gebaseerd op de omvang van het eigen vermogen. Hiertoe werden twee belangrijke richtlijnen uitgevaardigd. De richtlijn van 17 april 1989 definieert het eigen vermogen van de kredietinstellingen. De richtlijn van 18 december 1989 bepaalt de vereiste solvabiliteitsratio, d.w.z. de verhouding tussen het eigen vermogen van de kredietinstellingen en hun activa, waarbij deze laatste gewogen worden naargelang van hun risico. De minimumwaarde van de aldus berekende solvabiliteitscoëfficiënt werd, op geconsolideerde basis, in deze richtlijn vastgesteld op 8 %. Deze richtlijn wordt effectief vanaf 1 januari 1993, maar vanaf 1 januari 1991 mogen de financiële instellingen met een solvabiliteitsratio kleiner dan 8 % deze niet beneden het huidige peil laten dalen.

b. Instellingen voor collectieve beleggingen in effecten (ICBE's)

De richtlijnen van 20 december 1985, 22 maart 1988 en een voorstel van richtlijn van begin 1990 zijn voor de ICBE's de tegenhangers van de hiervoor vermelde bankrichtlijnen inzake de vrije dienstverlening. ICBE's zijn instellingen die zich uitsluitend bezighouden met collectie-

ve beleggingen in overdraagbare effecten waarvan de certificaten op verzoek van de houders worden terugbetaald uit de activa van de instelling. Deze Europese harmonisatie heeft derhalve alleen betrekking op beleggingsfondsen die overwegend beleggen in genoteerde effecten en van het open type zijn. Zij slaan dus niet op collectieve beleggingen van het gesloten type zoals de Britse *investment trusts* (wel op de *unit trusts*), noch op fondsen die hoofdzakelijk beleggen in niet-genoteerde activa zoals korte-termijnactiva, vastgoed, opties, grondstoffen, futures enz. Net zoals voor de kredietinstellingen is de Europese wetgeving op de ICBE's gebaseerd op de principes van één vergunning, van controle door het thuisland en op de harmonisatie van de werkingsmodaliteiten en het toezicht.

2. Liberalisering van de financiële produkten

Hier is tot nog toe weinig Europees wetgevend werk verricht. Een richtlijn van 22 december 1986 harmoniseert de minimumvoorschriften inzake de verlening van verbruikskrediet. In een richtlijn van 22 februari 1990 wordt de berekeningswijze van het totale kostenpercentage van het verbruikskrediet vastgelegd om prijsvergelijkingen makkelijker en doorzichtiger te maken.

Er moet wel op worden gewezen dat de liberalisering van financiële produkten een feit zal zijn vanaf 1 januari 1993 met het van kracht worden van de tweede bankrichtlijn, waardoor financiële instellingen met één vergunning hun produkten in de hele Gemeenschap zullen kunnen aanbieden.

II. Implicaties voor de Belgische financiële markten

De hierboven geschetste recente Europese financiële dynamiek gaat de richting uit van vaste wisselkoersen en vrijmaking van het kapitaal- en het financiële dienstenverkeer. Dit veroorzaakt onvermijdelijk een grotere mobiliteit van kapitalen en financiële diensten in de Gemeenschap, en vereist een aanpassing van de nationale wetgevingen en van de monetaire beleidsvoering. In deze sectie worden, zeer bondig, de recente wijzigingen in het Belgische financiële landschap samengevat en geïnterpreteerd vanuit de ontwikkelingen op Europees vlak. Die Belgische ontwikkelingen worden ingedeeld in twee, zij het nauw met elkaar verbonden, domeinen: aanpassingen van het monetaire beleid en van de organisatie van de Belgische financiële markten.

A. Aanpassingen van de monetaire beleidsvoering

Uitgaande van de portfoliotheorie van de wisselkoersen kan worden aangenomen dat deze laatste grotendeels bepaald worden als (voor de afleiding en de empirische schatting, toegepast op een aantal EMS-wisselkoersen, van de volgende vergelijking kan verwezen worden naar Dombrecht, Wouters en Lejeune):

$$s = E(s) + (r_f - r_d) + c \cdot h(R - CCAB) \quad (1)$$

- waarbij:
- s = logaritme van de wisselkoers (prijs van één eenheid vreemde munt, uitgedrukt in binnenlandse munt)
 - $E(s)$ = de door de marktparticipanten verwachte toekomstige s
 - r_f = de buitenlandse rente
 - r_d = de binnenlandse rente
 - c = een parameter die de weerspiegeling is van de graad van risico-afkerigheid van de marktparticipanten en van de beperking van het kapitaalverkeer
 - h = een parameter die de weerspiegeling is van de graad van onzekerheid waarmee de marktparticipanten rekening houden bij de vorming van hun wisselkoersverwachtingen
 - R = de officiële reserves van de centrale bank die kunnen worden aangewend voor interventies in de wisselmarkt
 - $CCAB$ = het over de tijd gecumuleerde saldo van de lopende rekening van de betalingsbalans

Uit vergelijking (1) blijkt dat de wisselkoers afhankelijk is van de verwachte toekomstige koers, de renteversillen en een risicopremie. Het belangrijkste gevolg van Europese monetaire integratie is de vermindering en uiteindelijk de verdwijning van de risicopremie. De parameter c vermindert door het wegvallen van wisselcontroles en meer bepaald in België door de openstelling van de binnenlandse financiële markten, de verlaging van de roerende voorheffing en de afschaffing van de dubbele wisselmarkt. Ook de graad van onzekerheid (de parameter h) blijkt onder meer voor de BEF te verminderen (zie Dombrecht, Wouters en Lejeune).

III. Gevolgen voor het financieel beheer van ondernemingen

A. Gevolgen voor de financieringskost

Het proces van de Europese financiële integratie heeft aanleiding gegeven tot een convergentie van de rentetarieven. De vermindering van de rentever verschillen is vooral opvallend in de kernlanden van het eenmakingsproces zoals België, Duitsland, Nederland en Frankrijk. Dit is voor Belgische bedrijven een belangrijke ontwikkeling, vermits de laatste drie vermelde landen tevens hun belangrijkste handelspartners zijn.

Grafiek 1 geeft het verloop weer van de driemaands interbanken-rentever verschillen tussen België enerzijds en de drie andere landen anderzijds. De geleidelijke afbouw van deze rentever verschillen gedurende de EMS-periode is in de loop van 1991 nagenoeg volledig verwezenlijkt. De grafiek illustreert tevens de grote gelijkernis tussen het verloop van de rentever verschillen BEF-DEM enerzijds en BEF-NLG anderzijds. Dit impliceert uiteraard dat de Nederlandse en Duitse financiële markten reeds veel vroeger een nagenoeg perfecte integratie hadden bereikt. Het belang van deze gelijkenschakeling van de korte-rentetarieven mag niet worden onderschat. Zij vormen immers de basis waarrond de financiële instellingen hun rentetarieven voor kortlopende kredieten en voor grote deposito's bepalen. Voor kredietnemende bedrijven betekent deze ontwikkeling een gelijkenschakeling van de rentelasten met die van hun belangrijkste handelspartners.

Een gelijksoortige ontwikkeling is vast te stellen voor de lange-termijnrendementen, op basis waarvan de financiële instellingen de tarieven voor langlopende kredieten vastleggen. Uit grafiek 2 blijkt dat de rentever verschillen op lange termijn sedert begin 1990 op een lager peil zijn terechtgekomen en nog verder neigen te verminderen. Wel dient het gezegd dat zij nog niet volledig zijn verdwenen. De Belgische lange rente ligt nog steeds 0,5 tot 1 procentpunt boven de Duitse en Nederlandse tarieven. Het grote beroep van de Belgische overheid op de binnenlandse kapitaalmarkt is hier wellicht niet vreemd aan.

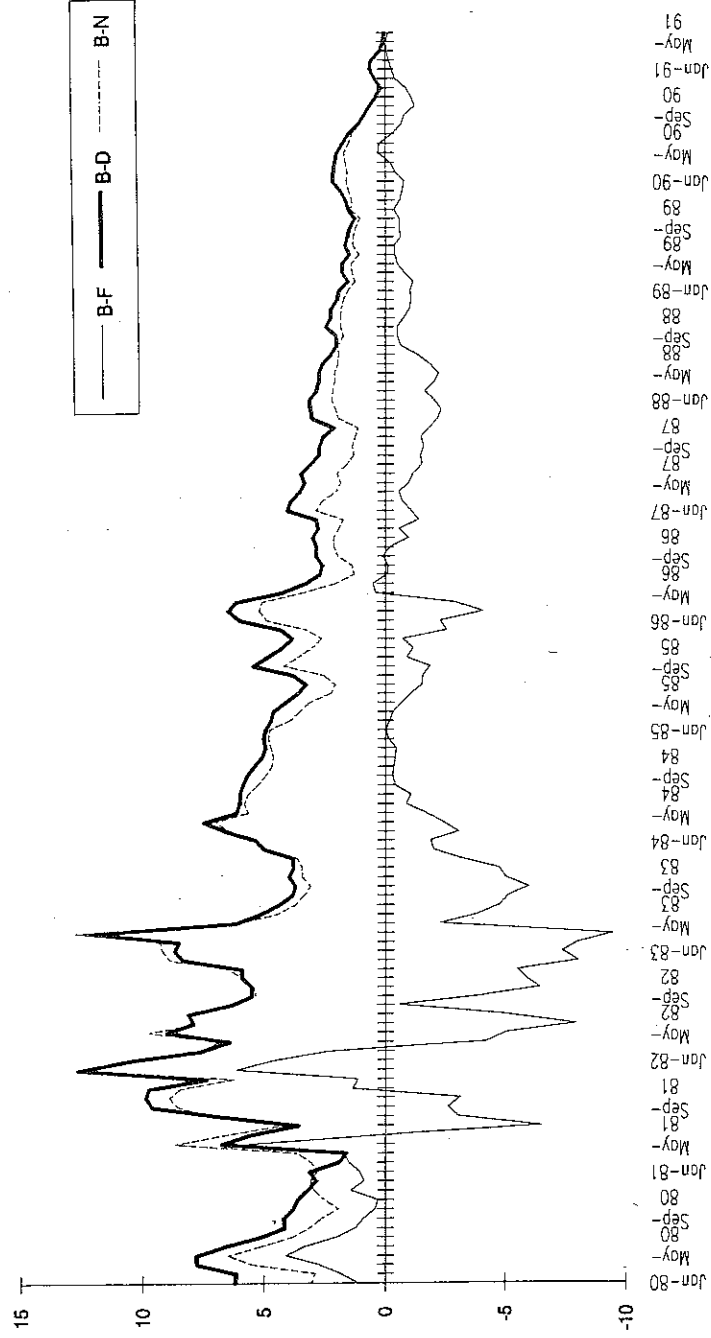
Door de significante vermindering van de risicopremie (ten gevolge van het feit dat in vergelijking (1) c.h naar nul teneert) verliezen officiële interventies ter ondersteuning van de wisselkoers een belangrijk deel van hun effectiviteit en wordt tevens de wisselkoers relatief ongevoelig voor het verloop van het saldo van uit- en invoer van goederen

en diensten. De wisselkoers wordt dan grotendeels beïnvloed door financiële kapitaalbewegingen, die zelf afhankelijk zijn van verwachtingen, E(s), en van rentever verschillen. Wanneer de marktparticipanten er kunnen van overtuigd worden dat de toekomstige waarde van de binnenlandse munt niet meer zal afwijken van haar huidige waarde, dan moet onvermijdelijk, zoals blijkt uit vergelijking (1), het verschil tussen de binnenlandse en de buitenlandse rente naar nul tenderen. De Belgische autoriteiten hebben in juni 1990 officieel aangekondigd dat de waarde van de BEF nimmer meer zal gedevalueerd worden t.o.v. de sterkste EMS-munt. Dit is sindsdien de doelstelling geworden van het Belgische monetaire beleid, hetgeen, samen met de vermindering van de roerende voorheffing in maart 1990, geleid heeft tot een drastische vermindering van het rentever verschil met de DEM en de NLG.

B. Aanpassingen van de organisatie van de geld- en kapitaalmarkten

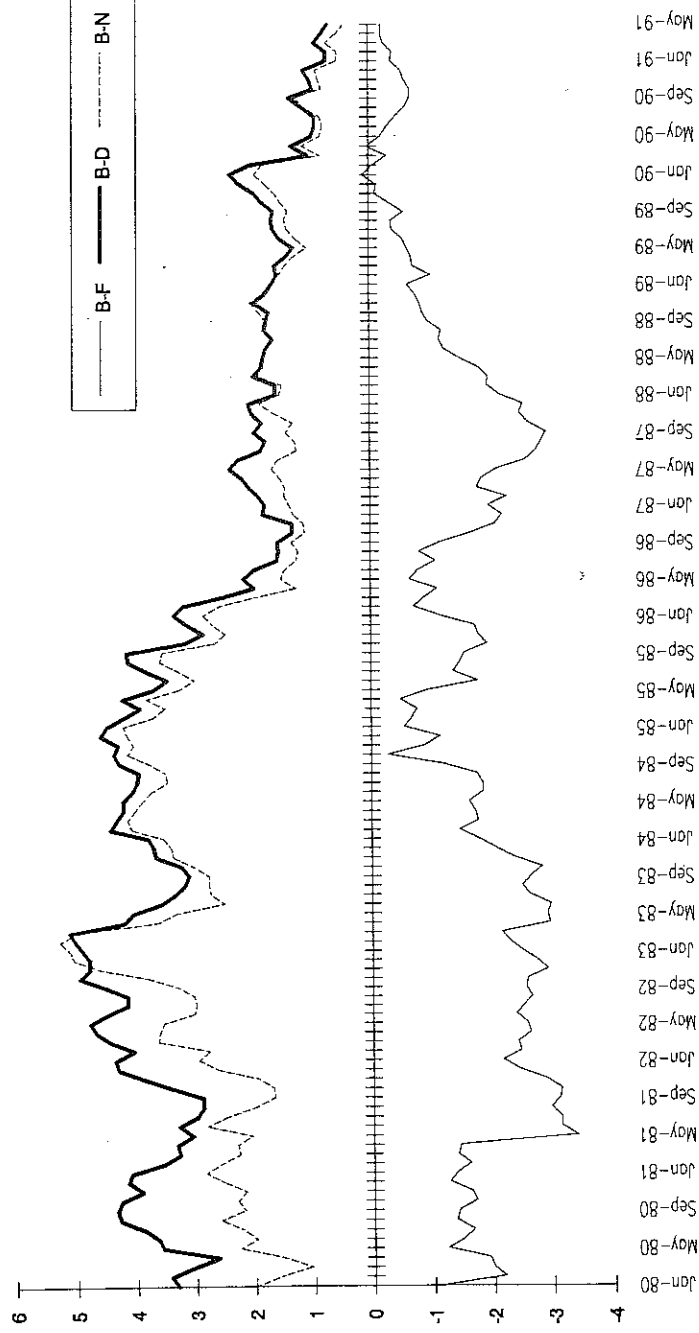
Een grotere kapitaal mobiliteit houdt natuurlijk het gevaar in dat massale kapitaalbewegingen de binnenlandse munt onder druk zetten. Om te vermijden dat de graad van kapitaal mobiliteit op asymmetrische wijze toeneemt in de zin van een nog grotere portfolio-diversificatie van residenten in de richting van activa in vreemde valuta's, werden institutionele en fiscale hervormingen uitgevoerd teneinde de belangstelling voor beleggingen in BEF zowel vanwege residenten als van niet-residenten aan te moedigen. De verlaging van de roerende voorheffing van 25 tot 10 % en het door de autoriteiten gestimuleerde vertrouwen in de BEF werden reeds vermeld. Maar daarnaast werd ook onder meer de werking van de primaire en secundaire markten van schatkistcertificaten en van overheidsobligaties drastisch hervormd. Zo werden de schatkistcertificaten en de lineaire obligaties (de zogenaamde OLO's) gedematerialiseerd en vrijgesteld van roerende voorheffing, zij werden opengesteld voor niet-residenten en voor sommige categorieën van ingezetenen en hun liquiditeit wordt bevorderd door een goed functionerende secundaire markt en een *clearing*-mechanisme. Een groot deel van deze hervormingen namen een aanvang op 29 januari 1991 (voor meer uitleg in dit verband kan onder meer verwezen worden naar Dombrecht en Plasschaert). Daarnaast is verder wetgevend werk in de maak om een ruimer gamma van financiële instrumenten in de Belgische markten ingang te doen vinden. De mogelijkheden hiervan voor het financieel beleid van ondernemingen komen in het volgende hoofdstuk aan bod.

Grafiek 1
 Verschillen in korte-termijnrente tussen België en Frankrijk (B-F), België en Duitsland (B-D) en België en Nederland (B-N) (in procenten)



Bron: Nationale Bank van België

Grafiek 2
 Verschillen in lange-termijnrente tussen België en Frankrijk (B-F), België en Duitsland (B-D) en België en Nederland (B-N) (in procenten)



Bron: Nationale Bank van België

Voor zover ook de aandelenmarkten aan dit integratieproces onderhevig zijn, moet de berekening van de kapitaalkost, die een essentieel onderdeel is van de investeringsbeslissing van een onderneming, worden aangepast. Wordt die kapitaalkost gemakkelijks halve berekend met verwijzing naar de return van de binnenlandse aandelenmarkt, dan zou deze in een financieel geïntegreerd Europa veeleer gebaseerd moeten worden op een Europese aandelenmarktreturn.

B. Gevolgen voor rente- en wisselkoersrisico

De gelijkshakeling van de korte-renteniveaus en het verdwijnen van veranderingen in de wisselkoersen van de BEF t.o.v. de DEM en de NLG betekent noodzakelijkerwijze dat het financiële beheer, zeker voor wat de krediet- en beleggingsinstrumenten op korte termijn betreft, sterk wordt vergemakkelijkt en minder duur wordt. Niet-ingedekte financiële overschotten en tekorten in BEF, DEM en NLG worden nagevoeg perfecte substituten, hetgeen betekent dat in dekking in deze valuta's minder noodzakelijk wordt. Een dergelijke noodzaak verdwijnt echter uiteraard slechts volledig bij onveranderlijk vaste wisselkoersen, d.w.z. in het eindstadium van de Europese financiële eenmaking.

Het proces van financiële integratie tussen de vermelde kernlanden heeft ook gunstige gevolgen voor het renterisico. Blijven de Belgische, zoals de Nederlandse, rentetarieven voortaan zeer nauw aanleunen bij de Duitse tarieven, dan moet uiteraard ook hun volatiliteit convergeren.

C. Nieuwe financierings- en beleggingsinstrumenten voor bedrijven

1. Schatkistcertificaten

Conform het streven naar Europese monetaire eenmaking en de Europese richtlijn die het kapitaalverkeer liberaliseert, is sedert de geldmarkthervorming van 29 januari 1991 de markt van de schatkistcertificaten toegankelijk gemaakt voor buitenlanders (particulieren, vennootschappen en financiële instellingen) en voor Belgische ingezetenen voor zover de roerende voorheffing voor hen geen definitieve belasting is. Op schatkistcertificaten kunnen dus onder de Belgische residenten intekenen: de vennootschappen (waaronder de coördinatiecentra), de parastatale instellingen voor sociale zekerheid en de gemeenschappelijke beleggingsfondsen (Ministerieel besluit van 24 januari 1991, B.S. van 26 januari 1991). De Belgische particulieren mogen dus niet in schatkistcertificaten beleggen.

Schatkistcertificaten worden sinds januari 1991 aangehouden in de vorm van gedematerialiseerde effecten, d.w.z. van inschrijvingen op rekeningen aangehouden bij het effectenclearingstelsel van de Nationale Bank van België. Die rekeningen worden aangehouden door financiële instellingen en beursvennootschappen zowel voor eigen rekening als voor rekening van derden. Die derden, b.v. vennootschappen, kunnen derhalve schatkistcertificaten verwerven via inschrijving op een rekening bij een financiële instelling of beursvennootschap.

Schatkistcertificaten zijn dus gedematerialiseerde vorderingen op de schatkist. Zij worden in omloop gebracht op de primaire markt en kunnen worden verhandeld op een goed georganiseerde en liquide secundaire markt.

Vennootschappen kunnen inschrijven op de primaire markt. Daar worden certificaten in omloop gebracht met looptijden van 3 maanden (elke week op dinsdag), van 6 maanden en 1 jaar (om de vier weken, eveneens op een dinsdag). De emissie gebeurt door aanbesteding volgens het systeem van de "Amerikaanse tender" en is gebaseerd op de discountotechniek (de inschrijver betaalt aan de schatkist het nominale bedrag verminderd met de rente). De betaling gebeurt via een financiële instelling of beursvennootschap. Het minimumbedrag is 25 miljoen BEF.

Vennootschappen kunnen ook schatkistcertificaten kopen en verkopen op de secundaire markt, eveneens via hun financiële instelling of beursvennootschap. De verhandelingen gebeuren er eveneens op basis van de discountotechniek en de tarieven worden er genoteerd met een verschil van maximum 15 basispunten tussen aan- en verkooptarieven. Het minimumbedrag is 1 miljoen BEF en de noteringen hebben betrekking op certificaten met resterende looptijden van 1, 2, 3, 6, 9 en 12 maanden.

Alle transacties zijn vrijgesteld van beurstaks en van roerende voorheffing.

De werking van de secundaire markt is niet beperkt tot gewone aan- en verkoopverrichtingen. Een interessante transactie is de zogenaamde "repurchase agreement" (afgekort als repo). Het betreft een gecombineerde contant- en termijnverrichting, in casu van schatkistcertificaten. Zo kan een vennootschap een tegoed in schatkistcertificaten tijdelijk mobiliseren door het te verkopen met wederinkoop na verloop van een bepaalde termijn (of omgekeerd certificaten kopen met wederverkoop op termijn).

De resterende looptijd van de certificaten heeft hierbij geen belang en de rente, berekend op discontobasis, leunt aan bij de geldmarktrente die van toepassing is op de overeenstemmende termijn van de repo.

Afgaande op de recente gegevens zouden de Belgische vennootschappen het schatkistcertificaat vooralsnog niet hebben ontdekt als financieel instrument in hun thesauriebeheer. Er heeft blijkbaar nog geen substitutie of arbitrage plaatsgevonden tussen deze certificaten en b.v. grote deposito's. Het is dan ook niet uitgesloten dat het rendement dat kan worden bekomen op een korte belegging in certificaten, in zekere mate hoger is dan dat op grote deposito's voor een zelfde termijn en bedrag. Bij het optreden van arbitrage zouden dergelijke rendementsverschillen immers moeten verdwijnen.

2. OLO's

OLO's (Obligations Linéaires – Lineaire Obligaties) werden in België voor het eerst uitgegeven in mei 1989. Het zijn gedematerialiseerde overheidsobligaties die in omloop worden gebracht volgens aanbesteding. Er zijn verschillende lijnen van OLO's in omloop, elk met een zelfde nominale rente en vervaldag.

Vennootschappen hebben geen toegang tot de aanbestedingen op de primaire markt. Zij kunnen wel transacties verrichten op de secundaire markt via een financiële instelling of beursvennootschap. De noterijen gebeuren er in termen van prijzen en niet van rendementen. Het minimumbedrag is 5 miljoen BEF, er is geen beurstaks en de vennootschappen zijn vrijgesteld van roerende voorheffing. Repo's op OLO's zijn eveneens mogelijk. Ook in deze markt is er vooralsnog weinig activiteit van de vennootschappen te bespeuren. Nochtans kan het voor hen interessant zijn hun aandacht te verleggen van de klassieke obligatieleningen, die nu vooral gericht zijn op de particulieren, naar de meer professionele OLO-markt omwille van het gedematerialiseerde karakter en de afwezigheid van beurstaks en roerende voorheffing.

3. Thesauriebiljetten en depositocertificaten

Thesauriebiljetten en depositocertificaten zijn verhandelbare rentedragende schulden of schuldvorderingen met een maximale looptijd bij uitgifte van één jaar.

Wanneer ze worden uitgegeven door financiële instellingen worden ze depositocertificaten genoemd. Worden ze geëmitteerd door vennoot-

schappen, dan spreekt men van "commercial paper" of thesauriebiljetten. In dit laatste geval kan een emitterende vennootschap zich rechtstreeks wenden tot de finale beleggers, die overigens ook vennootschappen kunnen zijn. Het is dan een vorm van rechtstreekse financiering buiten het banksysteem en daarom een exponent van desintermediatie. Zij zijn een alternatief voor bancaire kredietverlening, met name vooral voor "straight loans", dit zijn voorschotten met een vaste termijn en een vaste rente. Die rente op "straight loans" ligt een fractie boven de interbankrente. Het verschil tussen beide vertegenwoordigt de intermediatiemarge voor de kredietverlenende financiële instelling.

Deze financiële instrumenten zijn erg in trek in onder meer de Verenigde Staten en, zij het in mindere mate, in heel wat Europese landen. Het gebruik ervan was in België niet verboden. Getuige hiervan is de uitgifte van een CP-programma door het coördinatiecentrum van Tractebel in maart 1991 in BEF en geplaatst in België. De bedoeling ervan was een financiering in BEF op korte termijn en tegen voorwaarden die gunstiger zijn dan bankkredieten, vermits het papier rechtstreeks geplaatst wordt bij finale beleggers.

Niettegenstaande er geen juridische belemmeringen waren voor het gebruik van deze instrumenten in België, is niettemin bij het Parlement een wet goedgekeurd betreffende deze instrumenten. De bedoeling ervan is het gebruik van depositocertificaten en thesauriebiljetten te stimuleren onder meer door fiscale maatregelen, door ze te dematerialiseren en ze verhandelbaar te maken op een liquide secundaire markt. Volgens deze wet worden depositocertificaten en thesauriebiljetten enigszins vergelijkbaar met schatkistcertificaten. Alhoewel zij ook mogen worden uitgegeven aan toonder of op naam, ligt hun toekomst wellicht vooral in de gedematerialiseerde variant. In deze laatste vorm worden zij tegoeven op rekening die uiteindelijk worden aangehouden bij het effectenclearingstelsel van de Nationale Bank van België en zij zouden binnen dat stelsel derhalve op een goed georganiseerde secundaire markt kunnen worden verhandeld. Dit betekent dat ook repo's op deze instrumenten mogelijk zouden zijn. Het minimumbedrag is bepaald op 10 miljoen BEF. Zij genieten dezelfde fiscale voordelen als schatkistpapier, d.w.z. vrijstelling van beurstaks en roerende voorheffing.

De wet bepaalt ook de mogelijkheid tot de uitgifte op de Belgische financiële markt van depositocertificaten en thesauriebiljetten in vreemde valuta's.

4. Effectisering van schuldvoorderingen

Ander wetgevend werk maakt de effectisering ("securitisation") van schuldvoorderingen in België mogelijk. Het begrip *effectisering* wordt meestal in verband gebracht met de verkoop door financiële instellingen van een deel van hun kredieten, vooral hypothecaire leningen en consumptiekredieten. De motieven die hiervoor meestal worden aangehaald, zijn het management van het interestvoetrisico (de looptijd van de activa van de financiële instellingen is meestal verschillend van die van hun passiva) en de vermindering van hun balanstotaal (de omvang van de kredietverlening is beperkt door het reglement op het eigen vermogen).

Nochtans zal effectisering ook mogelijk en interessant zijn voor ondernemingen, vooral dan voor grote ondernemingen en voor coördinatiecentra, die het financieel beheer waarnemen van een ondernemingsgroep op wereldvlak. Deze bedrijven kunnen een deel van hun schuldvoorderingen op hun cliënteel of op hun filialen effectiseren. Dit vormt een alternatief voor bankleningen, beroep op de kapitaalmarkt of voor de uitgifte van thesauriebiljetten. Effectisering zal uiteraard interessant zijn voor zover zij de financieringskosten van het bedrijf vermindert. Dat zal het geval zijn als de kwaliteit en derhalve de risicopremie van de schuldvoorderingen die ervoor in aanmerking komen, opweegt tegen de risicopremie die het bedrijf moet betalen op alternatieve financieringen.

Onder de nieuwe Belgische wetgeving kan effectisering als volgt worden uitgevoerd. Een pool van schuldvoorderingen kan worden verkocht aan wat in het buitenland bekend staat onder de naam "special purpose vehicle" (SPV). In België is dit een door de wet gecreëerde nieuwe vorm van instelling voor collectieve beleggingen naar Belgisch recht. Deze nieuwe instelling kan twee vormen aannemen: een contractuele vorm (een beleggingsfonds) of een statutaire vorm (een beleggingsvennootschap). In tegenstelling tot de reeds bestaande beleggingsinstellingen (zowel voor de contractuele als voor de statutaire), waar steeds een keuze kan worden gemaakt tussen een instelling met vast of met veranderlijk kapitaal, moet de nieuwe beleggingsinstelling voor schuldvoorderingen (BES) steeds worden opgericht met vast kapitaal. Deze BES zal verschillende soorten deelbewijzen kunnen uitgeven die voor de houders aanleiding geven tot verschillende rechten inzake return. Sommige van deze deelnemingen kunnen openbaar worden uitgegeven (zij zullen vooral de minder risicovolle schuldvoorderingen vertegenwoordigen). Deze deelnemingen moeten op de effectenbeurs worden geno-

teerd. Andere categorieën van deelbewijzen (die de meer risicovolle schuldvoorderingen vertegenwoordigen) worden privaat geplaatst bij gespecialiseerde instellingen. In geen van beide gevallen mogen de opbrengsten worden gekapitaliseerd, maar de BES krijgen wel het recht zich te financieren met obligaties of met andere kredieten.

5. Een euro-frank-obligatiemarkt

Door de vrijmaking sedert 1 juli 1990 van het kapitaalverkeer in de Europese Gemeenschap kunnen bedrijven in beginsel voortaan euro-leningen in deviezen en in BEF uitgeven. Een euro-obligatielening wordt door bemiddeling van een internationaal syndicaat van financiële instellingen in verschillende landen geplaatst.

In navolging van de EG-richtlijn betreffende de vrijmaking van het kapitaalverkeer werd de euro-frankmarkt in Luxemburg volledig geliberaliseerd. Voor onderhandse uitgiften (d.w.z. uitgiften die geen openbaar beroep op het spaarwezen betreffen en waarvoor dus geen publiciteit mag worden gevoerd) werden alle voorwaarden inzake minimumbedragen van de lening en van de uitgiftecoupons, die voorheen respectievelijk 300 en 1 miljoen LUF bedroegen, afgeschaft. Voor publieke uitgiften werd de noodzakelijke wachtlijst bij het Institut Monétaire Luxembourgeois, evenals alle beperkingen inzake bedragen geschrapt. Bovendien kunnen voortaan onderhands uitgegeven leningen op de Luxemburgse beurs worden genoteerd. De Luxemburgse markt heeft sindsdien een sterke groei gekend. Nochtans blijft zij in omvang relatief beperkt. Aan de kant van de vraag is er belangstelling vanwege Belgische ingezetenen omwille van fiscale motieven, maar de groei van deze vraagcomponent is beperkt. Aan de kant van het aanbod rijst de vraag in hoeverre de rentetarieven op lange termijn in BEF competitief zijn met b.v. die in DEM, zeker nadat de monetaire autoriteiten hebben aangekondigd een sterke-muntbeleid te voeren (de lange rente in BEF ligt zowat 70 basispunten hoger dan de DEM-rente).

De belangstelling voor euro-frankleningen die zouden worden aangeboden in België is wellicht niet erg groot. De financieringsbehoeften van de Belgische overheid zijn dermate groot dat de overheid reeds sedert geruime tijd emissies van ondernemingen uit de markt verdringt. De uitgiften in België zijn daarenboven minder concurrentieel met die in Luxemburg, wegens de roerende voorheffing en de aanwezigheid van beurstaksen in België, in tegenstelling met Luxemburg.

6. Belfox

De eenmaking van de Europese financiële markten moet onvermijdelijk leiden tot een grotere concurrentie tussen de nationale financiële markten. De recente hervormingen van de financiële markten in België waren vooral ingegeven door de bekommernis de competitiviteit van de binnenlandse sector van de financiële dienstverlening te vrijwaren. Een element daarin is de oprichting van de "Belgian Futures and Options Exchange" (Belfox). Belfox is een coöperatieve vennootschap waarvan de leden behoren tot Belgische en Luxemburgse kredietinstellingen en Belgische beursvennootschappen (opgericht bij K.B. van 10 april 1991, B.S. van 12 april 1991). Belfox is de marktautoriteit maar is ook tegenpartij voor elk verhandeld contract en is tevens verantwoordelijk voor de clearing van de verrichtingen. De leden treden op als marktpartijen, hetzij voor eigen rekening, hetzij voor rekening van derden. Zij zijn ook lid van het clearingmechanisme.

De contracten die op deze markt worden verhandeld, zijn futures en opties. Een future-contract is een overeenkomst tussen twee partijen waarbij een financieel instrument wordt gekocht, respectievelijk verkocht op een bepaald ogenblik in de toekomst tegen een prijs die bij het afsluiten van de overeenkomst wordt vastgelegd. Het betreft in feite een gestandaardiseerd termijncontract, d.w.z. een termijncontract met gestandaardiseerde eigenschappen zoals onder meer looptijden en bedragen, dat verhandeld wordt op een beurs. Een optie is in het hierboven vermelde K.B. omschreven als "een overeenkomst waarbij de koper van de optie door de betaling van een premie het recht verwerft maar niet de verplichting heeft, een financieel actief te kopen of te verkopen tegen een vooraf bepaalde prijs (de uitoefenprijs) en waarbij de schrijver van de optie zich ertoe verbindt bij de uitoefening van de optie hetzij een financieel actief te leveren tegen de uitoefenprijs hetzij een financieel actief af te nemen tegen de uitoefenprijs". Ook hier is het belangrijk dat het om gestandaardiseerde optiecontracten gaat die verhandeld worden op een beurs, met name op Belfox.

Het voordeel van een dergelijke beurs ligt onder meer precies in de standaardisatie en automatisatie van de contracten, zodat de transactiekosten lager liggen dan op de contantverhandelingen van de onderliggende financiële instrumenten. Veronderstel b.v. dat een rentestijging wordt verwacht. Om zich hiertegen in te dekken kan een obligatieportefeuille contant worden verkocht om deze na de rentedaling opnieuw in te kopen. Het zal echter goedkoper zijn op de futures-markt een obligatie-futures-contract te verkopen en de obligaties zelf in portefeuille te

houden. Bij de start van Belfox zouden vier soorten contracten worden verhandeld: futures-contracten op een staatslening (meer bepaald een OLO-lijn) en op een aandelenindex (de Belfox 20) en optiecontracten op zes aandelen en op de Belfox 20.

Het spreekt vanzelf dat een dergelijke beurs interessante indekkings-technieken biedt aan professionele marktparticipanten zoals financiële instellingen, verzekeringsmaatschappijen, pensioenfondsen en instellingen voor collectieve beleggingen. Maar ook ondernemingen kunnen deze instrumenten gebruiken in het kader van hun globaal financieel beheer.

De op Belfox verhandelde instrumenten voor dekking tegen renterisico hebben in de aanvangsfase betrekking op lange-termijninstrumenten. In een latere fase zouden onder meer ook termijncontracten op financiële instrumenten met korte looptijden worden geïntroduceerd. Ondertussen kunnen bedrijven andere instrumenten gebruiken om zich tegen renterisico op korte termijn in te dekken. Zo zijn er b.v. de "Forward Rate Agreements" (FRA's), die reeds veelvuldig gebruikt worden tussen financiële instellingen maar blijkbaar nog geen ingang hebben gevonden in het financieel beheer van bedrijven, alhoewel dit technisch perfect mogelijk is. FRA's zijn contracten waarbij beide partijen nu een rentetarief vastleggen voor een lening, respectievelijk ontlening, die ingang vindt binnen een afgesproken termijn en voor een afgesproken looptijd. Die lening en ontlening zullen echter nooit effectief plaatsvinden, maar bij de aanvang ervan zal tussen beide partijen een vereffening worden gemaakt op basis van een vergelijking tussen de rente die in het FRA was overeengekomen en de marktrente die van toepassing is bij de aanvang van de (theoretische) (ont)lening. FRA's worden reeds veelvuldig gebruikt op de interbankenmarkt maar moeten ook mogelijk zijn tussen een onderneming en een financiële instelling.

Besluit

Vanaf januari 1993 zal het financiële dienstenverkeer in de EG geliberaliseerd zijn. Financiële instellingen zullen dan met één enkele vergunning, nl. die verleend door het thuisland van de hoofdzetel, hun diensten in heel de Gemeenschap kunnen aanbieden. De bedrijven kunnen zich dus verwachten aan een ruimer aanbod van diensten en financiële producten, hetgeen hun nieuwe mogelijkheden biedt voor thesaurie-management en schuldbeheer.

Om in een dergelijke eengemaakte financiële markt de internationale mededinging van de Belgische financiële instellingen en markten te vrijwaren, hebben de Belgische monetaire autoriteiten het binnenlandse financiële landschap grondig gewijzigd. De Belgische frank werd gekoppeld aan de sterkste EMS-munt, wat, ook mede ten gevolge van de verlaging van de roerende voorheffing en de gunstige evolutie van de lopende rekening van de betalingsbalans, de renteversillen tussen de BEF en de DEM en NLG aanzienlijk heeft verminderd. Dit heeft de financieringskosten in BEF aanzienlijk verminderd. Het heeft ook bijgedragen tot de verlaging van rente- en wisselkoersonzekerheid. Daarnaast werden de financiële markten verruimd, vooral ten gunste van vennootschappen en niet-ingezetenen. Die verruiming had betrekking op de openstelling, dematerialisatie en creatie van secundaire markten voor schatkistcertificaten en OLO's en op het nemen van initiatieven voor de opening van nieuwe markten, zoals thesauriebiljetten, effectivering van schuldvorderingen en een futures- en optiebeurs.

De ondernemingen worden derhalve geplaatst voor een meer gedifferentieerd aanbod van diensten en produkten. Tot op heden hebben zij daar nog niet echt gebruik van gemaakt. Het financieel beheer in de echte zin van het woord (het begrip *financieel directeur* verwijst vaak nog naar een veeleer boekhoudkundige functie) wordt ruimer en ingewikkelder. Een bedrijf zal in de toekomst wellicht ook gedeeltelijk "bancaire" activiteiten moeten vervullen, zoals dat nu reeds het geval is met grote buitenlandse ondernemingen. Of dit ook in België, buiten de coördinatiecentra, zal gebeuren, zal afhankelijk zijn van de afweging van de kost van deze activiteiten tegen de extra baten die zij kunnen opleveren. Rationele bedrijven kunnen dergelijke afweging niet zonder meer afwijzen.

Bibliografie

- Belgische Vereniging der Banken (1990), *De integratie van de financiële markten*, Aspecten en Documenten, nr. 108. BVB, Brussel, 34 blz.
- Comité voor de bestudering van de Economische en Monetaire Unie (1989), *Rapport over de Economische en Monetaire Unie in de Europese Gemeenschap*, 46 blz.
- Commissie van de Europese Gemeenschappen (1989), *Naar een Europese Financiële Ruimte*, Serie "Europese perspectieven", EG, Brussel, 319 blz.
- Commissie van de Europese Gemeenschappen (1990), *Alles over Europa zonder grenzen*, EG, Brussel, 161 blz.
- DEWEIRD E., VAN POECK A. e.a., (1990), "Katern. Vrijheid van kapitaalverkeer (1 juli 1990): kansen en risico's voor bank en klant", *Economisch en Sociaal Tijdschrift*, september, blz. 365-414.

- DOMBRECHT M., WOUTERS R. en LEJEUNE G., (1990), "Asset Substitutability and European Monetary Integration", *De Pecunia*, oktober.
- DOMBRECHT M. en PLASSCHAERT S., (1992), *Het financiewezen in België*, 2de herziene uitgave, MIM, Antwerpen.
- KORTLEVEN J., (1990), "Enkele beschouwingen bij de verwezenlijking van de Europese eenheidsmarkt", *Documentatieblad van het Ministerie van Financiën*, juli-augustus.

Abstract

The Unification of the European Financial Markets and Its Implications for the Financial Management of Firms in Belgium

Europe's choice to go for economic and monetary union and liberalisation of financial services has important implications for the financial management of firms. Part I describes the essential characteristics and consequences of financial unification and its actual status. Its consequences for the Belgian financial markets and institutions are briefly summarized in part II. Part III analyses the implications for firms, financing costs, interest and exchange risk, and the availability of new financial instruments.