



Begeleiden  
naar

## nieuwe opportuniteiten

Wie in schoonheid wil eindigen, neemt ook bij gedwongen vertrek zijn of haar verantwoordelijkheid. Ongeacht de omstandigheden. Soms hoeft het zelfs niet eens tot een breuk te komen. VVO adviseert zowel bij **outplacement, loopbaanplanning** als bij **career counselling**. VVO engageert zich verregaand, biedt aantrekkelijke garanties en werkt met een specifieke en gepersonaliseerde aanpak. Contacteer ons tijdig en geheel vrijblijvend.



V.V.O.

consulenten: *Frieda Buyse*  
*Roger De Caët*  
*Marc Magerman*  
*Luc Raskin*  
*Walter Ressler*  
*Etienne Van Aelst*  
*Frans Van Hoeck*

psychologen: *Dr. Jacques Claes*  
*Helena Crockaert*

ANTWERPEN-AARTSELAAR  
Tel. (03)870 46 07 • Fax (03)887 10 16

ZAVENTEM  
Tel. (02)757 90 24 • Fax (02)757 90 61

LIJIK  
Tel. (041)367 83 91 • Fax (041)367 83 00

WEVELGEM  
Tel. (056)41 89 00 • Fax (056)41 74 36

Eerkeningen VG.00.007 en VG.00.008

Walter Corluy \*

## Indekking van het wisselkoersrisico

Trefwoorden: wisselkoersrisico; interne en externe dekkingsmethoden

De export in vreemde deviezen gaat meestal gepaard met een wisselkoersrisico. Dit risico kan worden verminderd of uitgeschakeld door interne dekkingsmethoden. Iedere onderneming moet voor zichzelf uitmaken of het overblijvend wisselkoersrisico volledig, gedeeltelijk of niet gedekt wordt door externe indekkingsmiddelen. Op basis van wisselkoersvoorspellingen kan het risico per munt bepaald worden. Op basis daarvan kan men het volledig wisselkoersrisico berekenen en het vergelijken met de wisselkoerstolerantie, die de onderneming als een maximale, niet te overschrijden risicolimiet heeft bepaald. Als de onderneming kiest voor externe indekking, zijn er verschillende mogelijkheden beschikbaar, o.a. het gebruik van afgeleide producten, die een gedegen kennis vereisen van elke gebruiker.

## Inleiding

België exporteert het grootste gedeelte van zijn productie. Die export geschiedt voor een belangrijk gedeelte in vreemde munten, aangezien de Belgische frank niet de internationale uitstraling heeft van andere munten zoals de Amerikaanse dollar, de Duitse mark, de Japanse yen of de Nederlandse gulden.

Dit betekent derhalve dat de Belgische exporteur ook geconfronteerd wordt met het wisselkoersrisico. Weliswaar zal dat risico in de toekomst afnemen met de invoering van de euro, want het grootste gedeelte van onze export gaat naar landen die de eenheidsmunt zullen invoeren. Toch zal het wisselkoersrisico blijven bestaan op landen van de Economische

\* Generale Bank; UFSIA (Universiteit Antwerpen)

Economisch en Sociaal Tijdschrift, 1997/4, blz. 639-664

hotel  
restaurant  
taverne

# den en heuvel

Conferentiecentrum

*Enjoy the difference!*

ZAKENDINERS - BANKETTEN - ONTBIJTHEETINGS  
PERSCONFERENTIES - VERGADERINGEN  
RESIDENTIELE- EN DAGSEMINARIES

P.S. Als U echt 'The Difference' wil ervaren, bel ons dan meteen!

Geelsebaan 72-74  
2460 Kasterlee

Tel. 014/85.04.97  
Fax 014/85.04.96

Unie die de eenheidsmunt niet invoeren vanaf de beginfase, en ook op landen die deel uitmaken van de dollar- en yenzones. Bovendien is de opgang van exotische munten niet te stuiten.

Dit artikel onderzoekt hoe het wisselkoersrisico kan worden vermeden of verminderd.

In de mate dat dit niet mogelijk is, dient elke onderneming een samenhangende wisselkoerspolitiek te bepalen. In het kader van dat beleid moet ze bepalen of een beroep wordt gedaan op externe indekkingsmethoden en, zo ja, of die zich beperken tot de klassieke indekkingsmogelijkheden of eventueel ook de meer risicovolle afgeleide producten omvatten.

## 1. Monetaire omgeving

Het einde van het systeem van Bretton Woods (1971) met zijn vaste, aanpasbare koersen heeft een periode van grote monetaire onzekerheid ingeluid. Ondanks de toenaderingspogingen tussen de West-Europese staten op monetair vlak in het kader van het Europees Monetair Systeem (EMS), blijven de monetaire betrekkingen tussen de dollarzone, de yenzone en de munten van de Europese Unie gekenmerkt door het systeem van vlottende koersen.

Op economisch vlak worden wij geconfronteerd met het fenomeen van de mondialisering. Vele Europese multinationals en zelfs grotere KMO's wensen zich te vestigen in Azië, Noord- en Zuid-Amerika of er minstens naar te exporteren.

De combinatie van monetaire onzekerheid en mondialisering betekent voor ondernemers en bankiers een nieuwe uitdaging om het wisselkoersrisico op te sporen en te beheersen.

De dagelijkse omzet op de wisselmarkten bereikte in 1996 1.200 miljard USD. De meeste banken concentreren hun dealers in 3 of 4 regionale "hubs": Londen, New York, Tokio, Singapore en Hongkong (*Financial Times*, 18 april 1997). In 1992 bedroeg het volume van de financiële transacties 75 keer het volume van de commerciële transacties in de Verenigde Staten. Anders gezegd: slechts 1,5% van het wisselvolume had betrekking op Amerikaanse importen en exporten (Jadoul, 1995). In de

deviezentransacties neemt het belang van de exotische valuta's sterk toe. De Bank of America beweert zelfs dat 25% van haar omzet in die munten verloopt (*Financial Times*, 18 april 1997).

## 2. Omschrijving van het wisselkoersrisico

Het wisselkoersrisico kan verschillende vormen aannemen, die tot stand komen in de verschillende fasen van een bepaalde verrichting (precontractueel, contractueel en postcontractueel) en die meestal op elkaar inwerken (Coosemans, 1997, blz. 01 e.v.).

We onderscheiden de volgende vormen.

- *Het budget- of offerterisico* kan zich voordoen omdat de tegenwaarde van de vreemde munt belangrijke wijzigingen kan ondergaan in de periode tussen de offerte en de opstelling van de factuur. Dit risico wordt nader bekeken onder de rubrieken verzekering (6.C) en deviezenopties (6.D.2.a en b).
- *Het marktrisico* heeft betrekking op de aantasting van het concurrentieel en winstvermogen van de exporteur. Dit risico kan ontstaan vanaf het ogenblik dat de exportbeslissing genomen is tot op het ogenblik van de facturering. De depreciatie van de vreemde contractmunt vreet het winstvermogen van de exporteur aan. Dit risico kan worden ondervangen door prijs- en muntaanpassingsmaatregelen, en ook door lokale productie. Het marktrisico ontstaat ook wanneer de munten van de belangrijkste concurrenten van de exporteur depreciëren ten opzichte van de munt van de exporteur, zodat de concurrenten over een muntvoordeel beschikken.
- *Het economisch risico* ontstaat ten gevolge van investerings- en financieringsbeslissingen. Veronderstel bijvoorbeeld dat een Belgische dochteronderneming van een Engelse moedermaatschappij een lening verkrijgt in Britse ponden, en dat het Britse pond een belangrijke waardestijging kent ten opzichte van de BEF. De rentabiliteit en de solvabiliteit van de Belgische onderneming komen dan onder druk te staan.
- *Het omzettingrisico (translatierisico)* ontstaat bij consolidatie van de boekhoudkundige gegevens in de munt van het land van het hoofd-huis, bij een waardedaling van de vreemde munten waarin activa en passiva van buitenlandse vestigingen worden uitgedrukt.

- Het *transactierisico* ontstaat vanaf de facturering tot de uiteindelijke in-ning van de exportbedragen in vreemde munt als gevolg van een de-precieatie van deze munt.

Dit artikel behandelt vooral de detectering van het transactierisico en de middelen om het te verminderen, te vermijden of te beheersen.

### 3. Technieken om het wisselkoersrisico te vermijden of te verminderen

#### A. Interne dekkingstechnieken

Voor de exporteur bestaan er verscheidene interne indekkingstechnieken om het wisselkoersrisico te vermijden of te reduceren (Corluy, 1995, blz. 40 e.v.):

- factureren in BEF
- factureren in ecu
- factureren in een derde sterke munt
- compensatie toepassen. De exporteur is tegelijkertijd importeur in dezelfde munt voor dezelfde bedragen en vervaldagen.
- "netting", d.i. compensatie van alle debiteur- en crediteurbedragen in de verschillende munten binnen eenzelfde onderneming. Een voorbeeld zijn de "re invoicing"-centra, waarbij grote internationale ondernemingen alle schuldvorderingen en schulden in de verschillende deviezen samenbrengen, zodat het probleem van indekking zich enkel voordoet voor de "long position" (meer schuldvorderingen dan schulden) en de "short position" (meer schulden dan schuldvorderingen). De "long position" zal meestal ingedekt worden wanneer zij wordt aangehouden in een zwakke munt. De "short position" zal meestal het voorwerp uitmaken van een indekking wanneer zij betrekking heeft op een sterke munt.
- de portefeuilletheorie. Een exporteur in NLG die tegelijkertijd importeur is in DEM, voelt niet de noodzaak zich in te dekken, gezien de juridische en feitelijke band tussen die twee munten.
- "Leads and lags". Een exporteur die een depreciatie verwacht van de munt van zijn export, tracht vlugger dan overeengekomen de opbrengst van zijn export binnen te halen, eventueel met behulp van een disconto. De exporteur daarentegen die een apprecieatie verwacht van de exportmunt, zal niet aandringen op betaling.

#### B. Financieringstechnieken

Naast de interne indekkingstechnieken bestaan er een aantal financieringstechnieken die het wisselkoersrisico doen verdwijnen of verminderen.

- Financiering in vreemde munten. Door compensatie tussen een schuldvordering en een schuld in vreemde munten valt het wisselkoersrisico weg wat het kapitaalgedeelte betreft.
- Leasing. Zowel in de internationale leasing (cross-border leasing) als in de exportleasing, uitgedrukt in vreemde deviezen, wordt de exporteur, de leverancier van het geleaste goed, meestal contant betaald, zodat het wisselkoersrisico vanaf het ogenblik van de betaling uitgeschakeld wordt.
- Forfaiting. Bij forfaiting koopt de forfaiteur, zonder verhaal op de exporteur, diens wissel of factuur af mits een disconto wordt toegepast. Door de aankoop schakelt de forfaiteur het wisselkoersrisico van de exporteur vanaf dat ogenblik uit.
- Factoring. De exportfactor kan een importfactor inschakelen. In dit geval vraagt de exportfactor de onmiddellijke betaling aan de importfactor. Deze laatste rekent de exportfactor een rente aan voor de periode die verloopt tussen de vervroegde betaling en de werkelijke in-ning. Er blijft evenwel een wisselkoersrisico voor de exporteur gedurende de periode die ligt tussen de afgifte van de facturen en de ontvangst van de deviezen uit het buitenland.

### 4. Indekking van het wisselkoersrisico

In de veronderstelling dat het wisselkoersrisico niet kan worden vermeden of verminderd, rijst de vraag of het moet worden ingedekt. Banken en multinationals beschikken over uitgebreide studiediensten, die prognoses maken over de toekomstige evolutie van de munten. Op korte termijn wordt de evolutie van de munten bepaald door de "asset market approach". Daarbij spelen de verwachtingen van de marktdeelnemers, alsook politieke en psychologische gebeurtenissen een eersterangsrol (Eiteman, Stonehill en Moffett, 1995, blz. 130-131).

Op lange termijn wordt de evolutie bepaald door de "fundamentals". Dat zijn macro-economische grootheden: intern evenwicht, extern evenwicht, rente-evolutie, groei van de monetaire massa, economische groei (Corluy, 1995, blz. 37-38). Buiten deze macro-economische grootheden is

de "purchasing power parity", d.i. de relatieve evolutie van prijzen in import- en exportland, ook van groot belang (Eiteman, Stonehill en Moffett, 1995, blz. 131).

Onze exporteur gaat zich derhalve vooral richten naar de "asset market approach". De vraag of die prognoses hem iets bijbrengen hangt in grote mate af van de vraag of de markten efficiënt zijn. Onder efficiënte markten worden markten verstaan waarbij alle beschikbare informatie onmiddellijk geïntegreerd wordt in de contant- en termijnkoersen en waarbij de transactiekosten aan de lage kant liggen. Hoe efficiënter de markten zijn, hoe dichter de prognoses de werkelijkheid zullen benaderen. In dit geval zouden de termijnkoersen juiste voorspellers zijn van de toekomstige contantkoersen. De werkelijkheid leert ons evenwel dat de markten niet efficiënt zijn en dat de termijnkoers een slechte voorspeller is van de toekomstige contantkoers (Eiteman, Stonehill en Moffett, 1995, blz. 124 e.v.).

Banken en de eigen studiediensten kunnen de exporteur derhalve geen zekerheid verschaffen over de toekomstige evolutie van de waarde van de buitenlandse munten die hij verwacht. Gezien het onvermijdbare risico rijst dus voor de exporteur de vraag of hij zich moet indekken.

Er is nog steeds een debat aan de gang tussen voor- en tegenstanders van indekking (hedging). Externe indekking heeft immers verscheidene nadelen:

- Er is altijd een kostprijs aan verbonden, wat leidt tot een geringere rendabiliteit.
- De waarde van een onderneming wordt bepaald door de toekomstige cashflows. De indekking vermindert weliswaar het valutarisico, maar geeft geen hogere return aan de exporterende vennootschap; integendeel, de kosten leiden tot een lagere return.
- Bepaalde dekkingen (termijncontracten, swaps, ...) verhinderen de exporteur te profiteren van een voor hem gunstige evolutie van de wisselkoers.
- Laattijdige betaling of het feit dat de importeur niet in staat is de gedekte deviezen te leveren kan leiden tot een omgekeerd wisselkoersrisico, wanneer de exporteur - bij ontstentenis van de betaling door de importeur - verplicht wordt de deviezen op de spotmarkt aan te kopen ter liquidatie van de hedging tegen een hogere waarde dan die van het hedgingcontract.

- In het algemeen is de dekking veeleer voordelig voor de managers, die risicoaferig zijn, dan voor de aandeelhouders, die "shareholders' value" als maatstaf hebben (Eiteman, Stonehill en Moffett, 1995, blz. 183 e.v.).

Externe indekking is gerechtvaardigd om de volgende redenen:

- Ze vermindert het valutarisico van de onderneming, wat haar in staat stelt beter haar toekomstige cashflows te berekenen. Dat maakt een betere planning mogelijk.
- Het behoort niet tot de kernactiviteiten (core business) van de commerciële of industriële onderneming om financiële winsten te realiseren uit wisselkoersverrichtingen; ze moet die winsten veeleer halen uit de commerciële en industriële activiteiten. Dit pleit derhalve voor het indekken van de wisselkoersrisico's. Deze stelregel wordt evenwel niet door alle vennootschappen aanvaard.
- De verliezen uit wisselkoersverrichtingen kunnen zo hoog oplopen dat het voortbestaan van de onderneming of minstens haar expansie in gevaar wordt gebracht. Externe dekking biedt hier soelaas.
- De kosten van externe dekking kunnen in bepaalde exportverrichtingen geïncorporeerd worden in de kostprijs, zodat de last ervan gedragen wordt door de importeur.

## 5. Omvang van de externe dekking

Uit de bovengenoemde theoretische overwegingen kunnen we het volgende afleiden:

- totale indekking is zinloos, gezien de kosten die eraan verbonden zijn en het opgeven van potentiële winsten;
- het totaal ontbreken van indekking is meestal niet houdbaar, gezien de risico's met betrekking tot het voortbestaan van de onderneming of haar normale expansie;
- veeleer is een selectieve indekking raadzaam.

Iedere onderneming dient haar wisselkoersbeleid te bepalen. Ze zou dat bijvoorbeeld kunnen doen door, aan de hand van de meest professionele voorspellingen, de risicograad per munt te bepalen en dat percentage te vermenigvuldigen met de bestaande "exposures". Zo kan het totale uitstaande wisselkoersrisico worden samengesteld. Dit bedrag wordt vergeleken met de risicotolerantie van de onderneming, die voornamelijk wordt ingegeven door het stabiele of onstabiele karakter van de winst-

verwachtingen. Meestal zal de omvang van de risicotolerantie vastgelegd worden door de Raad van Bestuur. Als de drempel van de risicotolerantie wordt overschreden, wordt gekozen voor indekking.

Op regelmatige tijdstippen worden de risicograad per munt en het totale deviezenkoersrisico aan een nieuw onderzoek onderworpen (Coosemans, 1997, C.IV.I. 3000, blz. 01 e.v.). Zo besliste Lufthansa in 1985 al zijn uitstaande bedragen in vreemde deviezen in te dekken ten bedrage van 50% (Eiteman, Stonehill en Moffett, 1995, blz. 204).

## 6. Externe indekkingsmogelijkheden

### A. Contante indekking

De contante indekking bestaat erin het wisselkoersrisico van de exporteur te compenseren door een omgekeerde positie ten opzichte van de bank. De exporteur die een waardevermindering van de contractvaluta vreest, ontleent in dezelfde munt eenzelfde bedrag voor eenzelfde periode. De opbrengst van het krediet in vreemde deviezen verkoopt hij contant tegen zijn nationale munt, wat zijn thesaurie in BEF ten goede komt. Op de vervaldag betaalt de importeur de exporteur en met dat bedrag lost de exporteur zijn schuld in vreemde deviezen af.

Als de vreemde munt devalueert, wordt het koersverlies dat de exporteur lijdt op de opbrengst van de exportverrichting, opgevangen door de winst die hij realiseert op de lening.

De kostprijs van de contantverrichting wordt bepaald door het verschil tussen de debetinteressen op de vreemde lening en de creditinteressen op de thesaurieplaatsing in BEF (Corluy, 1995, blz. 44).

De ontlening bij de bankier heeft als nadeel dat de solvabiliteitsratio van de onderneming en haar "return on assets" verslechteren. De verslechtering van de solvabiliteitsratio zou ertoe kunnen leiden dat de opname van bijkomende kredieten bemoeilijkt wordt.

Contante indekking heeft als bijkomende nadelen dat wordt afgezien van opportuniteitswinsten (niet-indekking geeft betere resultaten dan indekking, in de veronderstelling dat de exportmunt stijgt) en dat de exporteur het omgekeerde wisselkoersrisico loopt. Dit omgekeerde wisselkoersrisico doet zich voor bij wanbetaling van de importeur. In deze om-

standigheden is de exporteur verplicht zijn deviezen aan te kopen op de contantmarkt om zijn contantverrichting af te wikkelen. In de veronderstelling dat deze contantkoers hoger ligt dan de wisselkoers die gangbaar was op het ogenblik dat de contante indekking werd aangegaan, lijdt de exporteur een bijkomend wisselkoersverlies.

### B. Termijnindekking

Termijnindekking (forward outright) bestaat erin dat de exporteur een contract (termijncontract) aangaat met zijn bank, waarbij de bank deviezen op termijn aankoopt tegen een prijs die bepaald wordt op het ogenblik dat het contract wordt afgesloten. De exporteur verkoopt zijn deviezen op termijn, namelijk op het tijdstip dat de importeur betaalt of contractueel dient te betalen. De exporteur die op termijn betaald wordt, loopt het risico dat de vreemde munt deprecieert. Het termijncontract beveiligd hem tegen dat risico, aangezien hij de deviezen, die hij slechts op termijn zal afstaan aan zijn bankier, verkoopt tegen de prijs die geldt op het ogenblik dat het contract wordt afgesloten.

De *termijnkoers*, d.i. de koers van het termijncontract, kan dezelfde zijn als de *contantkoers*. Deze notering heet "a pari", maar dat zal veeleer uitzonderlijk zijn. Normaliter gaat een termijnkoers gepaard met een "report" (agio) of met een "deport" (disagio).

De termijnkoers vertoont een "report" (agio) wanneer de termijnkoers van de munt, uitgedrukt in BEF, hoger is dan de contantkoers.

De termijnkoers vertoont een "deport" (disagio) wanneer de termijnkoers van de munt, uitgedrukt in BEF, lager is dan de contantkoers.

Om het "report" of het "deport" te verklaren, heeft Keynes de theorie van de *interessenpariteit* ontwikkeld. In die theorie is het "report" of het "deport" (in % per jaar) precies gelijk aan het verschil in rentepeil tussen twee bepaalde munten:

$$\text{"report" ("deport")} = \frac{(\text{contantkoers} \times \text{interestverschil} \times \text{aantal dagen})}{360 (365)^1}$$

1 De rente van sommige munten wordt uitgedrukt in 365 dagen (bijv. de BEF), terwijl de rente van de meeste munten uitgedrukt wordt in 360 dagen. Als de basis van een munt 365 dagen is en die van de andere munt 360 dagen, dan moet de rente van een van beide worden aangepast, zodat het verschil wordt weggewerkt.



Het termijncontract waarborgt geenszins de beste koers (wie zich niet in-dekt kan een betere koers krijgen), maar wel een *vaste* koers, zodat exporteurs zeer goed weten wat de opbrengst van de export zal zijn. De exporteur die een verkoopcontract op termijn afsluit, bekommt van zijn bank de aankoopkoers contant + "report" of - "deport" (aan- en verkoopkoersen worden steeds bepaald vanuit de positie van de bank).

#### *Voorbeeld*

Een Belgisch bedrijf exporteert op 5 augustus 1997 goederen ter waarde van 1.000.000 FRF naar Frankrijk, betaalbaar op 6 maanden.

De exporteur wil zich beveiligen tegen een koersdaling van de FRF. Daarom sluit hij met zijn bankier een termijncontract af. Het "report" van de FRF op 6 maanden d.d. 5 augustus 1997 bedraagt 0,0010 BEF. De contantkoers bedraagt 6,12 BEF.

Op de vervaldag ontvangt de exporteur  $(6,12 + 0,0010) \times 1.000.000 = 6.121.000$  BEF.

Door een termijncontract af te sluiten is de exporteur zeker dat hij op 5 februari 1998 6.121.000 BEF ontvangt, ongeacht de evolutie van de FRF.

Het termijncontract vertoont evenwel verschillende beperkingen.

- Zoals reeds aangestipt is de termijnkoers een slechte barometer voor de evaluatie van de toekomstige contantkoersen.
- De duur is beperkt tot 1 jaar, uitzonderlijk 5 jaar.
- In tegenstelling tot het geval van een optie participeert de onderschrijver van een termijncontract niet in een voor hem gunstige evolutie van de wisselkoers.
- In de veronderstelling dat, bij uitvoer, de exporteur een termijncontract met zijn bank is aangegaan en de importeur de vreemde munten niet levert, loopt de exporteur een omgekeerd wisselkoersrisico, in de veronderstelling dat de contantkoers boven de termijnkoers uitstijgt.

Om bepaalde nadelen van termijncontracten op te vangen, werden aangepaste termijncontracten op de markt gebracht.

#### *- Termijncontract met optieperiode*

Het is voor de exporteur meestal moeilijk de vervaldag te bepalen, omdat hij niet met zekerheid weet wanneer zijn importeur hem zal betalen. Daarom is een termijncontract met optie erg aantrekkelijk. Het biedt de exporteur een speling van maximum 14 dagen vóór en/of na de vervaldag om het termijncontract uit te voeren door de levering van de vreemde deviezen.

Ben termijncontract met optie heeft evenwel het nadeel dat de bank aan de cliënt de minst gunstige termijnkoers tijdens de optie zal aanrekenen. Bij export betekent dat:

- aankoopkoers contant + het laagste "report"
- aankoopkoers contant - het hoogste "deport"

#### *- Swapverrichting*

De exporteur die niet over een termijncontract met optie beschikt, kan evenwel de verlenging bekomen door een *swapverrichting*. Hij koopt van zijn bankier deviezen aan tegen de contantkoers, waardoor het bestaande termijncontract geliquideerd kan worden, en verkoopt de deviezen opnieuw aan zijn bankier op termijn op basis van de nieuwe termijnkoers.

#### *- Participatieve termijncontracten*

Op de markt worden participatieve termijncontracten afgesloten. Zij waarborgen de exporteur een minimale verkoopkoers en stellen hem in staat te genieten van een voor hem positieve evolutie van de koers. Deze koerswinst wordt gedeeld tussen de financiële instelling en de exporteur volgens een overeen te komen percentage. Hoe dichter de gewaarborgde koers de termijnkoers benadert, des te lager het participatiepercentage zal zijn. Het participatieve termijncontract combineert de voordelen van een termijncontract met die van een optiecontract (Corluy, 1995, blz. 44-47).

Het aangaan van een termijncontract met een exporteur betekent een kredietrisico voor de bank. Als de exporteur failliet gaat, moet de bank de deviezen contant op de markt aankopen om het termijncontract, dat zij met derden is aangegaan om het oorspronkelijke termijncontract met de exporteur te dekken, af te wikkelen. In de Generale Bank wordt dit kredietrisico forfaitair bepaald op 5% van het nominale bedrag van het termijncontract voor het eerste jaar en 2,5% voor de vier volgende jaren. Vanaf het zesde jaar wordt het risico opnieuw tegen 5% aangerekend. Het maximale risico is evenwel bepaald op 50% van het nominale bedrag van het termijncontract. Dat geldt ook voor de deviezenswaps en de deviezenopties waarvan verderop sprake.

### C. Verzekering

De Nationale Decreederdienst (NDD) dekt het verlies of nadeel als gevolg van de koersschommelingen van de deviezen. Deze indekking is echter beperkt omdat er geëigende banktechnieken bestaan.

- De exporteur moet het bewijs leveren dat hij de BEF niet als contractmunt kon bedingen, noch een financiering kon bekomen in deviezen.
- Normaliter worden enkel sterke munten gedekt, tenzij de NDD zelf een wederpartij vindt (valuta's genoteerd op de Brusselse beurs en de Hongkongse dollar). De NDD sluit a priori geen deviezen uit die de jure of de facto gebonden zijn aan de USD, maar de verzekerde moet dan het risico van de wisselkoersschommelingen tussen de verzekerde munt en de USD te zijnen laste nemen.
- Exportcontracten moeten een risicoduur hebben die langer is dan twee jaar, met dien verstande dat de NDD zijn verzekering kan beperken tot de vorderingen die meer dan twaalf maanden na de datum van de vaste offerte of de contractdatum vervallen.

De dekking van het wisselkoersrisico heeft zowel betrekking op het *rechtstreekse* wisselkoersrisico, d.i. het risico voor de exporteur dat de contractmunt t.o.v. de BEF in waarde daalt, als op het *omgekeerde* wisselkoersrisico (door de NDD betiteld als deviezenrisico of risico van wederindekking op termijn). Het omgekeerde wisselkoersrisico doet zich voor wanneer de exporteur een contract in deviezen heeft ondertekend en zijn financiering in dezelfde munt heeft bekomen, of wanneer hij een termijncontract in deviezen heeft ondertekend en de debiteur zijn verplichtingen niet nakomt. In deze hypothese loopt de exporteur een risico bij stijging van de koers van de vreemde valuta. Daartoe sluit hij met de NDD een dekking in deviezen af: de NDD betaalt de schadevergoeding van niet-betaling in deviezen uit, ofwel vergoedt hij in Belgische frank, waarbij het niet-betaalde bedrag wordt omgerekend op basis van de laatste verkoopkoers die bekend is op de dag waarop het recht op schadevergoeding ontstaat.

Indien de exporteur zich heeft ingedekt door een termijncontract en de importeur komt zijn verplichtingen niet na, dan zal de verzekering het verschil dekken tussen de termijnkoers en de contantkoers waartegen de deviezen aangekocht worden om het termijncontract te beëindigen (risico van wederindekking op termijn).

De NDD dekt ook het koersrisico voor de periode tussen de offerte en de datum van inwerkingtreding van het exportcontract. De verzekerings-

aanvraag moet geschieden vóór de afgifte van de offerte, zoniet behoudt de NDD zich het recht voor de indekking slechts te laten lopen vanaf de contractdatum, tegen de koers van de offertedag of van de dag van de contractondertekening, naar gelang van wat de laagste koers is.

In de hypothese van een rechtstreeks wisselkoersrisico wordt de gewaarborgde koers als volgt vastgesteld (gepubliceerde aankoopkoers op de Brusselse deviezenmarkt):

- deviezen met hoge rentevoet alsmede de USD en de eraan gekoppelde deviezen: de laagste van de drie volgende wisselkoersen:
  - de contantkoers geldend op de dag waarop de exporteur zijn prijs in BEF omzet in deviezen, verminderd met 3%;
  - de gemiddelde contantkoers geldend gedurende 20 dagen voorafgaand aan de dag waarop de exporteur zijn prijs in BEF omzet in deviezen, verminderd met 3%;
  - de termijnkoers van de vreemde valuta geldend op de dag waarop de exporteur zijn prijs in BEF omzet in deviezen. In dit geval is de duur van de termijn gelijk aan de duur van het koersrisico berekend vanaf de afsluiting van het contract.
- deviezen met lage rentevoet met inbegrip van de ecu:
  - de contantkoers geldend op de dag waarop de exporteur zijn prijs in BEF omzet in deviezen.

In principe moet de verzekerde zijn prijs in deviezen omzetten binnen vijf werkdagen vóór de afgifte van de offerte (verzekering vanaf offerte) of vóór de ondertekening van het contract (dekking vanaf contractdatum).

De verzekering dekt het verschil tussen de gewaarborgde koers en de bekomen koers bij de omrekening van de ontvangen valuta in BEF.

De exporteur verbindt er zich toe de koerswinsten die hij realiseert, indien de omrekeningskoers hoger is dan de gewaarborgde koers, aan de NDD af te staan.

De exporteur kan tijdens de onderhandelingsfase met zijn importeur een verzekeringsbelofte bekomen van 6 à 12 maanden, met dien verstande dat hij verplicht is een verzekering voor de dekking van het wisselkoersrisico te onderschrijven wanneer het commercieel contract in werking treedt.

#### D. Afgeleide producten

Het gaat hier om producten die afgeleid zijn van primaire producten en daarom afgeleide producten worden genoemd ("derivatives"). Bij het gebruik van deze producten is het de bedoeling de risico's af te wentelen van de ene participant naar de andere.

Afgeleide producten kunnen worden ingedeeld in producten met een asymmetrisch en met een symmetrisch risico. In tegenstelling tot de symmetrische producten (bijv. swaps) vertonen asymmetrische producten een verschillend risico voor koper en verkoper (opties).

Een ander onderscheid heeft betrekking op de plaats waar de afgeleide producten verhandeld worden. Sommige zijn gestandaardiseerd qua bedragen en vervaldagen en worden verhandeld op de beurs (bijv. futures). Andere producten vertonen kenmerken die op maat gesneden zijn van de marktparticipanten en worden verhandeld "over the counter" (bijv. swaps). Opties worden zowel op als buiten de beurs verhandeld.

Het gebruik van afgeleide producten is niet zonder risico. Dat wordt bevestigd door de grote verliezen van o.a. Procter & Gamble, Amerikaanse en Britse lokale besturen en anderen. Bedrijven of instellingen die afgeleide producten willen gebruiken, mogen dat pas doen wanneer hun financiële directie al de financiële gevolgen ervan met de nodige deskundigheid onderzocht heeft en ook in staat is de hiërarchie in te lichten over de juiste draagwijdte van de betrokken producten. Jammer genoeg kan men niet altijd vertrouwen op de adviezen van sommige banken, die veel meer geïnteresseerd zijn in de verkoop van afgeleide producten dan in het verstrekken van onpartijdig advies (*Financial Times*, 18 april 1997). In oktober 1996 werd ook bekendgemaakt dat de Belgische Schatkist onderhandelt over een schadevergoeding van een belangrijke bank, die haar in 1993 een "power knock-out"-optie<sup>2</sup> had aangesmeerd (Van Gerwen en Cassimon, 1997).

De aanzienlijke stijging van de optie- en futureverrichtingen tijdens de laatste jaren blijkt uit tabel 1.

2 Het begrip "knock-out"-optie wordt verderop toegelicht.

Tabel 1. Omzet van futures en opties, verhandeld op de internationale markten (aantal contracten in miljoenen BEF) (*Financial Times*, 1 juni 1995).

Instrumenten	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Futures</b>					
Alle markten	288,2	315,5	413,4	537,3	806,4
• Rentefutures	219,1	230,9	330,1	427,1	627,7
• Deviezenfutures	29,7	30,0	31,3	39,0	69,7
• Aandelenindex	39,4	54,6	52,0	71,2	109,0
<b>Opties</b>					
Alle markten	190,0	195,1	222,1	250,8	333,7
• Renteopties	52,0	50,8	64,8	82,9	114,5
• Deviezenopties	18,9	22,9	23,4	23,8	21,3
• Aandelenindex	119,1	121,4	133,9	144,1	197,9

#### 1. Deviezen swaps (currency swaps)

Dit is een verrichting waarbij twee partijen gelijkwaardige bedragen in verschillende deviezen omruilen. Verder verbinden zij zich er wederzijds toe geregeld betalingen te verrichten die overeenstemmen met de interestbedragen, en op de vervaldag ook de hoofdsom uit te wisselen.

In elke deviezenwap is er een contantverrichting, die afgewikkeld wordt tegen de contantkoers, en een omgekeerde termijnverrichting, die afgewikkeld wordt tegen de termijnkoers. Het verschil tussen contant- en termijnkoers wordt uitgedrukt door de swappunten of het swapverschil. Dat is gelijk aan het "deport" of "report" van de twee betrokken munten (Braeckveldt en Lingier, 1994, C.I.V.I. 4200-3-03).

De deviezenwap is tot ontwikkeling gekomen als een hedging in hoofde van de banken voor de afgesloten termijncontracten. Hij wordt ook gebruikt met het oog op de verlenging of vervroegde afwikkeling van termijncontracten.

Een deviezenwap komt als hedging in aanmerking voor de exporteurs van kapitaalgoederen die hun vreemde munten slechts gespreid over een lange periode ontvangen. Het product heeft meestal een lange duurtijd (tot 10 jaar) en wordt afgesloten voor zeer hoge bedragen (minimaal 100 miljoen BEF).



## 2. Deviezenopties (valutaopties)

### a. Klassieke opties

Een valutaoptie geeft aan de koper ervan ("buyer" of "holder") het recht - maar niet de verplichting - op een welbepaalde datum een bepaald bedrag aan deviezen tegen een vooraf vastgestelde wisselkoers - uitoefenprijs ("exercise price" of "strike price") - aan te kopen (calloptie) of te verkopen (putoptie). Wat is het verschil tussen een termijncontract en een valutaoptie? Bij een termijncontract bestaat de verplichting om de deviezen op te nemen of te leveren, terwijl de koper bij een valutaoptie het recht heeft om aan te kopen of te verkopen. Hij kan dat recht al of niet uitoefenen.

Een optiecontract kan raadzaam zijn bij deelname aan een openbare aanbesteding in het buitenland met de verplichting de offerte uit te drukken in vreemde munten. Waarschijnlijk zal een groot gedeelte van de uitgaven in het kader van de openbare aanbesteding geschieden in de nationale munt of in andere munten dan die van de aanbesteding. Daarom zal een daling van de munt van de aanbesteding de winstmarge van het deelnemende bedrijf aantasten.

Deelnemen aan een openbare aanbesteding in deviezen betekent dus een wisselkoersrisico. Dekking door middel van een termijncontract komt niet in aanmerking. De onderneming is immers niet zeker dat ze de openbare aanbesteding zal winnen; ze zou dan ook zeer onvoorzichtig handelen door op termijn deviezen te verkopen waarvan ze geenszins de zekerheid heeft dat zij ze ooit zal ontvangen. Als de opdracht niet aan het bedrijf wordt toegewezen, dan is het bedrijf verplicht de deviezen die het op termijn verkocht heeft, contant op de markt aan te kopen - met het risico dat de contantkoers hoger uitvalt dan de termijnkoers.

Een optie is wel raadzaam in het kader van een openbare aanbesteding, omdat de houder het recht heeft zijn verkoop van deviezen al dan niet uit te oefenen. Als het contract hem wordt toegewezen, dan kan hij de optie lichten; in het tegenovergestelde geval licht hij de optie niet en betaalt de premie.

Zoals reeds gezegd bestaan er twee soorten opties:

- een calloptie geeft de koper ervan het recht een bepaald bedrag aan deviezen aan te kopen;

- een putoptie geeft de koper ervan het recht een bepaald bedrag aan deviezen te verkopen.

De verkoper van een optie (de optieschrijver, writer) heeft bijgevolg de plicht ten opzichte van de koper van de optie om de vreemde munten te leveren (calloptie) of te kopen (putoptie) indien de koper gebruikmaakt van zijn optierecht.

De koper van een optie betaalt aan de verkoper een premie, waarvan de omvang verschilt afhankelijk van de volgende factoren:

- de intrinsieke waarde, d.i. het verschil tussen de uitoefenprijs en de contantkoers. Veronderstel dat de contantkoers van de USD 35 BEF is en de uitoefenprijs van een putoptie USD 40 BEF. De intrinsieke waarde van de optie bedraagt dan ten minste 5 BEF, aangezien de optiehouder verkoopt tegen 40 BEF en kan aankopen tegen 35 BEF. Hoe groter de afwijking tussen de uitoefenprijs en de contantkoers, hoe zwaarder de premie.
- De tijdswaarde (time-value) van een optie is het gedeelte van de optiepremie boven de intrinsieke waarde. Ze wordt bepaald door de volgende factoren:
  1. de looptijd van een optie: hoe langer de looptijd, hoe hoger de premie.
  2. de volatiliteit tussen twee deviezen: hoe hoger de volatiliteit, hoe hoger het risico voor de verkoper en hoe hoger de premie.
  3. het renteverskil tussen twee deviezen: we merken al op dat het "report" of "deport" volledig terug te brengen is tot het interestverschil tussen twee munten. Bij een calloptie zal de premie het "report" incorporeren en bij een putoptie het "deport".

Opties worden verhandeld op de "over-the-counter"-markt en op georganiseerde beurzen.

De opties die verhandeld worden op de "over-the-counter"-markt, bieden het voordeel dat ze op maat van de contractant zijn gemaakt qua bedrag, duurtijd en uitoefenprijs. Ze hebben evenwel het nadeel dat de contractant het risico op de tegenpartij loopt als die niet bij machte is haar verplichtingen na te komen.

Opties die verhandeld worden op beurzen, bijv. de optie op de wisselkoers USD/BEF op Belfox, daarentegen, zijn gestandaardiseerd. Het risico op de tegenpartij valt weg, omdat de contractant zijn verrichting afsluit met een clearing house dat de uitvoering van de verrichting waarborgt.

Er is een verschil tussen opties Amerikaanse en Europese stijl :

- Een optie Amerikaanse stijl is uitoefenbaar tijdens de volledige looptijd van het optiecontract.
  - Een optie Europese stijl kan alleen op de vervaldag gelicht worden.
- Beide optiecontracten kunnen evenwel teruggekocht of verkocht worden gedurende de gehele looptijd.

Een call- of putoptie waarvan de uitoefenprijs gelijk is aan de contantkoers wordt "at-the-money" genoemd.

Een calloptie waarvan de uitoefenprijs beneden de huidige contantkoers ligt of een putoptie waarvan de uitoefenprijs boven de huidige contantkoers ligt, wordt als "in-the-money" bestempeld.

Ligt de uitoefenprijs van een calloptie boven de huidige contantkoers of ligt de uitoefenprijs van een putoptie beneden de huidige contantkoers, dan wordt zij als "out-of-the-money" bestempeld.

De optiehouder zal het optiecontract slechts uitoefenen wanneer het voor hem voordelig is, d.w.z. in de veronderstelling dat het optiecontract "in-the-money" is. In het tegenovergestelde geval wordt het optiecontract niet gelicht. Eenmaal dat de optie "in the money" evolueert, doet de exporteur er goed aan te overwegen of hij ze niet het best vóór de vervaldag kan verkopen: hij int dan niet alleen de intrinsieke waarde (die nadien kan teruglopen), maar realiseert bovendien de overblijvende tijds-waarde.

Uit de bepaling van het optiecontract vloeit voort dat het verlies voor de koper zich beperkt tot het betalen van de premie - die wel aanzienlijk kan zijn - maar dat zijn winsten onbeperkt zijn. In een calloptie wordt de bovengrens bepaald door de uitoefenprijs; een benedengrens is er niet, aangezien de koper bij daling van de munt beneden de uitoefenprijs de valutaoptie niet zal uitoefenen en contant zal aankopen. In een putoptie wordt de benedengrens bepaald door de uitoefenprijs; hier is er geen bovengrens, aangezien de koper bij stijging van de munt boven de uitoefenprijs de valutaoptie niet zal uitoefenen en contant zal verkopen. De verkoper van een optie daarentegen heeft een verzekerde beperkte winst, die gelijk is aan de premie, maar zijn verliezen zijn onbeperkt en worden aanzienlijker naarmate de optie zich meer en meer beweegt "in-the-money".

De exporteur dekt zich in door een putoptie te kopen: als de wisselkoers beneden de uitoefenprijs daalt, licht hij het optiecontract, terwijl hij onbeperkt voordeel kan halen uit de stijging van de wisselkoers. De exporteur kan een calloptie verkopen. Hij verhoogt dan zijn inkomen omdat hij zeker is dat hij de premie zal ontvangen. Tegenover deze winst staat echter een onbeperkt verlies wanneer de koers ongunstig evolueert. Deze handelwijze is maar gerechtvaardigd wanneer de exporteur ervan overtuigd is dat de koers stabiel zal blijven of slechts lichte schommelingen naar boven of onderen zal ondergaan.

Meestal ligt de kostprijs van een optiecontract aan de hoge kant.

#### *b. Optiecontracten van de tweede en derde generatie*

De opties van de tweede generatie zijn ontstaan uit de wens van de ondernemingen om de premie te verminderen of zelfs uit te schakelen ("zero cost"-optie). Zelfs bij uitschakeling van de premie blijft er echter een kostprijs, in die zin dat een aantal voordelen van de klassieke optie niet meer voorhanden zijn.

De cilinderoptie is de beste vertegenwoordiger van de tweede generatie. De combinatie van een gekochte en verkochte optie met betaling en ontvangst van een premie leidt tot een verlaging of uitschakeling van de premie.

Veronderstel dat een exporteur over drie maanden een bedrag in USD ontvangt. Hij koopt een putoptie in USD en verkoopt een calloptie in USD tegen uitoefenprijzen die hem in staat stellen de kostprijs van de te betalen premie weg te werken. In de veronderstelling van een contantkoers van 35 BEF koopt hij een putoptie tegen 36 BEF en verkoopt hij een calloptie tegen 34 BEF. De exporteur weet dat hij nooit meer dan 36 BEF zal ontvangen en nooit minder dan 34 BEF, ongeacht de evolutie van de koersen. De cilinderoptie heeft derhalve een lagere flexibiliteit dan een normale optie.

Varianten bestaan erin dat het premieverschil niet volledig wordt weg-gewerkt of meer dan gecompenseerd wordt. In het eerste geval zal de exporteur een gunstige maximumkoers genieten. In het tweede geval staat de koper van de cilinderoptie een recht af van een grotere omvang dan het verworven recht, zodat hij een risico loopt.

Ondertussen zijn opties van de derde generatie ontstaan. Ze worden wel eens exotische opties genoemd. Een compoundoptie verleent de houder

ervan het recht een optie te kopen (call) of te verkopen (put), die op haar beurt een recht geeft op het aankopen of verkopen tegen een vastgestelde uitoefenprijs van een bepaalde hoeveelheid deviezen op een welbepaalde vervaldag.

Het betreft een optie die veelal gebruikt wordt tijdens de offerteperiode. De deelnemer aan een openbare aanbesteding in USD koopt van een bank het recht om over drie maanden (datum van de beslissing over de offerte) een putoptie USD te kopen die hem voor de periode van de uitgestelde betaling dekt. Indien het contract niet wordt toegewezen, zal de deelnemer de optie niet lichten en hij zal een lagere premie betaald hebben dan een concurrent die een klassieke optie aangegaan is. Indien het contract wordt toegewezen aan de deelnemer, zal deze zijn calloptie voor de duur van de offerteperiode uitoefenen op de putoptie, geldig voor de periode van uitgestelde betaling, indien de uitoefenprijs van de compoundoptie (bijv. 2,25% premie op een koers van 35 BEF/USD op 6 maanden) interessanter is dan de premie van een optie voor een soortgelijke dekking op dat ogenblik.

De "average rate option" (ARO) verleent de bezitter ervan het recht om op de vervaldag, in de vorm van een "cash settlement", het verschil te ontvangen tussen zijn uitoefenprijs en het gemiddelde van de contantkoersen waarvan de data, het aantal en de frequentie in het contract worden bepaald. De ARO is slechts interessant voor exporteurs die regelmatig transacties in vreemde munten aangaan en er geen bezwaar in zien dat de afrekening tussen de uitoefenprijs en de verschillende contantkoersen die toepasselijk zijn op de individuele verrichtingen, niet per transactie geschiedt, maar globaal, op het einde van de overeengekomen periode. De ARO zal worden gelicht wanneer de uitoefenprijs voordelig is (in-the-money) in vergelijking met het rekenkundig gemiddelde van de verschillende "fixings".

"Barrier"-opties, ook "knock"-opties genoemd, verschillen van klassieke opties doordat ze over twee uitoefenprijzen beschikken: een gewone uitoefenprijs, zoals bij een klassieke optie, en een "barrier"-uitoefenprijs. Een "barrier"-uitoefenprijs maakt dat een optie geannuleerd of geactiveerd wordt zodra de optie een bepaalde spotkoers (barrier) bereikt. Men spreekt van een "knock-out"- of "knock-in"-optie. Een "knock-out"-optie is een klassieke Europese optie, met als bijkomende eigenschap dat de optie wegvalt zodra de spotkoers van de onderliggende valuta een voorafbepaald niveau bereikt (Lingier, 1996, C.I.V.I. 4200.4.43).

Een exporteur kan de volgende transactie aangaan:  
put USD/call BEF 1.000.000 USD  
uitoefenprijs: 35 BEF  
vervaldatum: 31.12.1997  
"knock-out"-niveau: 37 BEF.

Het voordeel van een "knock-out"-optie bestaat erin dat de premie lager is dan bij een klassieke optie. De premie zal des te lager zijn naarmate de spotkoers het "knock-out"-niveau benadert. Een "knock-out"-optie is evenwel niet zonder risico voor de exporteur: weliswaar ligt het "knock-out"-niveau op een peil dat gunstig is voor de exporteur ("knock-out"-niveau van 37 BEF t.o.v. een uitoefenprijs van 35 BEF), maar als het "knock-out"-niveau eenmaal bereikt is, verdwijnt de optie en ontstaat het risico voor de exporteur wanneer de koers achteraf zwaar gaat dalen. Daarom zal de exporteur een "knock-out"-optie combineren met een "take profit order" in de markt. De exporteur zal zijn bankier opdracht geven om dollars te verkopen zodra het "knock-out"-niveau bereikt is (Lingier, 1996, C.I.V.I. 4200.4.43, 1996).

Een "knock-in"-optie daarentegen is risicovoller voor de exporteur, aangezien zijn optie slechts zal ontstaan wanneer de spotkoers het "knock-in"-niveau bereikt. Vanaf dat ogenblik is het een klassieke optie met afgesproken duurtijd en uitoefenprijs. Het risico bestaat er evenwel in dat het "knock-in"-niveau niet bereikt wordt, de exporteur derhalve geen dekking heeft en toch verplicht wordt een premie te betalen (Lingier, 1996, C.I.V.I. 4200.4.45).

De aankoop van een deviezenswap-optie geeft de onderneming het recht, maar niet de verplichting, een deviezenswap af te sluiten op een vastgestelde datum in de toekomst tegen een welbepaalde uitoefenprijs. De opties worden verhandeld op de beurs, als een gestandaardiseerd product, of "over-the-counter", waar partijen de transacties afstemmen op hun behoeften.

Optiecontracten worden aangegaan voor korte periodes en vanaf relatief lage bedragen (minimum 50.000 USD).

### c. Futures

Futures zijn contracten die partijen ertoe verplichten een welbepaald financieel activum tegen een vastgestelde prijs te kopen en te verkopen op

een vaste datum, die zich in de toekomst bevindt, of een verschil in speciën te betalen of te ontvangen in functie van de evolutie van de koers van deviezen, interesten, "commodities", beursindexen.

De futures zijn gestandaardiseerd qua bedragen en vervaldagen. Zij worden in hoofdzaak verhandeld op beurzen, hetgeen een grote liquiditeit aan de verrichtingen geeft.

De voornaamste future-beurzen zijn Chicago (International Money Market/IMM en Chicago Board of Trade/CBOT), Londen (Liffe) en Singapore (SIMEX).

Het clearing house eist de betaling van een initiële borgsom (initial margin) bij het aangaan van de future-overeenkomst. Op het einde van iedere beursdag bepaalt het clearing house de slotkoers. Als die gestegen is, dan wordt de winst gestort op een speciale rekening (margin account) van de contractant. Bij verlies wordt deze rekening gedebiteerd. Als het bedrag op de speciale rekening een minimumgrens doorbreekt, zal de contractant zijn rekening moeten aanvullen tot op het peil van de initiële borgsom (variation margin). Dit sluit het kredietrisico op de tegenpartij uit.

De tussenschakel van het clearing house vergemakkelijkt de ontbinding vóór de vervaldag van een bepaald contract. De contractanten zijn namelijk niet verplicht hun tegenpartij op te zoeken, maar het volstaat dat op de markt een andere partij wordt gevonden die bereid is als tegenpartij te fungeren van een omgekeerde operatie.

Veronderstel dat de exporteur een daling vreest van de contractmunt, de USD. Aangezien de meeste future-contracten ontbonden worden door een tegengestelde verrichting vóór de vervaldag, zal de strategie van de exporteur erin bestaan zijn dollars nu te verkopen in de hoop dat hij ze goedkoper opnieuw kan inkopen. In de hypothese van een werkelijke daling van de USD maakt de exporteur winst op zijn future-contract, winst die zijn dollarverlies op het verkoopcontract compenseert. In de tegengestelde hypothese, bij stijging van de dollar, maakt hij verlies op zijn future-contract. Dat verlies wordt echter volledig gecompenseerd door zijn koerswinst op het verkoopcontract.

De futures, net als de termijncontracten, beveiligen de exporteurs tegen waardedepreciatie van de contractmunt, maar, in tegenstelling tot de opties, kan de exporteur die futures aanwendt, niet profiteren van een voor hem gunstige evolutie van de contractmunt.

## Besluit

De Belgische exporteur die een contract in vreemde munten ondertekent, loopt een wisselkoersrisico. Dit wisselkoersrisico kan worden vermeden of verminderd met een aantal interne indekkingstechnieken. Naast de interne indekkingstechnieken kunnen een aantal financieringsmethoden worden aangewend die tot gevolg hebben dat het wisselkoersrisico verdwijnt of vermindert.

Veronderstel dat een ongedekt wisselkoersrisico overblijft. De vraag rijst of dit ongedekt wisselkoersrisico ingedekt moet worden. Kan de exporteur niet vertrouwen op prognoses van eminente studie bureaus? De ervaring leert echter dat die prognoses op korte termijn niet altijd even betrouwbaar zijn.

Noch de theoretici, noch de praktijkmensen van het financieel management zijn het eens over de noodzaak om tot indekking over te gaan. De indekking vertoont immers voor- en nadelen.

In ieder geval moet elke exportonderneming die vreemde munten int, een wisselkoers of "hedging"-beleid uitwerken. Dat beleid moet bepalen of de onderneming al dan niet tot indekking overgaat en, zo ja, van welk bedrag deze indekking geschiedt (risicotolerantie). Een "hedging"-politiek bestaat er dan in tot indekking over te gaan zodra de risicotolerantie overschreden wordt. De vaststelling van de risicotolerantie is gebaseerd op de al dan niet stabiele winstverwachtingen van de onderneming.

Er bestaan verschillende indekkingsmogelijkheden, die elk voor- en nadelen vertonen. Een gemeenschappelijk nadeel van de indekkingsmogelijkheden is de kostprijs, die niet altijd geïncorporeerd kan worden in de verkoopprijs. Deze kostprijs zal verschillend zijn naargelang de onderneming uitsluitend indekking beoogt of bovendien wil profiteren van een gunstige evolutie van de contractmunt.

De contante en de termijndekking bieden weliswaar een dekking tegen het wisselkoersrisico, maar ze hebben het nadeel dat de exporteur niet profiteert van een mogelijke appreciatie van de munt.

De verzekering door de Nationale Delcredere dienst biedt meestal geen voordelige dekkingvoorwaarden ingeval het wisselkoersrisico zich voordoet in munten met een hoge rentevoet (met inbegrip van de USD),

maar dekt daarentegen zowel het rechtstreeks als het onrechtstreeks wisselkoersrisico. Bovendien kan het offerterisico ingedekt worden. Het gebruik van afgeleide producten biedt bijkomende voordelen. De deviezenwap maakt een dekking van omvangrijke bedragen voor langere periodes mogelijk.

Naast dekking van het wisselkoersrisico bieden opties de exporteur ook de mogelijkheid om te profiteren van een gunstige koersevolutie. Anderzijds is de premie aan de hoge kant. De opkomst van de opties van de tweede en derde generatie leidt tot een merkelijke reductie van de premie, maar heeft meestal tot gevolg dat de exporteur slechts gedeeltelijk profiteert van een koers die gunstig uitvalt.

Een laatste dekkingsmogelijkheid bieden de futures.

De ervaring heeft aangetoond dat het gebruik van afgeleide producten niet zonder risico's is. Het gebruik ervan is slechts gerechtvaardigd voorzover de gebruikers een gedegen kennis hebben van die producten en regelmatig het management of de Raad van Bestuur in kennis stellen van de aangegeven verbintenissen.

Als besluit bepleiten wij derhalve dat elke exporteur die vreemde munten verhandelt, een "hedging"-beleid vastlegt. In dat beleid worden risico's en kosten tegen elkaar afgewogen, met dien verstande dat risico's van een bepaalde omvang, vastgesteld op basis van de betrouwbaarste voorspellingen en op basis van de solvabiliteit en van het al dan niet stabiele winstverwachtingspatroon van de exporteur, worden ingedekt.

## Bibliografie

- AGGARWAL, R. en L. SOENEN (1989), "Corporate Use of Options and Futures in Foreign Exchange Management", *Journal of Cash Management*, november-december, blz. 61-66.
- BABEL, D.F. (1983), "Determining the Optimum Strategy for Hedging Currency Exposure", *Journal of International Business Studies*, Spring/Summer, blz. 133-139.
- BRAEKEVELDT, S. en E. LINGIER (1994), "De Swapverrichting", in: *Praktijkgids Financieel Management*, C.IVI, 4200-3-03, Diegem, Kluwer Editorial.
- BRAEKEVELDT, S. en E. LINGIER (1996), "Valuta- en Risicobeheer", in: *Praktijkgids Financieel Management*, C.IV, Diegem, Kluwer Editorial.
- COOSEMANS, B. (1995), "De Valutamarkt", in: *Praktijkgids Financieel Management*, C.V.3, Diegem, Kluwer Editorial, 352 blz.

- COOSEMANS, B. (1997), in: *Praktijkgids Financieel Management*, C.IVI 2000, blz. 01 e.v.
- CORLUIY, W. (1995), *Financiering en Risicobeheer in de Internationale Handel*, Deurne, MIM.
- COSSET, J.-CL. (1982), "Forward Rates as Predictors of Future Interest Rates in the Eurocurrency Market", *Journal of International Business Studies*, blz. 71-83.
- COX, J.C., S.A. ROSS en M. RUBINSTEIN (1979), "Option Pricing: A Simplified Approach", *Journal of Financial Economics*, nr. 7, blz. 229-263.
- DAIGLER, R.T. (1994), "Financial Futures and Option Markets, Concepts and Strategies", blz. 514.
- DARBY, M.R. (1983), "Movements in Purchasing Power Parity: The Short and Long Runs", in: M.R. DARBY en J.R. LOTHIAN, eds., *The International Transmission of Inflation*, Chicago, University of Chicago Press.
- DAVID, E., J. COATES, P. COLLIER en S. LONGDEN (1991), *Currency Risk Management in Multinational Companies* (Research Studies in Accounting), Londen, Prentice Hall International.
- DEBEAUVAIS, M. en T. SINNAH (1991), *La gestion globale du risque de change: Nouveaux enjeux et nouveaux risques* (Collection Techniques de Gestion), Parijs, Éditions Economica.
- DUFFIE, D. (1989), *Futures Market*, Stanford University, Graduate School of Business, Prentice Hall International Editions, blz. 415.
- EITEMAN, D., A. STONEHILL en M. MOFFETT (1995), *Multinational Business Finance*, Reading, MA, Addison-Wesley, 7e ed. blz. 697.
- FEIGER, G. en B. JACQUILLAT (1979), "Currency Option Bonds, Puts and Calls on Spot Exchange and the Hedging of Contingent Foreign Earnings", *Journal of Finance*, december, blz. 1129-1139.
- FINANCIAL TIMES (1997), Financial Times Survey, Foreign Exchange, 18 april 1997.
- FINANCIAL TIMES (1997), 1 juni 1997.
- GENERALE BANK
- "Arbitrage: indekken van wisselrisico's", Thesauriebeheer. G Business.
  - "Valuta-opties en G Hedge. Een handleiding voor de importeur en de exporteur".
  - "Deviezen- en interestswaps: een doeltreffend instrument voor financieel beheer", *Bulletin van de Generale Bank*, september 1986, nr. 268.
  - "De afgeleide produkten (derivatives): de valuta-opties", *Bulletin van de Generale Bank*, maart 1994, nr. 348.
- GROUP OF THIRTY (1993), *Derivatives: Practices and Principles*, Washington D.C.
- HULL, J. (1993), *Options, Futures and other Derivative Securities*, New Jersey, Prentice Hall International.
- JACQUES, L. (1981), "Management of Foreign Exchange Risk: A Review Article", *Journal of International Business Studies*, Spring/Summer, blz. 81-100.
- JADOUL, B.J. (1995), *New York: croissance et innovations du marché des changes, lezing ter gelegenheid van het emeritaat van prof. J.P. Abraham*, Namen, Facultés Universitaires Notre-Dame de la Paix, 5 mei 1995.
- LEVICH, R.M. (1978), "Tests of Forecasting Models and Market Efficiency in the International Money Market", in: J.A. FRENKEL en H.G. JOHNSON, eds., *The Economics of Exchange Rates*, Reading, MA, Addison-Wesley, blz. 129-158.



- LINGIER, E. (1996), "Deviezenopties", in : *Praktijkgids Financieel Management*, C.I.V.I.4200.4.43, Diegem, Kluwer Editorial.
- MARSHALL, J.F. en K.R. KAPNER (1990), *Understanding Swap Finance*, Cincinnati, South-Western Publishing Co.
- OFFICER, L.H. (1976), "The Purchasing Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article", *IMF Staff Papers*, maart, blz. 1-60.
- PRITCHARD, D. (1986), "Financieringstechnieken met swaps", *Tijdschrift voor Financieel Management*, jg. 6.
- SOENEN, L.A. en E.G.F. VAN WINKEL (1982), "The Real Costs of Hedging in the Forward Exchange Market", *Management International Review*, jg. 22, nr. 1, blz. 53-59.
- STOLL, H.R. en R.E. WHALEY (1993), *Futures and Options: Theory and Applications. Current Issues in Finance*, Cincinnati, South-Western Publishing Co.
- SWANSON, P.E. en S.C. CAPLES (1987), "Hedging Foreign Exchange Risk: Using Forward Foreign Exchange Markets. An Extension", *Journal of International Business Studies*, Spring, blz. 75-82.
- UNITED STATES GENERAL ACCOUNTING OFFICE (1994), *Financial Derivatives: Actions Needed to Protect the Financial System*, Report to the Congressional Requesters.
- VAN GERWEN, J. en D. CASSIMON (1997), "De swaps van Maystadt: een Belgische casus van financiële ethiek?", *Streven*, mei.
- VAN HELLEMAN, J. (1978), *Dekking van valutarisico's*, Alphen a/d Rijn/Brussel, Samsom Uitgeverij.
- VAN RYMENANT, J. (1978), *Wisselrisico's en hun dekking*, Belgische Vereniging der Banken, exportbrochure, mei.

*Abstract*  
*Hedging Exchange Risk*

*The export in foreign currencies generally produces an exchange risk. This risk can be reduced or ruled out entirely by internal hedging. Each company has to decide whether the remaining exchange risk will be hedged entirely, or partially, or not at all. With the help of forecasting models the risk will be calculated for each currency, enabling the exporter to calculate his global risk and to compare it with the maximum tolerance defined by management. External hedging comprises different products, a.o. derivatives, which require a thorough know-how from the user.*

Willy Boes \*

Jan Buysse \*

## Het politieke risico bij de Nationale Delcredere-dienst: een vlag die een gevarieerde lading dekt

*Trefwoorden:* exportbevordering; politiek risico; kredietverzekering

*Zakenlieden zijn uiteraard bezorgd over de betalingscapaciteit van hun afnemers, zeker in de buitenlandse handel. Een onmisbaar hulpmiddel daarvoor is de kredietverzekering, zoals die van de Nationale Delcredere-dienst. Toch wordt Delcredere bijna altijd geassocieerd met het indekken van de politieke risico's. Hierbij denkt men spontaan aan oorlogen en staatsgrepen. De notie politiek risico is evenwel veel ruimer en dekt vrijwel elke vorm van force majeure in het buitenland. Dit artikel schetst de voornaamste categorieën van force majeure en past ze bondig toe in een aantal gevallen: gewone exportverrichtingen en wat daarrond hangt, maar ook minder courante zaken zoals projectfinanciering, leasing en importverrichtingen (prefinanciering). Heel kort wordt verwezen naar investeringen in het buitenland en naar de samenwerking tussen publieke en private instellingen in binnen- en buitenland. Koersrisico's worden niet behandeld.*

### Inleiding

Zaken doen is altijd een riskante bezigheid. In de binnenlandse handel botst de zakenman, naast allerlei avonturen bij de materiële afhandeling van een bestelling, vooral op het risico dat zijn klant malafide of insolvent is. Dit risico, dat wij het commerciële risico noemen, is nog groter bij de buitenlandse handel en zeker bij de verre, overzeese handel, waar het zo goed als onmogelijk is om zijn handelspartners te kennen en te beoor-

\* Nationale Delcredere-dienst  
De inhoud van deze tekst verbindt de auteurs en niet de Delcredere-dienst.