OP WEG NAAR EEN EUROPESE KAPITAALMARKT : EURO-OBLIGATIES?

door

E. DEWEIRDT

Aspirant bij het Nationaal Fonds voor Wetenschappelijk Onderzoek.

RÉSUMÉ — *Vers un marché européen des capitaux: les euro-obligations ?* — Sous la dénomination d'euro-obligations nous entendons les obligations qui sont émises en même temps sur divers marchés des capitaux en Europe et dont la monnaie de référence est, pour la majorité des placeurs de fonds, différente de leur monnaie nationale.

Dans cet article il est question de l'origine et de l'évolution de ce marché parallèle des capitaux. On relèvera également certains éléments qui ont donné au marché un caractère indépendant. Le fait que les euro-obligations sont lancées sur différents marchés des capitaux en Europe a donné naissance à une technique d'émission spécifique. En outre, faute d'une monnaie supranationale, il fallut faire appel à diverses monnaies de référence. Les instruments de financement (obligations, obligations convertibles, „five year notes", obligations avec warrant) sont de telle nature qu'ils sont susceptibles de retenir l'attention du public investisseur. La corrélation entre le taux d'intérêt pratiqué sur les divers marchés nationaux des capitaux et celui en vigueur sur le marché des euro-obligations n'est pas celle qu'on est en droit d'espérer. Finalement on peut se demander si le marché se maintiendra et dans quelle mesure il peut contribuer à l'intégration monétaire européenne.

Vooralsnog kan men bezwaarlijk van een Europese kapitaalmarkt spreken. De E.E.G.-lidstaten zijn er na tien jaar wel in geslaagd een douane-unie op te richten en een gemeenschappelijke marktregeling in te stellen voor de meeste landbouwprodukten, maar t.a.v. de interpenetratie van de kapitaalmarkten werden weinig institutionele vorderingen gemaakt. Teneinde sommige beperkingen m.b.t. het kapitaalverkeer uit de weg te ruimen, zijn twee richtlijnen (1960 en 1962) van kracht geworden; een derde richtlijn ligt sedert 1964 klaar om door de Raad van Ministers goedgekeurd te worden.

Een en ander heeft niet belet dat bepaalde vormen van internationale financiële samenwerking zijn ontstaan zonder enige officiële medewerking. Een voorbeeld hiervan is de Euro-

pese emissiemarkt die dank zij het privé-initiatief een belangrijke ontwikkeling heeft doorgemaakt en in dit opzicht ver vooruit is op de institutionele vorderingen en een plaats gevonden heeft in de reeks mogelijkheden die de financiële integratie in Europa kunnen bevorderen.

De bedoeling van dit artikel is enig licht te werpen op enkele aspecten van deze multinationale markt, waarbij de vraag zal gesteld worden in hoeverre deze markt de Europese integratie kan dienen.

I. BEGRIPSBEPALING

Het is moeilijk een omschrijving van de Euro-obligaties te geven (1). Verschillende bepalingen zijn voorhanden wat meebrengt dat de statistische gegevens m.b.t. de Euro-emissiemarkt vaak sterk uiteenlopen naargelang de geciteerde bron.

Men kan een duidelijk onderscheid maken tussen twee types van obligatieuitgiften in Europa door buitenlandse emittenten (2). Er zijn vooreerst de emissies die uitsluitend op de kapitaalmarkt van één Europees land worden geplaatst (b.v. in Duitsland of Zwitserland) en daarnaast zijn er de obligatieleningen die terzelfdertijd op diverse Europese kapitaalmarkten worden uitgegeven. In het eerste geval spreekt men soms van klassieke buitenlandse of internationale leningen (3); het is enkel in het tweede geval dat men van Euro-leningen spreekt.

---

(1) Naast Euro-obligaties spreekt men van Euro-bonds, Euro-issues, Euro-emissies, internationale obligatieleningen, e.d.m.

(2) Banque de Bruxelles : *The Mechanics of Euro-Bond Issues*, Brussel, s.d., blz. 1-2.; R. GENILLARD : *The Euro-Bond Market*, in : *The European Capital Market, Federal Trust Report*, special series nº 2, Londen 1967, blz. 29-30; Banque des Règlements Internationaux : *Trente-huitième Rapport Annuel*, 1968, blz. 77-78. Fédération Bancaire de la C.E.E., *Rapport 1966-1968*, blz. 29.

(3) Banque des Règlements Internationaux, *op. cit.*, blz. 77 : „Les émissions étrangères" of „les émissions classiques lancées sur un seul marché national"; Fédération Bancaire de la C.E.E., *op. cit.*, blz. 29 : „les emprunts étrangers classiques".

Daarnaast kunnen nog enkele andere belangrijke verschillen tussen beide categorieën worden geformuleerd (1). Een tweetal willen we hier aanhalen. Waar de emissies van de eerste categorie luiden in de valuta van het land waar ze door de vreemde emittent geplaatst worden, is de lening bij de tweede categorie uitgedrukt in een munt die voor het merendeel der beleggers verschilt van hun nationale valuta. Een ander verschil bestaat hierin dat de Euro-obligaties, in tegenstelling met de klassieke internationale obligaties, geplaatst worden met tussenkomst van een internationaal consortium volgens een geplande internationale distributie.

Het tussen beide categorieën gemaakte onderscheid is voornamelijk van technische aard en voor een deel artificieel. De kans bestaat dat een fractie van een internationale obligatielening die op één nationale kapitaalmarkt wordt uitgegeven, door het buitenland wordt opgenomen. Dit is het gevolg van het niet volkomen geïsoleerd zijn van de nationale kapitaalmarkten en zal zich voornamelijk voordoen wanneer het gaat om een internationaal gekende en goed aangeschreven ontlener (2).

Van economisch standpunt uit gezien, komt het er in beide gevallen op neer dat beroep wordt gedaan op een vreemde kapitaalmarkt (of meerdere) om financieringsbehoeften in eigen land te dekken.

Stelt men zich op het standpunt van de financiële integratie en verstaat men daaronder dat ondernemingen van een lid-staat beroep kunnen doen op financieringsbronnen in andere lidstaten onder dezelfde voorwaarden als de ingezetenen van die landen (3), dan zou men kunnen vooropzetten dat de interpenetratie van de financiële markten bij de Euro-emissiemarkt groter is dan bij de klassieke buitenlandse leningen. Houdt men bovendien rekening met de snelle ontwikkeling van de Euro-obligatiemarkt tot een eigen markt met tal van karakteristieken, dan valt te begrijpen dat men van een afzonderlijke markt is gaan spreken.

---

(1) Voor een uitvoerige bespreking van de onderscheiden karakteristieken van beide soorten, cfr. S. PLASSCHAERT: *De markt der Euro-obligaties*, Voordrachten van het Studiecentrum voor Bank- en Financiewezen, februari 1969, blz. 7-12.

(2) Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 1.

(3) Fédération Bancaire de la C.E.E.: *Rapport 1961-1964*, blz. 14.

II. ONTSTAAN EN ONTWIKKELING

Euro-obligaties zijn geen totaal nieuw verschijnsel. In de na-oorlogse periode van de „dollar-gap" was New York om begrijpelijke redenen het voornaamste centrum voor het opnemen van financiële middelen op lange termijn door vreemde ontleners (1). Deze laatste bestonden in principe uit overheidsinstellingen omdat de „Securities and Exchange Act" van 1933 voor de meeste semi-privé- en privé- instellingen te omslachtige vereisten meebracht. Deze emissies kwamen tot stand met medewerking van enkele Amerikaanse Investmentbanken. Alhoewel New York het emissiecentrum was, de uitgiften in dollar luidden en het rendement vaak gevoelig hoger lag dan dat van Amerikaanse emissies, waren het voornamelijk niet-Amerikaanse ingezetenen die er op intekenden (2). In vergelijking met de thans bestaande markt der Euro-obligaties was de omvang van deze New Yorkse markt eerder gering.

Geleidelijk werd de rol van New York als emissieplaats voor internationale obligatieleningen en van de Amerikaanse Investmentbanken door Europese financiële centra en banken overgenomen. Verschillende factoren hebben deze verschuiving van New York naar Europa beïnvloed (3).

Vooreerst was er de economische heropleving van West-Europa die bovendien gepaard ging met een vermindering van het dollartekort. Dit laatste was toe te schrijven aan het chronisch deficit van de Amerikaanse betalingsbalans.

Toen men in 1958 na een ongeveer zevenentwintigjarige onderbreking de externe convertibiliteit van de meeste West-Europese munten terug invoerde, kende men een heropleving van de internationale deviezenmarkten. De versoepeling van de wisselreglementering betekende ook dat de beperkingen op de

(1) R. GENILLARD, *op. cit.*, blz. 28. Morgan Guaranty Trust Cy : *The financing of business with Euro-dollars*, NewYork, 1967, blz. 11-17.

(2) Een en ander kan verklaard worden uit het feit dat de doorsnee Amerikaanse particuliere beleggers minder belangstelling aan de dag leggen voor obligaties; het zijn vooral de institutionele beleggers die erin geïnteresseerd zijn.

(3) Deze factoren zijn ongeveer dezelfde als die welke worden aangehaald i.v.m. het ontstaan en de ontwikkeling van de Euro-dollarmarkt.

aankoop van vreemde effecten door de ingezetenen van verscheidene Europese landen minder streng werden.

De invoering van de „Interest Equalization Tax" had voor gevolg dat New York als emissiemarkt voor buitenlanders wegviel. Deze belasting die in 1963 werd afgekondigd en in oktober 1964 van kracht werd, had tot doel de rente over dollarleningen in New York met ongeveer 1 % te verhogen voor niet-ingezetenen (1). Op die manier poogde men de kapitaaluitvoer tegen te gaan, zonder evenwel de rente voor het binnenland te wijzigen (2).

Ten slotte zijn er de maatregelen die begin 1965 door de Johnson-administratie werden getroffen in het kader van het herstelprogramma van de Amerikaanse betalingsbalans (3). De overheid zette er de Amerikaanse bedrijven toe aan de middelen voor het financieren van hun buitenlandse investeringen in ruimere mate buiten de V.S.A. te zoeken. Deze maatregelen die de kapitaalexport uit de V.S.A. moesten beperken, werden begin 1968 nog strenger gemaakt. Wat de buitenlandse investeringen aangaat, kwam er een verbod van kapitaaluitvoer, met uitzondering van een paar landen.

Al deze factoren hebben bijgedragen tot het ontstaan van de Euro-obligatiemarkt. Er waren in Europa dollars aanwezig die dank zij de versoepeling van de wisselreglementering konden aangewend worden voor intekening op dollarleningen die op diverse Europese kapitaalmarkten (aanvankelijk Zwitserland en Duitsland) werden geplaatst. Sinds 1963 waren vooral de Londense Merchant Banks op dit terrein bedrijvig (4), terwijl de banken van het Europese vasteland minder actief waren op deze markt. De Amerikaanse Investmentbanken namen later het initiatief opnieuw op deze markt op te treden in samenwerking met Europese banken die mede optraden als vaste opnemers en in ruime mate voor de uiteindelijke plaatsing van de effecten zorgden (5).

(1) Uitzonderingen waren voorzien voor Canada en de meeste ontwikkelingslanden. Voor Japan werd gedurende het eerste jaar dat de belasting van kracht was een vrijstelling van $ 100 mln. voorzien.

(2) C. H. STEM : *The overseas dollar bond market and recent U.S. borrowing abroad, Staff Economic Studies, Board of Governors of the Federal Reserve System*, nr. 22, s.l., s.d., blz. 2.

(3) Banque Européenne d'Investissement : *Rapport annuel 1965*, blz. 43.

(4) C.H. STEM, *op. cit.*, blz. 2.

(5) F. COLLIN : *Problematiek rond de totstandkoming van een Europese Kapitaalmarkt*, Europese Monografieën, nr. 5, Deventer 1965, blz. 101.

III. OMVANG VAN DE MARKT

De markt van Euro-obligaties heeft geleidelijk vorm en inhoud gekregen. In de loop van de laatste jaren is hij snel tot ontwikkeling gekomen, ondanks het bestaan van belemmeringen tussen de verschillende nationale kapitaalmarkten en heeft afmetingen aangenomen die de verwachtingen ver te boven gaan.

TABEL 1 : Internationale emissies in Europa en buitenlandse emissies op de kapitaalmarkt van de V.S.A. (in miljoenen $) — 1963-1968

	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Internationale emissies in Europa	346	883	950	1429	1878	3660
Buitenlandse emissies op de Amerikaanse kapitaalmarkt	1356	1184	1617	1448	1948	n.b.
– waarvan voor rekening van Continentaal Europa	307	35	25	—	15	n.b.

Bron: Kredietbank : "Hoge cijfers op de Euro-kapitaalmarkt", *Weekberichten*, nr. 13, 28 maart 1969, blz. 116.
Banque des Règlements Internationaux : *Trente-huitième rapport annuel, 1968*, blz. 78.

In 1963 bedroegen de Euro-leningen slechts $ 346 mln. terwijl gedurende hetzelfde jaar voor $ 1.356 mln. aan buitenlandse emissies op de Amerikaanse kapitaalmarkt werden geplaatst, waarvan $ 307 mln. of 22 % voor rekening van Continentaal Europa.

In de loop van hetzelfde jaar werd de „Interest Equalization Tax" afgekondigd die tot doel had het emitteren van de buitenlandse obligaties te New York af te remmen (cfr. supra). De druk op de Amerikaanse kapitaalmarkt werd verlicht en de emissieactiviteit verlegde zich naar de Europese kapitaalmarkten : in 1964, jaar dat de belasting van kracht werd, werd voor rekening van Continentaal Europa slechts voor een bedrag van $ 35 mln. op de Amerikaanse kapitaalmarkt geëmitteerd, terwijl de inter-

nationale emissies op de Europese kapitaalmarkten spectaculair opliepen tot $ 888 mln., d.i. een toename met 155 % t.o.v. 1963.

In 1965 bedroeg de emissie-activiteit op de Euro-emissiemarkt $ 950 mln., m.a.w. een toename met 8 % t.o.v. 1964, terwijl de emissies voor rekening van Continentaal Europa in de V.S.A. met $ 10 mln. verminderden. Het herstelprogramma van de V.S.-betalingsbalans van februari 1965 voorzag dat de Amerikaanse bedrijven moesten bijdragen tot het saneren van de betalingsbalanssituatie t.o.v. de geïndustrialiseerde landen (1). Eén van de middelen waartussen de ondernemingen de keuze hadden, was meer beroep doen op vreemde kapitaalmarkten. De Amerikaanse bedrijven hebben dan ook in sterkere mate beroep gedaan op de Europese kapitaalmarkten om de investeringen van hun dochtermaatschappijen in het buitenland te financieren waar dit vroeger grotendeels geschiedde door kapitaaluitvoer uit de V.S.A.

In 1966 werd voor een bedrag van $ 1.429 mln. aan Euro-emissies op de Euro-kapitaalmarkt geplaatst. Dit betekent een belangrijke toename met 50 % t.o.v. het vorige jaar, o.m. omdat de Amerikaanse ondernemingen een sterke stijging voorzagen van hun investeringen in Europa, maar ook omdat Europese bedrijven in grotere mate op de markt beroep hebben gedaan.

De emissie-activiteit op de Euro-obligatiemarkt nam in 1967 met 31 % toe t.o.v. 1966 : er werd voor een bedrag van $ 1.878 mln. geplaatst. De monetaire onrust en de onzekere of ongustige conjunctuurontwikkeling in 1967 waren remmende factoren zodat de kredietvraag van de particuliere bedrijven ongeveer gestabiliseerd werd.

In 1968 werden voor $ 3.660 mln. Euro-obligaties geplaatst, wat een forse toename met 95 % t.o.v. het vorige jaar betekent. Anticiperend op de gevolgen van het stringentere JOHNSON-plan ter sanering van de betalingsbalans (2), hebben de Europese filialen van Amerikaanse ondernemingen zich in belangrijke mate op de Euro-kapitaalmarkt gefinancierd.

---

(1) Banque des Règlements Internationaux : *Trente-sixième rapport annuel, 1966*, blz. 68.

(2) Op enkele uitzonderingen na werd de kapitaaluitvoer voor directe investeringen verboden.

De toename van het totaal emissiebedrag zette zich ook in 1969 door : tijdens het eerste kwartaal werden globaal gezien voor $ 960 mln. Euro-leningen uitgegeven t.o.v. $ 683 mln. tijdens het eerste kwartaal van 1968 (1).

IV. MARKTPARTIJEN

Onder de marktpartijen op de Euro-emissiemarkt verstaan we de ontleners of emittenten, eensdeels, en de intekenaars of beleggers, anderdeels.

T.a.v. de ontleners kan men een onderscheid maken naar de status van de emittent (tabel 2) en vervolgens naar de nationaliteit van de emittent (tabel 3).

TABEL 2 : Verdeling van de internationale emissies in Europa naar de aard van de emittent (in miljoenen $) — 1963-1968.

Aard van de emittent	1963	1964	1965	1966	1967	1968
Staat, overheidsinstellingen en -bedrijven, steden en gemeenten	95	489	257	330	683	971
Particuliere bedrijven	187	233	295	427	545	485
V.S. firma's (m.i.v. de Luxemburgse holdings met V.S.-waarborg)	—	—	256	436	525	1853
Internationale organismen	64	161	202	236	125	351
T o t a a l	346	883	950	1429	1878	3660

Bron: Kredietbank : "Hoge cijfers op de Euro-kapitaalmarkt", *op. cit.*, blz. 116.

(1) Kredietbank : „Hoge cijfers op de Euro-kapitaalmarkt", *op. cit.*, blz. 114.

Zoals uit tabel 2 blijkt zijn het ongetwijfeld de particuliere bedrijven die in de Euro-emissiemarkt een kans hebben gezien om ook naar volume over de financieringsmogelijkheden te beschikken die door de toenemende dimensie van de bedrijven vereist worden.

Het is pas vanaf 1965, jaar waarin de richtlijnen van het betalingsbalansprogramma werden ingevoerd, dat de Amerikaanse ondernemingen op de Euro-obligatiemarkt zijn opgetreden. Het aandeel van deze groep ontleners is in de loop der jaren zeer sterk toegenomen : $ 256 mln. in 1965 en $ 1.853 mln. in 1968 of resp. 27 % en 50 % van het totale emissiebedrag. De niet-Amerikaanse bedrijven namen in 1963 voor een totaal bedrag van $ 187 mln. (54 %) op en in 1968 voor $ 485 mln. (13 %), doch blijven hiermee over de ganse lijn ver achter op de Amerikaanse ondernemingen. Naast Europese bedrijven (Duitsland, Frankrijk, Italië, Nederland), wagen ook ondernemingen uit Japan, Mexico, Canada, Australië, Zuid-Afrika, enz. hun kans op deze markt (1).

Een belangrijke groep ontleners zijn bovendien de Staat, overheidsinstellingen en -bedrijven, steden en gemeenten. In 1968 ontleenden zij samen voor een bedrag van $ 971 mln., wat 26 % vertegenwoordigt van het totale emissiebedrag. Voorbeelden hiervan zijn de lening uitgegeven door de stad Oslo, de stad Kopenhagen, Oostenrijk, Portugal, Australië, de Franse Société Nationale des Chemins de Fer, enz.

De laatste groep ontleners zijn de internationale organismen als daar zijn de International Bank for Reconstruction and Development, de Europese Investeringsbank, de Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal, die regelmatig op de Euro-emissiemarkt optreden en in 1968 voor $ 351 mln. (9 %) ontleenden.

Tabel 3 maakt een onderscheid tussen de ontleners op grond van hun nationaliteit. Zoals uit het voorgaande reeds bleek, zijn het de Amerikaanse ontleners die het leeuwenaandeel op deze markt opnemen. In 1968 plaatsten ze voor niet minder dan $

(1) Voor een systematische inventaris van de Euro-emissies, zie Morgan Guaranty Trust Cy, *op. cit.*, blz. 30-39; Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 22-31 en Fédération Bancaire de la C.E.E.: *Kwartaalberichten.*

TABEL 3 : Verdeling van de internationale emissies in Europa naar de nationaliteit van de emittent (in miljoenen $) — 1963-1968.

Nationaliteit van de emittent	1963	1964	1965	1966	1967	1968
- Uit E.E.G.-landen (zonder Luxemburgse holdings met V.S.-waarborg)	127	88	149	370	387	423
- Uit E.V.A.-landen	91	357	235	191	312	401
- Rest van Europa	5	5	—	34	144	16
- V.S.-firma's (m.i.v. Luxemburgse holdings)	—	—	256	436	525	1853
- Internationale Organismen	64	161	202	236	125	351
- Rest	59	272	108	162	385	616
Totaal	346	883	950	1429	1878	3660

Bron: Kredietbank : „Hoge cijfers op de Euro-kapitaalmarkt", *op. cit.*, blz. 116.

1.853 mln., wat ongeveer de helft van het totale emissiebedrag uitmaakt. De emittenten uit de E.E.G.-landen plaatsten in 1968 voor $ 423 mln. (11 %) en die uit landen behorend tot de Europese Vrijhandelsassociatie voor $ 401 mln. (11 %). Europese landen die noch tot de E.E.G., noch tot de E.V.A. behoren, kwamen in datzelfde jaar tussen voor $ 16 mln. (0,5 %). Samen genomen hebben de Europese landen in 1968 voor $ 840 mln. (23 %) ontleend, wat beduidend lager ligt dan het beroep dat de V.S.A. op Euro-emissiemarkt deden.

Verder zijn er de internationale organismen die in 1968 voor $ 351 mln. (9 %) plaatsten (cfr. supra). Onder de rest ten slotte worden die ontleners gerekend die in de vorige categorieën niet thuishoren, vnl. bedrijven uit Japan, Australië, Denemarken, Zuid-Afrika, enz. Deze groep plaatste in 1968 voor een bedrag van $ 616 mln. (17 %) en alles laat voorzien dat zij zich in de toekomst in grotere mate tot de Euro-emissiemarkt zullen wenden.

Wie de uiteindelijke beleggers of intekenaars op Euro-obligaties zijn is moeilijk na te gaan. Het grootste deel van de fondsen die op de Euro-emissiemarkt belegd worden is waarschijnlijk afkomstig van landen van Continentaal Europa omdat in de meeste van die landen de mogelijkheid bestaat voor inge-

zetenen om vreemde effecten aan te kopen (1). Een deel van de kapitalen is verder afkomstig uit het Midden-Oosten en Latijns-Amerika. Amerikaanse ingezetenen ten slotte die op de Euro-emissiemarkt wensen te kopen vallen onder de I.E.T. (2).

De mening kan bestaan dat de fondsen waarmee op Euro-emissies wordt ingetekend afkomstig zijn van de Eurodollarmarkt. Dit zou slechts incidenteel gebeuren en in de mate dat de financiële instellingen die bij de plaatsing van de Euro-emissies tussenkomen, meer bepaald de „underwriters" die de lening vast onderschrijven, Euro-dollars opnemen om tijdelijk Euro-obligaties te financieren in afwachting dat deze effectief geplaatst zijn bij de finale beleggers (3).

Dit kan uiteraard maar een voorlopige maatregel zijn daar Euro-dollars slechts voor kredietverlening op korte termijn kunnen aangewend worden. Bovendien kan men stellen dat het aanwenden van Euro-dollars om tijdelijk Euro-obligaties te financieren, wijst op het feit dat de emissie geen uitgesproken succes kent.

Wat de toenemende belangstelling van de beleggers voor deze markt aangaat, kan men volgende motieven vooropzetten (4) : de fiscale voordelen aan Euro-obligaties verbonden, de beperkte beleggingsmogelijkheden in eigen land, het wantrouwen t.a.v. de nationale valuta, het zoeken naar risicospreiding en diversificatie van de effectenportefeuille.

V. EMISSIETECHNIEK

Het emitteren van Euro-obligaties geschiedt volgens een manier die op enkele punten afwijkt van de geplogenheden die bestaan bij de plaatsing van een emissie op de nationale kapitaalmarkt. We zullen hier achtereenvolgens handelen over het vor-

(1) Ingezetenen van Groot-Brittannië zijn virtueel uitgesloten omdat zij te Londen een hoge premie moeten betalen om vreemde deviezen te kopen waarmee zij op de Euro-emissies kunnen intekenen.

(2) Banque des Règlements Internationaux : *Trente-sixième rapport annuel, 1966*, blz. 69.

(3) P. Einzig : *Foreign dollar loans in Europe*, Londen, 1965, blz. 70-80.

(4) Europese Investeringsbank : *Jaarverslag 1965*, blz. 43; Banque des Règlements Internationaux : *Trente-sixième rapport annuel, 1966* blz. 69.

men van een emissiesyndicaat en het oprichten van een financiële holding.

Het vormen van een emissiesyndicaat is duidelijk een Angelsaksische techniek. Zoals in de V.S.A. gebruikelijk is, bestaat dit syndicaat gewoonlijk uit drie partijen : een of meerdere managers, een groep „underwriters" en een „selling group" (1).

De bank die de leiding van de emissie op zich heeft genomen, de zgn. „managing bank", bepaalt in akkoord met de emitterende onderneming de voorwaarden van de lening. De „managing bank" moet dus op de hoogte zijn van de diverse technische details die het plaatsen van een internationale emissie kenmerken. Het zijn niet alleen de Amerikaanse Investmentbanken (2) maar ook de Britse Merchant Banks en zelfs Continentaal-Europese banken (3) die als manager optreden. Eventueel kan de „managing bank" zich laten bijstaan door een of meerdere „co-managers".

De managers staan niet in direct contact met de finale beleggers, maar stellen een „underwriting syndicate" en een „selling group" samen.

Het „underwriting syndicate" bestaat uit een groep banken (10 à 50) die de lening vast onderschrijven. Dit betekent dat de emittent de netto-opbrengst (4) van de lening ontvangt, zelfs als deze niet volledig bij het beleggend publiek is geplaatst.

De „selling group" wordt gevormd door meerdere banken, financiële tussenpersonen als wisselagenten, enz., en staat in voor de uiteindelijke plaatsing van de lening bij de beleggers.

De Euro-emissies worden meestal geplaatst met tussenkomst van een financiële holding die wordt opgericht in een

(1) Morgan Guaranty Trust Cy, *op. cit.*, blz. 20; Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 14-15; S. PLASSCHAERT, *op. cit.*, blz. 9-10; Europese Investeringsbank; *Jaarverslag 1965*, blz. 43.

(2) De belangrijke rol van de Amerikaanse Investmentbanken is het gevolg van de drukke deelname van Amerikaanse ondernemingen aan de Euro-emissiemarkt : de emittent is doorgaans geneigd beroep te doen op een traditionele Investmentbank in eigen land als manager.

(3) In dit verband kan opgemerkt worden dat de Belgische banken hebben voorgesteld meer betrokken te worden bij de emissies van Euro-obligaties. Zie : Belgische Vereniging der Banken : *Jaarverslag 1968*, blz. 39.

(4) D.i. het nominale bedrag tegen uitgifteprijs min de commissielonen voor de financiële bemiddelaars en andere uitgaven door de emittent te dragen.

land waar geen „withholding tax" op de aan niet-ingezetenen uitgekeerde interesten wordt geheven en waar in het algemeen een gunstig fiscaal regime bestaat (1). Dgl. „tax havens" zijn meer bepaald het Groothertogdom Luxemburg, de V.S.-staat Delaware, de Bahama-eilanden en de Nederlandse Antillen (2). Zelfs in het geval er een bilateraal akkoord bestaat tussen het land van de emittent en dat van de belegger ter voorkoming van dubbele belasting, geeft men toch de voorkeur aan een „tax haven" omdat de beleggers het vervullen van de formaliteiten voor het recupereren van de betaalde belasting hinderlijk vinden.

Naast het fiscale voordeel heeft het oprichten van een financiële holding ook het volgende voordeel. Formeel gezien treedt de holding op als emittent maar de uitgifte wordt onvoorwaardelijk gewaarborgd door de moedermaatschappij. M.a.w. filialen van deze laatste die een emissie willen plaatsen profiteren op die manier van de internationale standing van de moedermaatschappij.

VI. DEVIEZENFORMULES

Bij gebrek aan een supranationale munt heeft men bij de Euro-emissies beroep gedaan op diverse deviezenformules, waaronder verstaan wordt de valuta waarin de lening is uitgedrukt (tabel 4).

De „lingua franca" voor de Euro-obligaties is ontegensprekelijk de Amerikaanse dollar. De leningen in dollars uitgedrukt vertegenwoordigden in 1968 niet minder dan 64 % van het totaal bedrag van de Euro-emissies. Het belang van de dollarleningen is trouwens in de loop van de tijd gestadig toegenomen (16 % in 1963). Het succes van de dollar is toe te schrijven aan de standing van deze munt, de voorkeur van de ontleners, de

(1) Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 6-9; Morgan Guaranty Trust Cy, *op. cit.*, blz. 22; J. GODEAUX, *op. cit.*, blz. 11-13; C. H. STEM, *op. cit.*, blz. 28-31; S. PLASSCHAERT, *op. cit.*, blz. 11-12.

(2) Voor een discussie omtrent de voor- en nadelen van een Luxemburgse resp. Amerikaanse holding, zie J. GODEAUX, *op. cit.*, blz. 13-15 en Banque de Bruxelles, *op. cit.* blz. 8-9.

TABEL 4 : Openbare emissies van internationale obligatieleningen, gerangschikt per munt. (In miljoenen) — 1963-1968.

Emissievaluta	1963	1964	1965	1966	1967	1968
V.S.-$	55	388	371	734	1469	2329
D.M.	40	224	315	328	159	905
F.F.	12	30	25	40	12	20
Lire	24	—	24	70	—	24
B.F.	8	—	12	10	21	30
£	14	138	64	76	62	29
Lux. F.	—	—	1	—	—	—
Zw. F.	150	83	88	95	123	224
Fl.	—	15	50	—	13	36
Oostenr. Sch.	—	—	—	—	—	6
R.E.	43	10	—	76	19	57
Totaal	346	883	950	1429	1878	3660

Bron: Kredietbank : „Hoge cijfers op de Euro-kapitaalmarkt", *op. cit.*, blz. 114.

rol die de Amerikaanse Investmentbanken als managers op de Euro-emissiemarkt spelen, e.d.m.

Op de tweede plaats komt de Duitse mark met 24 % van het totale emissiebedrag in 1968. Alhoewel de D.M. niet optreedt als internationale reservevaluta, speelt deze munt toch een belangrijke rol op de Euro-obligatiemarkt wegens zijn sterke positie (1). De recente speculatieve kapitaalbewegingen naar de D.M. met het oog op een mogelijke revaluatie hebben ook op de Euro-emissiemarkt invloed gehad. De stijging van het aandeel der D.M.-leningen in het totaal van de Euro-leningen van 1967 naar 1968 is veelzeggend : van 8 % tot 23 %.

Een derde belangrijke emissievaluta is de Zwitserse frank : 6 % van het totaal der Euro-emissies luidde in 1968 in Zwitserse frank. Deze munt zou een belangrijke rekenmunt kunnen worden voor de Euro-obligaties, ware het niet dat de Zwitserse autoriteiten steeds afkerig hebben gestaan t.a.v. het gebruik van hun valuta in het internationaal betalings- en kapitaalverkeer (2).

(1) R. GENILLARD, *op. cit.*, blz. 10.
(2) Merk op dat Zwitserland om dezelfde reden geen lid is van het I.M.F.

De leningen luidend in Amerikaanse dollars, Duitse marken en Zwitserse franken, vertegenwoordigden gezamenlijk 94 % van het totaal der Euro-emissies in 1968. Het belang van de andere gebruikte valuta is eerder marginaal.

Vermeldenswaardig zijn de volgende twee deviezenformules : de leningen met wisseloptie en die in rekeneenheden.

Bij de leningen met wisseloptieclausule heeft de obligatiehouder het recht de valuta te kiezen waarin hij de betaling van hoofdsom en rente wenst te ontvangen. In de praktijk is de keuze beperkt tot een gering aantal munten, vnl. de Amerikaanse dollar, de Duitse mark, de Zwitserse frank en ten slotte de nationale munt van de bank die de emissie leidt. Het systeem biedt het voordeel dat het de obligatiehouder tegen devaluatie beschermt en hem eventueel zelfs toelaat te profiteren van de revaluatie van één van de betrokken valuta. Voor de ontlener is er het nadeel aan verbonden dat hij het risico van een mogelijke revaluatie niet kan voorzien. De obligatiehouder zal steeds die munt kiezen die voor hem het voordeligst is en dus voor de schuldenaar het nadeligst. Het succes van dgl. optieleningen was dan ook niet bijzonder groot (1).

Ten slotte zijn er de leningen in rekeneenheden die het voordeel hebben dat de waarde van schulden en vorderingen zo stabiel mogelijk wordt gehouden. Het belang van deze deviezenformule was tot nog toe zeer beperkt : 1 % van det totale emissiebedrag in 1968.

VII. EMISSIE-INSTRUMENTEN

Het meest gebruikte emissie-instrument op de Euro-emissiemarkt is de klassieke obligatie (2). Het bedrag van dgl. lening schommelt meestal van 10 (3) tot 25 miljoen dollar, alhoewel men ook leningen heeft uitgegeven die dit laatste bedrag overtreffen. Het succes was evenwel gering, o.m. omwille van de beperkte

(1) Van deze categorie Euro-emissies zijn geen afzonderlijke cijfers beschikbaar; ze zitten vervat in de andere deviezenformules.

(2) Morgan Guaranty Trust Cy, *op. cit.*, blz. 21; Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 15; J. GODEAUX, *op. cit.*, blz. 16.

(3) Beneden dit bedrag worden de vaste kosten prohibitief hoog.

absorptiecapaciteit van de Europese markt en de gebrekkige „secondary market" (1). Een typisch bedrag is 20 miljoen dollar. De coupures bedragen duizend dollar en de looptijd varieert van 15 à 20 jaar. De aflossing begint meestal enkele jaren na de uitgiftedatum met een tiental of meer annuïteiten (2).

Toen begin 1966 de markt voor langlopende obligaties verzadigd scheen en potentiële beleggers terughoudend stonden t.o.v. de Euro-emissies wegens de lage koersen van de uitstaande Euro-obligaties, werden obligaties met een looptijd van 5 jaar uitgegeven, de zgn. „five year notes". Later waren er ook uitgiften met een looptijd van 10 jaar. In tegenstelling met de klassieke, langlopende obligaties is bij de obligatie op korte termijn geen amortisatieplan voorzien (3).

Sinds hun eerste verschijnen op de Euro-emissiemarkt, einde 1965, hebben de in aandelen converteerbare obligaties een belangrijke betekenis verkregen. De rente voor deze converteerbare obligaties is lager dan voor de klassieke obligatie zodat de converteerbare obligatie een geschikt instrument is om middelen aan te trekken gedurende perioden dat de rentevoet voor andere vastrentende effecten te hoog ligt. In tegenstelling met de regeling in de meeste Europese landen, is de conversieperiode hier veel langer : ze vangt aan, 6 à 18 maanden na de uitgifte en strekt zich uit over de gehele looptijd van de lening (4). De conversievoet, m.a.w. de ruilverhouding van obligaties tegen aandelen, bepaald in de voorwaarden van de lening, kent diverse modaliteiten. De conversieprijs ligt gewoonlijk op een niveau dat 10 à 15 % hoger ligt dan de koers van het aandeel op het tijdstip van de emissie (5).

Begin 1966 verscheen een nieuw emissie-instrument op de markt van de internationale uitgiften in Europa, nl. de converteerbare obligatie gekoppeld aan de klassieke obligatie, de zgn. „convertible bonds coupled with straight bonds" (6). Bij aankoop van één soortgelijke obligatie-eenheid met een waarde van 1000 dollar, krijgt de belegger een klassieke obligatie ter waarde van

(1) J. GODEAUX, *op. cit.*, blz. 16.
(2) Dit geeft de lening een gemiddelde duur van 10, 5 à 13 jaar.
(3) Morgan Guaranty Trust Cy, *op. cit.*, blz. 24.
(4) *Ibidem.*
(5) Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 12; J. GODEAUX, *op. cit.*, blz. 19.
(6) Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 13.

500 dollar en een converteerbare obligatie van dezelfde waarde. Deze techniek was geïnspireerd door het zoeken naar een formule die de belegger kon aantrekken en impliceerde dat het verwerven van converteerbare obligaties gepaard moest gaan met de aankoop van klassieke obligaties en dit voor een zelfde bedrag.

Een ander specifiek emissie-instrument dat eveneens een combinatie is van klassieke en converteerbare obligaties, zijn de obligaties met afneembare warrant, de zgn. „detachable stock purchase warrants" (1) of „bonds with warrants attached" (2). Bij deze techniek heeft de belegger het recht op een latere datum en tegen een vooraf bepaalde prijs aandelen van de emitterende onderneming te kopen. Dit recht ligt vervat in de warrant die samen met de obligaties wordt verworven en afzonderlijk verhandelbaar is.

TABEL 5 : Verdeling van de internationale emissies in Europa naar de formule van de emissie (In miljoenen) — 1963-1968.

Emissieformule	1963	1964	1965	1966	1967	1968
– Klassieke obligaties	326	800	840	1030	1641	1973
– Converteerbare obligaties (m.i.v. de obligaties met warant)	20	83	110	399	237	1687
Totaal	346	883	950	1429	1878	3660

Bron: Kredietbank : „Hoge cijfers op de Euro-kapitaalmarkt", *op. cit.*, blz. 116.

Tabel 5 toont duidelijk aan dat aanvankelijk het overgrote deel (94 % in 1963) van de internationale emissies in Europa onder de vorm van klassieke obligaties werden uitgegeven. Sindsdien hebben de andere vormen aan belang gewonnen, o.m. als gevolg van de hoge rentevoeten, zodat men voor 1968 vaststelt dat niet minder dan 48 % van het totaal emissiebedrag onder de vorm van converteerbare obligaties en obligaties met warrant werd uitgegeven.

(1) Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 13.
(2) Morgan Guaranty Trust Cy, *op. cit.*, blz. 25.

VIII. RENTESTAND EN KOERSONTWIKKELING

De rentestand op de Euro-obligatiemarkt is aan tal van invloeden onderhevig. Niet alleen de wet van vraag en aanbod speelt hier een rol, maar ook factoren als daar zijn het vertrouwen in de aangewende valuta, de internationale politieke of monetaire gebeurtenissen, de nationaliteit, de status en de kredietwaardigheid van de emittent.

Voor de klassieke, langlopende obligaties kan men volgende evolutie over de periode 1964-1968 vooropstellen : de nominale rentevoet fluctueerde tussen 5,75 en 7 % in 1964, 5,50 en 6,50 % in 1965, 5,75 en 7,25 % in 1966, 6 en 7,25 % in 1967 en 6,50 en 7,75 % in 1968 (1). Na een aanvankelijke daling in 1965, zijn de rentevoeten in de daaropvolgende jaren weer opgelopen.

Voor de converteerbare obligaties ligt de rentevoet uiteraard lager : minimum 1 %. Ze werden trouwens op de Euro-emissiemarkt ingevoerd toen de rentevoeten voor de klassieke obligaties sterk opliepen. De nominale rentevoet voor converteerbare obligaties evolueerde als volgt : tussen 4,25 en 5,50 % in 1964, 4,25 en 4,50 % in 1965, 4,25 en 5,50 % in 1966, 4 5/8 en 5,75 % in 1967 en 4,50 en 5,75 % in 1968.

Wat ten slotte de nominale rentevoet betreft van de obligaties op korte termijn, de zgn. „five year notes", die sinds 1966 op de Euro-emissiemarkt verschenen, constateert men volgend verloop . de nominale rentevoet fluctueerde tussen 6,25 en 7 % in 1966, 5,75 en 7,50 % in 1967 en 6 7/8 en 7,75 % in 1968. M.a.w. de rentestand situeert zich op een ongeveer gelijkwaardig niveau als dat van de klassieke langlopende obligaties.

Redelijkerwijze verwacht men zich aan een grote interdependentie tussen de rentestand op de Euro-obligatiemarkt, eensdeels, en de rentestand op de kapitaalmarkt van de diverse betrokken landen, anderdeels. In rendementstermen gesteld, houdt men zich voor dat de emittent de keuze heeft beroep te doen, ofwel op de nationale kapitaalmarkt, ofwel op de Euro-emissiemarkt. In deze optiek zou de keuze bepaald worden door die markt die de gunstigste, d.i. de laagste, rentevoet kent. De voorkeur van de belegger daarentegen zou uitgaan naar die markt die hem het hoogste rendement biedt. M.a.w. de belangen

(1) Deze gegevens werden ontleend aan de emissie-prospectussen.

van emittent en belegger zijn tegengesteld : eerstgenoemde zoekt de goedkoopste manier om financieringsmiddelen op te nemen, en laatstgenoemde streeft een hoger rendement na dan hij in eigen land kan krijgen. Wil de Euro-emissie succes hebben, dan moet de emittent een hoger rendement aanbieden dan op de kapitaalmarkt van de potentiële belegger geldt. Trouwens, deze laatste moet bij belegging in het buitenland diverse weerstanden overwinnen als daar zijn het nationaliteitsgevoel, de onbekendheid met de vreemde rechtsorde en met de buitenlandse debiteuren en het geldwaarderisico (wisselkoersrisico). Steunend op een dgl. redenering, meent men te kunnen besluiten dat het rendement van Euro-obligaties een stuk hoger zal liggen dan het rendement dat op de nationale kapitaalmarkt wordt genoten (1).

TABEL 6 : Rendement van Euro-emissies van vennootschappen en van obligaties van vennootschappen uitgegeven op de nationale kapitaalmarkten (in pct. per jaar) — 1965-1968.

	1965 dec.	1966 dec.	1967 juni	1967 dec.	1968 sept.
1. *Euro-emissies*					
Emissies in $ van niet-V.S.A. debiteuren	6,06	6,78	6,65	7,05	7,13
Emissies in $ van Amerikaanse debiteuren	5,83	6,45	6,26	6,77	6,28
Emissies in D.M.	6,54	7,32	6,66	6,87	6,33
2. *Emissies op de nationale kapitaalmarkten*					
België	7,41	7,56	7,64	7,56	7,15
Duitse Bondsrepubliek	7,60	7,80	6,97	6,95	6,41
Nederland	6,64	7,12	6,50	6,71	6,93
Frankrijk	7,22	7,11	7,53	7,52	7,40
Verenigd Koninkrijk	7,22	7,63	7,63	7,97	8,85
Verenigde Staten	4,73	5,40	5,75	6,36	6,21

Bron: F. JUNIUS : *De integratie op financieel gebied*, in : Vereniging voor Economie : *Ondernemingspolitiek en economische integratie*, Antwerpen, 1969, blz. 116.

(1) De juistheid van dgl. redenering wordt geïllustreerd door het volgende : men constateert dat in het geval van obligatieleningen die uit-

Uit bovenstaand summier overzicht van de rendementsontwikkeling op de Euro-emissiemarkt en op enkele belangrijke nationale kapitaalmarkten, blijkt dat het rendement van Euro-obligaties doorgaans lager ligt dan dat van industriële obligaties, uitgegeven op de nationale kapitaalmarkten. Dit betekent dat andere factoren dan rendementsoverwegingen hier een belangrijke rol spelen : het zoeken naar diversificatie van de effectenportefeuille, beperkte beleggingsmogelijkheden in eigen land, wantrouwen t.a.v. de nationale valuta, enz. Vandaar dat men kan stellen dat de Euro-emissiemarkt een eigen rentefysionomie heeft.

Diverse monetaire crisissen en de sterke koopkrachterosie in bepaalde landen hebben er ongetwijfeld vele beleggers toe gedreven dekking te zoeken in bepaalde valuta uit vrees voor een devaluatie van de eigen munt of in de hoop op een revaluatie van de referentiemunt van de Euro-emissie.

Uit tabel 6 blijkt het belang van de nationaliteit van de emittent. Men stelt vast dat het rendement van Euro-emissies, luidend in dollars, van niet-Amerikaanse ontleners hoger ligt dan dat van de Euro-emissies, luidend in dollars, van Amerikaanse emittenten. Dit zou betekenen dat, ofschoon het in beide gevallen om dollarleningen gaat, de belegger meer vertrouwen heeft in Amerikaanse ontleners dan in niet-Amerikaanse. Een zelfde verband kan ongetwijfeld gelegd worden met de kredietwaardigheid en de status van de onderscheiden emittenten. Wat deze laatste factor aangaat, stelt men vast dat het rendement van nieuwe emissies van private ondernemingen minder sterke schommelingen kent dan het rendement van emissies van overheden en publieke organismen (1). Dit spruit voort uit het feit dat de ondernemingen kunnen overschakelen op converteerbare obligaties wanneer de rentevoet een bepaald niveau overschrijdt. Dit heeft zich voorgedaan begin 1966 en begin 1968.

---

sluitend op één vreemde kapitaalmarkt worden geplaatst, de buitenlandse emittent een hogere opbrengst moet aanbieden dan geldt voor binnenlandse emissies van gelijkaardige hoedanigheid.

(1) Banque des Règlements Internationaux : *Trente-huitième rapport annuel, 1968*, blz. 80.

Wat uiteindelijk de koersontwikkeling (1) betreft, kan duidelijk de invloed nagegaan worden van de munt waarin de lening is uitgedrukt. Zo ziet men dat in de loop van 1968, als gevolg van de monetaire onrust, de obligaties in dollars onder pari genoteerd stonden, terwijl de obligaties in D.M. en in rekeneenheden boven pari genoteerd werden. De koersontwikkeling van de converteerbare obligaties wordt bovendien in sterke mate bepaald door de beursperspectieven, meer bepaald de verwachtingen inzake de ontwikkeling van het aandeel waarin de obligatie mettertijd kan genoteerd worden.

IX. TOEKOMSTPERSPECTIEVEN

Meer dan eens heeft men gevreesd dat bepaalde politieke (2) of monetaire crises het einde van de Euro-emissiemarkt zouden betekenen of dat de sterke vraag de markt schade zou berokkenen doordat het verzadigingspunt bereikt werd. Het snel op elkaar volgen van emissies had voor gevolg dat deze niet steeds vlot werden opgenomen. Men kan evenwel beweren dat de markt in de loop der jaren beter gestructureerd is geworden.

Teneinde overbelasting te vermijden dient er een betere coördinatie tussen de emissiesyndicaten te komen of kan men er naar streven een wachtlijst op te stellen voor de emissies zoals in Duitsland wordt overwogen.

Stemmen gaan op bij de monetaire autoriteiten en in E.E.G.-kringen om een controle op de Euro-emissies in te voeren, o.m. omdat zich nadelige rente-effecten op de nationale kapitaalmarkten manifesteren of de kredietpolitiek van de overheid wordt doorkruist. Dit wekt gemengde gevoelens op bij de partijen die bij de Euro-emissiemarkt zijn betrokken; zij stellen dat de markt

(1) De Euro-obligaties worden op één of meerdere beurzen genoteerd : doorgaans in Luxemburg, daarnaast in New York, Londen of Amsterdam. De notering heeft slechts een ondergeschikte betekenis daar blijkt dat de transacties doorgaans „over the counter" geschieden en niet op de beurs volgens de techniek van het openbaar opbod.

(2) De recente politieke onlusten in Frankrijk hebben er voor een tijd de emissie van Euro-obligaties verhinderd en hebben de Franse frank als emissiemunt uitgeschakeld.

precies tot stand is gekomen en een snelle ontwikkeling heeft gekend dank zij de vrijheid van initiatief.

Waar de secundaire markt voor Euro-obligaties geruime tijd zwak ontwikkeld was en een vlotte verhandeling van effecten in de weg stond, komt daarin geleidelijk verandering. Vroeger was het zo dat bij belangrijke verkopen vaak koersverlies werd geleden. Thans gaan een toenemend aantal financiële instellingen op deze „after sales" markt optreden. Einde vorig jaar werd door Morgan Guaranty Trust Cy „Euroclear" opgericht en sinds begin van dit jaar onderzoekt Barclays de mogelijkheid om een „clearing house" voor Euro-obligaties op te richten te Londen (1). Verder is er „Bondtrade", opgericht in mei 1967 met de bedoeling internationale obligaties te verhandelen te Brussel en New York (2). Men kan dus veronderstellen dat de secundaire markt voor Euro-obligaties stilaan meer aan inhoud en vorm wint.

Daarnaast mag men niet uit het oog verliezen dat mettertijd steeds meer leningen zullen worden afgelost en de bedragen die aldus vrij komen kunnen weer op de Euro-emissiemarkt worden aangewend en op die manier een continuïteit in de aanbreng van fondsen verzorgen.

Een belangrijke stoot voor de verdere groei van de markt zou kunnen uitgaan van een ruime participatie van de institutionele beleggers. Vooralsnog is hun deelname onbestaand of beperkt omdat de institutionele beleggers in vele gevallen hun nationaal karakter hebben behouden zodat ze meestal geen buitenlandse waarden aankopen. Daarbij komt nog dat de institutionele beleggers aan wettelijke beperkingengebonden zijn wat hun beleggingspolitiek betreft.

Ten slotte wordt vaak de vraag gesteld wat met de Euro-emissiemarkt zou gebeuren moest de IET afgeschaft worden, m.a.w. moest de markt te New York opnieuw open komen voor buitenlandse emissies. Redelijkerwijze mag men verwachten dat

(1) S.A. : „Eurobonds-Clearer for Clearings", *The Economist*, 25 januari 1969, blz. 75.

(2) De groep die thans uit zeven leden bestaat werd oorspronkelijk opgericht door „Kuhn, Loeb and Cy" (New York), de „Generale Bankmaatschappij" (Brussel), de „Amro-bank" (Amsterdam) en de „Private Bank and Trust Cy" (Zurich). Later kwamen er twee grote Franse banken bij, „Le Crédit Lyonnais" en „La Société Générale", en nog later de Duitse „Commerzbank".

de Euro-emissiemarkt zal blijven bestaan als men bedenkt dat de kapitaalbehoeften van bedrijven, overheid en internationale instellingen voortdurend toenemen en de internationalisatie van het bedrijfsleven zich doorzet (1). Het lijkt niet mogelijk dat de V.S.A. alleen kunnen instaan voor dgl. kapitaalvoorziening. Daarbij komt nog dat in Europa ruimschoots spaargelden voorhanden zijn en dat er een versoepeling te constateren valt in de regeling die de nationale kapitaalmarkten afsluit (meer bepaald de wisselreglementering).

X. BESLUIT

Deze bondige beschrijving van de Euro-emissiemarkt zullen wij afronden met enkele beschouwingen over de implicaties ervan en over de bijdrage die de markt kan leveren bij de vorming van een Europese kapitaalmarkt.

Het hoeft geen betoog dat de Euro-obligatiemarkt de internationale coöperatie heeft bevorderd in die zin dat financiële instellingen uit de V.S.A., Groot-Brittannië en Continentaal-Europa vaak nauw samenwerken bij het emitteren en plaatsen van Euro-obligaties en op die manier vertrouwd zijn geraakt met andere financieringstechnieken. Men kan het alleen betreuren dat de wetgeving in sommige Europese landen niet die vrijheid en soepelheid toelaat waarover Amerikaanse bedrijven beschikken. Meer bepaald denken wij hier aan de wetgeving inzake converteerbare obligaties (2). Het is duidelijk dat de strakke reglementering in bepaalde landen de ondernemingen van die landen in een concurrentieel ongunstiger positie brengt dan Amerikaanse bedrijven.

Voor de emittenten heeft de Euro-obligatiemarkt nieuwe financieringsmogelijkheden geschapen. Het steeds groter worden van de ondernemingen en hun doorgedreven internationalisatie

(1) Banque de Bruxelles, *op. cit.*, blz. 20; C. Nème : „Les euro-marchés", *Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali*, nr. 12, december 1967, blz. 1191.

(2) Voor een overzicht van de wetgeving inzake converteerbare obligaties in enkele West-Europese landen, cfr. R. Larcier en R. De Vuyst : *L'analyse financière en Europe*, Paris, 1965, blz. 52-58.

brengen mee dat hun financieringsbehoeften steeds moeilijker op één nationale kapitaalmarkt kunnen voldaan worden.

De waaier van beleggingsmogelijkheden voor de spaarder is door de Euro-obligatiemarkt verruimd. Een verder doorgedreven diversificatie en risicospreiding is er het gevolg van. De verschillende emissie-instrumenten die ontwikkeld werden, laten toe zich tegen het wisselkoersrisico te beschermen wat van aard is om de deelname van het beleggend publiek aan deze markt te verruimen.

Ondanks de uitgesproken voordelen die de markt biedt, zijn er nog bezwaren aan verbonden. Tijdelijke overbelasting van de markt en het feit dat middelen aan de nationale kapitaalmarkten onttrokken worden zodat minder kapitaal voor binnenlandse investeringen beschikbaar is (1), hebben nadelig gewerkt op de hoogte van de rentevoeten op diverse nationale kapitaalmarkten. Het feit, dat het om een multinationale markt gaat die de politiek van de monetaire autoriteiten kan doorkruisen, heeft bij deze laatste reserves t.a.v. de markt verwekt. De diverse betrokken staten bevinden zich in een moeilijke situatie : verbieden zij binnenlandse ondernemingen beroep te doen op de Euro-emissiemarkt, dan stellen zij die bedrijven in een ongunstige concurrentiële positie t.o.v. de vreemde bedrijven die zich wel tot de markt kunnen wenden. Ofschoon via de Euro-obligatiemarkt middelen aan de nationale kapitaalmarkt kunnen onttrokken worden, mag niet uit het oog verloren worden dat in het geval ingezetenen tot een Euro-emissie overgaan, middelen worden toegevoegd aan de intern beschikbare financieringsbronnen. Dit laatste zou van aard zijn dat in bepaalde gevallen het evenwicht op de interne markt door het bestaan van de Euro-obligatiemarkt gunstig wordt beïnvloed. Een zelfde genuanceerd standpunt moet ingenomen worden wat de kapitaalexport betreft die het gevolg is van het intekenen door ingezetenen op Euro-emissies, uitgegeven door vreemde ontleners. Wanneer daarentegen binnenlandse bedrijven en organismen zich tot de Euro-emissiemarkt wenden, resulteert dit in kapitaalimport. Het juiste effect

(1) Teneinde een belangrijke punctie van de nationale kapitaalmarkt te verhinderen, is het in meerdere landen aan de banken die bij de plaatsing betrokken zijn, niet toegelaten publiciteit rond een Euro-emissie te maken.

nagaan vereist natuurlijk een doorgedreven onderzoek van de betalingsbalansen. Gelet op het feit dat tot nog toe overwegend door Amerikaanse bedrijven beroep werd gedaan op de Euro-emissiemarkt, kan men redelijkerwijze veronderstellen dat in bepaalde West-Europese landen kapitaalexport wordt geregistreerd als resultaat van de intekening op Euro-emissies door ingezetenen.

Wat ten slotte de vraag aangaat in hoeverre de markt de Europese monetaire integratie in de hand werkt, moet het volgende in ogenschouw genomen worden. Het prefix „Euro" is misleidend. In de eerste plaats gaat de Euro-obligatiemarkt het geografisch kader van de E.E.G. te buiten. Londen gaat door als het voornaamste emissiecentrum; de belangrijke rol van de Engelse Merchant Banks en de Amerikaanse Investmentbanken bij de plaatsing van Euro-obligaties werd in vorige paragrafen benadrukt. Bovendien is gebleken dat de ontleners uit de E.E.G.-lidstaten een bijna onderschikte rol op de markt speelden : in 1968 namen zij slechts 11 % van het totale emissiebedrag op, evenveel als de ontleners uit de E.F.T.A.-landen (11 %), maar beduidend minder dan de Amerikaanse emittenten (50 %).

In de tweede plaats heeft de Euro-emissiemarkt enkel betrekking op obligaties, zij het onder diverse modaliteiten. Het is duidelijk dat hier bezwaarlijk van een echte kapitaalmarkt kan gesproken worden.

Naast de vrije convertibiliteit van de valuta's dienen nog andere voorwaarden vervuld te zijn vooraleer men van een volwaardige Europese markt zal kunnen spreken. Enkele van deze voorwaarden zijn de volgende : stabiliteit van de wisselkoersen (1), harmonisatie van de bepalingen (administratieve en wettelijke) inzake kapitaaltransacties voor ingezetenen en niet-ingezetenen, afwezigheid van discriminatie inzake de belastingen op de kapitaaltransacties en op de inkomsten van kapitalen, enz.

Alhoewel men met de Euro-emissiemarkt nog ver af is van een Europese kapitaalmarkt, betekent dit geenszins dat geen stap in de goede richting werd gezet. De Euro-obligatiemarkt heeft de interdependentie van diverse nationale kapitaalmarkten

(1) De vraag kan hier gesteld worden in hoeverre de creatie van een Europese munt het ontslaan van een Europese kapitaalmarkt zou bevorderen.

bevorderd, in afwachting dat de verschillende landen hun prerogatieven inzake monetaire, financiële en fiscale politiek zullen opgeven. In dit licht gesteld, dient de Euro-obligatiemarkt gezien als een fase in de evolutie naar een werkelijke integratie van de kapitaalmarkten.