

*Drs. J. H. Goris**

Nieuwe Financieringsvormen

1. Inleiding

De zorg voor de voorziening in de vermogensbehoefte van ondernemingen is in de rijke Nederlandse literatuur over de leer van de financiering een onderwerp waaraan relatief weinig aandacht is geschonken. Eigen vermogen was immers de basis van de kapitalisatie van de onderneming, welke overigens nog kon worden aangevuld met langlopend vreemd vermogen tegen een vaste rentevoet. Bankkrediet was de externe vermogensbron die moest zorgen voor de eventueel noodzakelijke flexibiliteit.

Er is echter onder invloed van een groot aantal deels samenhangende omstandigheden sinds het begin van de jaren zeventig een variëteit aan nieuwe financieringsvormen ontstaan. Het door de ondernemingsleiding te voeren financieel beleid met betrekking tot de vermogensvoorziening dat zich moet afspelen binnen het raam van 'de financiële structuur als compromis tussen rendabiliteit (het kostenaspect), weerstandsvermogen (het risico-aspect) en elasticiteit (het dynamische aspect)' (1, Diepenhorst, 1956) heeft daardoor een geheel nieuwe dimensie gekregen die misschien het best kan worden beschreven met de term 'financial engineering'.

Als aanleidingen voor het ontstaan van een veelheid van nieuwe financieringsvormen kunnen worden genoemd (2, OECD, '84):

- a. Internationalisatie van de financiële markten, vooral de ontwikkeling en groei van de Euro geld- en kapitaalmarkt, heeft een belangrijke invloed gehad op financiële innovaties. Het vrije karakter van deze markt heeft zeker tot die ontwikkelingen bijgedragen (3, Verhaar, 1982).
- b. Het beeld van voortdurende economische groei, hoogstens qua tempo wisselend conform de conjunctuurcyclus, is in de loop van de zeventiger jaren danig verstoord. Onzekerheden ten aanzien van marktontwikkelingen hebben gevraagd om veel grotere aanpassingsnelheid van bedrijven, waardoor flexibiliteit en aanpassingsvermogen belangrijke structuurkenmerken moesten worden.
- c. De winstgevendheid van het bedrijfsleven is in het algemeen sterk teruggelopen, waardoor de interne financiering van ondernemingen steeds moeilijker werd. Mede als uitvloeisel daarvan waren de beurskoersen

** Dit artikel is tot stand gekomen met medewerking van de Economische Research groep o.l.u. Drs. G. de Jong en het Bureau Concernfinanciering o.l.u. Drs. P. E. J. Boost, Corporate Finance, Philips International.*

relatief laag waardoor ook de mogelijkheden voor nieuwe aandelen-emissies feitelijk sterk beperkt bleken. Financiering met vreemd vermogen werd nu dan ook noodgedwongen veel belangrijker.

- d. De noodzaak om de sterk toegenomen financieringstekorten van overheden te dekken heeft geleid tot een proces van 'crowding-out' van het bedrijfsleven op de kapitaalmarkten wat betreft de meer traditionele financieringsvormen. Daardoor ontstond er een behoefte aan nieuwe instrumenten, en de prijsverhoudingen en regelgeving wijzigden zich: invloeden die overigens van land tot land verschillend zijn.
- e. De onzekere economische omstandigheden vinden hun volle reflectie in instabiele geld-, kapitaal- en wisselmarkten. Rentestanden lopen van land tot land sterk uiteen en de zgn. yieldcurves demonstreren grote verschillen tussen korte en lange rente en hebben soms een omgekeerd verloop. Wisselkoersverhoudingen blijken een steeds grotere invloed te hebben op de kosten van vermogen. Bovendien werkt de grote onzekerheid over de toekomstige rentestanden en wisselkoersbeweging sterk risicovergroterend, hetgeen de behoefte aan bescherming tegen deze risico's heeft doen toenemen.

Bovenstaande factoren gelden niet alleen voor ondernemingen, maar ook voor beleggers. Als consequentie van een en ander blijken financiële markten een groot innoverend vermogen te hebben. Banken en andere financiële instellingen hebben als intermediair aan de creatie van nieuwe financieringsvormen in belangrijke mate bijgedragen en werden daarbij ook sterk gestimuleerd door de onderlinge concurrentie.

2. Nieuwe financieringsvormen

Rubricering van nieuwe financieringsvormen is een enigszins ingewikkelde aangelegenheid omdat het 'nieuwe' doorgaans betrekking heeft op een combinatie van karakteristieken. Het ontstaan van nieuwe instrumenten kan niettemin verklaard worden vanuit twee invalshoeken, te weten vanuit de beschikbaarheid van vermogen, nog te onderscheiden naar risicodragend en vreemd vermogen, en vanuit de behoefte aan beperking van de gevoeligheid van ondernemingen voor rente- en valutarisico's.

2.1 De beschikbaarheid van vermogen

- a. De markt voor risicodragend vermogen is lange tijd praktisch gesloten geweest, niet om formeel wettelijke redenen maar als uitvloeisel van de ongunstige financieel economische omstandigheden in de jaren '70. Aandelenemissies kwamen weliswaar voor, doch het waren uitsluitend financiële instituten die deze klassieke instrumenten konden hanteren. Om niettemin toch de behoefte van risicodragend vermogen enigermate te dekken zijn er vele varianten aan leenvermogen ontstaan die als kenmerk hadden beleggers op een of andere wijze in het ondernemingsrisico te doen delen. Behalve de vanouds al bekende *achterstelling* ontstonden leenvormen met *winstafhankelijke renteberekening* en kon men in de literatuur suggesties tegenkomen als *risico-lening*, *VAD-obli-*

gatie, equity-bonds, converteerbaar preferente aandelen e.d. Het is echter vooral de overheid geweest die in Nederland middels de Nationale Investeringsbank verschillende vormen van vermogensversterkende kredieten (*kapitaalkredieten*) met succes heeft kunnen introduceren.

Onder invloed van het aanmerkelijk verbeterde beursklimaat zijn sinds eind 1982 echter aandelenemissies weer mogelijk gebleken al is het aantal en bedrag tot nog toe bescheiden (4, DNB). Toch laat in Nederland de belangstelling voor belegging in risicodragend vermogen te wensen over. De opkomst van *Venture Capital* naar Amerikaans model is tot nog toe bescheiden en biedt vooral mogelijkheden aan het midden- en kleinbedrijf en jonge ondernemingen.

De verbeterde beursomstandigheden hebben vooral ook invloed gehad op het gebruik van *equity-warrants* door niet-financiële ondernemingen (5). In Nederland hebben KLM met een obligatielening waaraan verbonden twee soorten warrants (een zgn. drietrapsraket) en AKZO met een claimemissie met warrants, op creatieve wijze gebruik gemaakt van de marktomstandigheden en vooral van de gunstige verwachtingen (6, Meeuwis, 1983).

Mengvormen tussen risicodragend vermogen en leenvermogen zijn ook op de buitenlandse en internationale kapitaalmarkten met veel succes geïntroduceerd. Daarbij valt vooral ook op de grote activiteit van Japanse ondernemingen met emissies van *converteerbare obligaties* op de Zwitserse markt. De beperkende emissiebepalingen en de hoge kosten op de Japanse binnenlandse markt, de mogelijkheden voor lage coupons in het licht van de kans op 'capital gains' (lage conversiepremies en sterke positie van een Yen t.o.v. Zwitserse frank) bleken gegeven de gunstige Japanse beursstemming de belangrijke oorzaken voor dit succes.

Eveneens moet worden gememoreerd aan de herontdekking van het instrument van de '*Genußscheine*', converteerbare winstbewijzen met nominale waarde, welke door Philips in 1982 op de Duitse kapitaalmarkt zijn geëmitteerd, waarover in een volgende paragraaf meer.

- b. De relatief beperkte omvang van de lokale kapitaalmarkten in Europa hebben de grotere ondernemingen ertoe gebracht ook buiten de eigen landsgrenzen leenvermogen aan te trekken op andere binnenlandse markten en op de in de zestiger jaren ontstane internationale kapitaalmarkt.

De inspanningen van de monetaire autoriteiten om de invloeden van deze transacties op de eigen kapitaalmarkt en op de nationale monetaire verhoudingen zoveel mogelijk onder controle te houden hebben geleid tot allerlei belemmerende factoren. Deze situatie heeft zeker bijgedragen tot de sterke groei van de ongereguleerde Eurobondmarkt welke markt een sterk innovatief vermogen bleek te bezitten. Instrumenten als *back-to-back lening* of *parallel loan*, en *swap* zijn tot ontwikkeling gekomen en hebben gezorgd voor indirecte toegang tot deelsegmenten van de internationale kapitaalmarkt. Met name de *swap* is geëvolueerd tot een veel gebruikt instrument dat afgezien van het valutarisico-aspect, als aantrekkelijkheid heeft dat geprofiteerd kan worden van de goede naam op een bepaalde kapitaalmarkt.

Deviezenregimes en fiscale regimes, toetredingsvoorschriften van kwantitatieve aard bestaande uit emissiekalenders (m.n. Duitsland, Zwitserland), of van kwalitatieve aard zoals rating-tests (Verenigde Staten, Japan) en registratievoorschriften (vooral Securities and Exchange Commission, Verenigde Staten) vormen de gebruikelijke bottle-necks. De Japanse kapitaalmarkt is bovendien voor buitenlandse particuliere ondernemingen praktisch nog steeds niet direct toegankelijk. Door de recent aangekondigde liberaliserende maatregelen kan daar wellicht op termijn verbetering in komen.

Alhoewel geen gegevens beschikbaar zijn over de mate waarin van swapcontracten gebruik wordt gemaakt, geeft een recent artikel informatie over het gebruik dat de Wereldbank, de meest actieve emittent op de internationale kapitaalmarkt, maakt van het swapinstrument (7, Wallich, 1984). Om de toegang tot de 'non-dollar' markten te vergroten heeft de Wereldbank in de periode augustus 1981 - juni 1983 voor US \$ 2,5 miljard tegenwaarde aan swaps afgesloten. Het resultaat is dat door te profiteren van de 'schaarste-waarde' in vergelijking met de kosten van directe leningen reducties op de coupon gerealiseerd konden worden van 1/4% tot meer dan 1%. Tegenover dit voordeel van een swap staat echter het nadeel van een additioneel risico in de zin dat de mogelijkheid bestaat dat de tegenpartij in de swap niet aan de verplichtingen zal (kunnen) voldoen.

2.2 *Beheersing van rente- en valutarisico's*

Naast de invalshoek vanuit de beschikbaarheid van vermogen is vooral het kostenelement van groot belang. De besluitvorming m.b.t. het gebruik van financieringsinstrumenten is sterk afhankelijk van renteniveaus en -verschillen en de wisselkoersverhoudingen, zoals blijkt uit een onderzoek van 'Institutional Investor' (8, juni '84). De afgelopen jaren is een breed scala aan instrumenten ontwikkeld dat ondernemingen in staat stelt hun risico's m.b.t. rente en valuta te beperken en te beheersen.

- a. *Multi-currency-kredietfaciliteiten* zijn bankleningen die toegang geven tot de binnenlandse en internationale geldmarkt in de belangrijkste munten voor verschillende perioden korter dan één jaar. De looptijd van de faciliteit kan zich uitstrekken tot zeker 8 jaar hetgeen belangrijk is voor de solvabiliteit, temeer daar de renteopslagen (spreads), welke de kredietwaardigheid reflecteren, contractueel vastliggen.
- b. *Commercial paper* programma's zijn er op toegesneden gebruik te maken van de rentevoordelen die deze Amerikaanse geldmarkt t.o.v. de Eurodollarmarkt biedt. Alhoewel er voor dit korte-termijn instrument een rating moet worden aangevraagd kan ook gewerkt worden met *back-up-faciliteiten* via het bankwezen. Ook ondernemingen zonder een directe US dollar behoefte kunnen deze faciliteit in samenhang met *valuta termijncontracten* gebruiken. Enigszins vergelijkbaar hiermee is de markt voor *Bankers' Acceptances*.
- c. Wat minder flexibel zijn de *Floating rate notes* (FRN). Voor de geldnemers neemt de aantrekkelijkheid van dit instrument toe in tijden dat de spreads op FRN lager zijn dan spreads die op bankleningen worden

berekend. Deze situatie heeft zich vooral voorgedaan in de eerste maanden van 1984, waardoor het bedrag aan geplaatste FRN opliep tot 36% van het totale emissievolume vergeleken met 25% in 1983 (9, OECD, juni 1984). Terzijde moet worden opgemerkt dat een te onbeheerst gebruik van FRN's tot grote rentegevoeligheid en bij oplopende rentestanden tot financiële problemen kan leiden, hetgeen vooral door de schuldenproblematiek van Derde Wereld landen duidelijk is aangetoond.

FRN's kunnen ook worden uitgegeven met een conversiemogelijkheid naar een vaste rente, welke contractueel kan worden vastgelegd ('*drop-lock*') of naar keuze is van de belegger ('*put-optie*').

- d. Een bijzondere financieringsfiguur is de zgn. '*deep-discount bond*' of '*Zero-coupon bond*'. De aantrekkelijkheid voor de belegger is dat de berekende renteopbrengsten in feite worden herbelegd tegen een vaste rentevoet. Daarnaast zijn er in sommige landen belastingvoordelen die de effectieve rente kunnen drukken. Sinds eind 1981 - begin 1982, in een periode dat de rente zeer hoog was, is deze figuur op grote schaal toegepast door Amerikaanse ondernemingen en Japanse beleggers doch nadien zijn er mede omdat Japanse beleggers toestemming werd onthouden, hoegenaamd geen zero-coupon emissies meer geplaatst. Zeer onlangs (juni '84) bleek echter dat eerste klas Amerikaanse ondernemingen als General Electric en Sears Roebuck resp. voor nominaal 600 en 500 mln US dollar opnieuw succesvol waren in het plaatsen van zero-coupon-bonds met een rentevoordeel van ongeveer 2% ten opzichte van 'straight-loans'.
- e. Een nog betrekkelijk onbekend instrument is de *dual-currencylening* die na een aantal emissies in Zwitserland in Nederland door Bogamij is geïntroduceerd. Het kenmerk van een dergelijke lening is dat de hoofdsom wordt opgenomen en de rente wordt betaald in een andere munt dan de munt waarin de uiteindelijke aflossing moet worden voldaan. Het instrument is bij uitstek geschikt voor ondernemingen die een valutarisico lopen in een munt waarin ze als dekking moeilijk een lening kunnen plaatsen tegen aantrekkelijke voorwaarden. (10, van Everdingen, 1984)
- f. Gewezen moet tenslotte worden op de toenemende praktijk leningen te plaatsen in *rekeneenheden* zoals ECU en SDR, welke aantrekkelijk kunnen zijn omdat het valutarisico wordt gespreid naar de valuta's die onderdeel van deze 'mandjes' uitmaken. De beperkte omvang van deze marktsector is er echter de oorzaak van dat de coupons wat hoger liggen dan het gewogen gemiddelde van de rentevoeten voor de samenstellende valuta's. De belangstelling komt hoofdzakelijk van overheden en semi-overheidsorganisaties doch is van de zijde van ondernemingen relatief beperkt en dan nog met name afkomstig van ondernemingen die hun domicilie hebben in landen met verhoudingsgewijs hoge rentevoeten (Frankrijk, België, Italië). Bovendien moet worden gesteld dat een lening in een rekeneenheid weinig flexibel is, zeker voor grote ondernemingen die zonder veel problemen de valutasamenstelling van hun leningportefeuille kunnen inrichten naar eigen behoefte en inzicht.

Voorgaande opsomming is niet uitputtend (11). De mogelijkheden welke een onderneming tegenwoordig ten dienste staan om valuta- en renterisico's te beheersen zijn alleen al door het bestaan van actieve markten voor *valuta- en renteswaps* vrijwel onbeperkt geworden. Deze swaps zorgen dat via arbitrage tussen de verschillende segmenten van de geld- en kapitaalmarkt in dezelfde valuta (renteswaps) of tussen markten in verschillende valuta's (valutaswaps) in feite op ieder moment financiële posities kunnen worden aangepast. In dit verband mag ook de sterke opkomst van *futures* en *opties* niet onvermeld blijven. Zij onderstrepen de grote behoefte van treasurers aan flexibele instrumenten ter beheersing van de toegenomen risico's.

Bij het realiseren van de op maat gesneden financieringsoperaties, is de dienstverlening van het internationale bankwezen onmisbaar. Daarbij valt op dat banken sterk uiteenlopende kundigheden en specialismen hebben waardoor de traditionele rol van de huisbankier als leverancier van alle financiële diensten vervaagt.

3. Het gebruik van nieuwe financieringsvormen bij Philips

a. Algemeen

Door de sterke groei van Philips in de vijftiger en zestiger jaren en de beperkte omvang van de Nederlandse geld- en kapitaalmarkt is er reeds lang een behoefte om op buitenlandse financiële markten leningen te plaatsen. Alhoewel aanvankelijk middels de Philips Nationale Organisaties (lokale dochtermaatschappijen) op de binnenlandse markten werd geopereerd, is vanaf 1961 de moedermaatschappij begonnen met obligaties te plaatsen in Zwitserland en later in Duitsland. De opkomst van de Eurodollarmarkt heeft Philips ertoe gebracht in 1966 Philips International Finance in Luxemburg op te richten met het oogmerk 'to enlarge and diversify the international financing possibilities for the parent company (. . .) and more in particular to obtain additional long term loan-capital in a period when most capital-markets were virtually closed for conventional international issues' (12). De eerste Eurobondlening (25 miljoen US dollar) werd in september 1966 met een looptijd van 10 jaar tegen $6\frac{3}{4}\%$ geplaatst. De eerste ervaringen met een 'syndicated-loan' met een variabel rente-type werden in 1970 opgedaan toen door de moedermaatschappij 250 miljoen US dollar voor vijf jaar op de Eurogeldmarkt werd opgenomen. Bij deze transactie waren 47 banken betrokken. Reeds eind 1972 werd deze lening vervroegd afgelost, en werden in de plaats daarvan met individuele banken lange termijn multicurrency krediet faciliteiten afgesloten. Zowel uit oogpunt van relatiebeheer als uit oogpunt van financiële flexibiliteit bleek dit een veel doeltreffender instrument waarvan ook tegenwoordig nog veel gebruik wordt gemaakt. Per eind 1983 stond voor de tegenwaarde van bijna 1700 miljoen gulden aan deze faciliteiten beschikbaar bij in totaal 24 banken.

De toenemende internationale monetaire instabiliteit heeft ertoe geleid dat het element van de flexibiliteit bij het aantrekken van nieuwe

vermogenstitels een steeds sterker accent heeft gekregen. In het jaarverslag over 1981 wordt dit beleid kort aangeduid:

‘Onder deze weinig stabiele monetaire omstandigheden werd de financiering zo flexibel mogelijk gehouden zonder daar bij de verhouding tussen kortlopend en langlopend vreemd vermogen uit het oog te verliezen. (...) Een deel van de langlopende leningen werd opgenomen tegen variabele rentevoeten en met de mogelijkheid tot vervroegde aflossing. Daarnaast werd een aantal leningen op lange termijn tegen vaste rente opgenomen.’

Wat betreft de valutakeuze wordt steeds groot gewicht toegekend aan risicodekking. Schulden worden aangegaan in een veelheid van valuta's waarin Philips tevens belangrijke operationele posities heeft. Mede ook in het licht van de waarderingsgrondslagen (FAS 52) is het niet zonder betekenis welk onderdeel van het concern de uiteindelijke schuld aangaat. De zichtbare consequenties van vreemde valutafinanciering op de resultatenrekening moeten afgewogen worden tegen fiscale aspecten, terwijl ook de wijze waarop geprofiteerd kan worden van de ‘creditstanding’ van de moedermaatschappij, vooral in geval van publieke plaatsingen, in deze besluitvorming moet worden betrokken. Het spreekt vanzelf dat als uitvloeisel hiervan de organisatie van de vermogensvoorziening binnen Philips gekenmerkt wordt door mengvormen van centralisatie en decentralisatie (13).

Philips heeft intussen ervaring opgedaan met vrijwel alle in paragraaf 2 beschreven instrumenten. Nadere toelichting verdienen twee specifieke financieringsvormen die met name zijn gebruikt om ondanks de handicaps voor een directe aandelenemissie toch op termijn te voorzien in de behoefte aan additioneel aandelenvermogen.

b. *Genußscheine en Warrants*

In december 1982 werden door de Duitse Philips Organisatie (Alldephi) op de Duitse kapitaalmarkt voor D.M. 200 miljoen *Genußscheine* geplaatst. Deze converteerbare winstbewijzen die alleen onder Duits recht kunnen worden geëmitteerd dragen een uitkeringspercentage dat gedurende de looptijd van 10 jaar gelijk is aan eenderde van het door Alldephi gedeclareerde dividendpercentage met een minimum van $7\frac{7}{8}\%$. Ze kunnen tussen 1-7-1986 en 30-6-1993 worden omgewisseld in aandelen Gem. Bezit Philips en zijn niet aflosbaar. De uitkeringen zijn aftrekbaar voor de winstbelasting en de houders hebben geen stemrecht. Het is daarmee een opvallende mengvorm tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Dat komt ook tot uitdrukking in de wijze waarop deze *Genußscheine* in de geconsolideerde Philipsbalans zijn verwerkt, namelijk onder de post ‘minderheidsbelang van derden’.

Nadat in juni 1983 een $4\frac{3}{4}\%$ vijftien jaar lopende converteerbare obligatielening in US dollars (1968-1983 oorspronkelijk 100 miljoen US dollar) volledig was geconverteerd, ontstond er ruimte om gebruik makend van de gunstige beursontwikkeling van het Philips aandeel over te gaan tot plaatsing op de Eurobondmarkt $6\frac{3}{4}\%$ 200 miljoen US dollar obligaties met *warrants*. De volgende overwegingen hebben gegolden:

- Heel belangrijk is de reductie die voor de gehele looptijd kan worden bereikt op de coupon. De $6\frac{3}{4}\%$ is $\pm 4\frac{1}{2}$ procentpunten minder dan de coupon op een 'straight-loan'.
- Door de afzonderlijke verhandelbaarheid van de Warrants (noteringen in Luxemburg en Amsterdam) kan de looptijd, het aantal en de uitoefeningsprijs worden vastgesteld naar specifieke behoefte van de markt en de onderneming. Met name door de looptijd van de warrants (5 jaar) relatief kort te houden t.o.v. de looptijd van de lening (7 jaar) kan de 'overhang' van de warrants enigszins beperkt blijven.
- De uitoefeningsprijs kan hoger worden vastgesteld dan een mogelijke emissiekoers in geval van een directe aandelenemissie.

De behoefte aan additioneel aandelenkapitaal is zeker mede aanleiding geweest voor de uitgifte van de warrants. Niettemin blijft voor de onderneming toch het nadeel dat het tijdstip van de feitelijke uitoefening moeilijk voorzienbaar is en als gevolg van de samenhang tussen de warrantnotering en de beurskoers van het Philips aandeel vermoedelijk zal worden uitgesteld tot aan de vervaldag. Het succes van deze lening heeft er toe geleid dat onlangs (mei 1984) de Franse Philips organisatie een lening heeft geplaatst van 600 miljoen Franse francs met een looptijd van 8 jaar waaraan eveneens verbonden warrants op aandelen Gem. Bezit Philips. Bij deze plaatsing is de couponreductie van $\pm 4\frac{1}{2}$ procentpunten een belangrijke overweging geweest. Daarnaast heeft ook de behoefte van Cie Française Philips om toegang te krijgen tot de Franse kapitaalmarkt een rol gespeeld terwijl bovendien er een stimulans uitgaat op het Franse bezit van Philips aandelen.

Beperking van financieringslasten blijft daarmee een centrale doelstelling. Aan financiering met eigen vermogen, direct of indirect, moet de komende jaren veel aandacht worden geschonken. De economische en monetaire risico's zijn groot en in dergelijke omstandigheden en zeker bij de hoge rentestanden van vandaag blijkt eens te meer dat de hefboomen van de financiële structuur niet meer het effect hebben dat ze in de zestiger jaren hebben gehad. Vooral Europese ondernemingen moeten werken aan verbreding van de eigen vermogensbasis, willen ze de concurrentie met Japanse en Amerikaanse bedrijven in deze tijden aankunnen.

4. Besluit

Het behoeft geen betoog dat de innovatieve kracht van de financiële markten een belangrijke steun is voor ondernemingen welke als onderdeel van hun totale financieel beleid zich mede ten doel stellen de financieel-monetaire risico's van hun industriële en commerciële activiteiten te beschermen. Niettemin kan worden gesteld dat, ondanks het maatwerk dat door de financiële markten wordt geboden, de zichtbare en onzichtbare lasten die voortvloeien uit de internationale monetaire onzekerheden groot zijn. De afwegingen die dagelijks moeten worden gemaakt hebben materiële consequenties, al was het alleen maar omdat 100% dekking voor mogelijke risico's praktisch niet realiseerbaar is. De conclusie van de OECD (2), dat de door

financiële innovatie en deregulering toegenomen concurrentie, markt-efficiency en flexibiliteit er voor hebben gezorgd dat rentevoeten weer functioneren als 'the main transmission mechanism of monetary influences to the real sector', mag op zich juist zijn, het neemt niet weg dat industrie en handel vooral gediend zijn met een grotere internationale monetaire stabiliteit.

De innovatieve ontwikkelingen op de internationale financiële markten blijken niet alleen van invloed te zijn op de mogelijkheden van treasurers om adequaat in de vermogensbehoefte te voorzien doch hebben ook gevolgen voor de praktijk m.b.t. financiële rapporteringen. Er doen zich voortdurend problemen voor om de min of meer statische waardering van financiële posities tegen wisselkoersen per balansdatum te combineren met de meer dynamische stromenbenadering van de hedendaagse financiële praktijk. Daarnaast blijken verschillen in rapporteringsmethoden internationaal nog tot grote problemen bij de interpretatie van gepubliceerde jaarcijfers te leiden. Eijgenhuijsen heeft hier recent nog de aandacht voor gevraagd (14) en aangegeven dat de toegang tot de internationale kapitaalmarkt beïnvloed wordt door de vergelijkbaarheid van jaarrekeningen. Daardoor ontstaat er bij gebrek aan internationale normering een trend de Amerikaanse verslaggevingsregels toe te passen hetgeen voor Europese ondernemingen, die de komende jaren zich ook aan de veelsoortige nationale uitwerkingen van de EEG richtlijnen moeten conformeren, een kostbare tweesporigheid kan gaan inhouden.

Noten

¹ A. I. Diepenhorst, 1956, 'Structuur en Politiek', Muusses, blz. 8.

De inleiding van dit boek is nog steeds uiterst actueel en benadrukt het belang van de werkelijkheid:

'in feite toch is de structuur slechts gestolde actie, geconsolideerde politiek.'

'Zo gezien wordt de financiële politiek dus niet uitsluitend gevormd door een dagelijkse verwezenlijking van de structuur, maar daarnaast ook door een voortdurende aanpassing van de structuur aan nieuwe ontwikkelingen en inzichten.'

² 'The impact of new assets and intermediation techniques in the functioning of financial markets', *Financial Market Trends* 28, OECD, Juni 1984 blz. 12 e.v.

³ Zie ook het uiterst informatieve boek van P. F. Verhaar, 1982, *De internationale obligatiemarkt*, Kluwer NIBE.

⁴ Zie kwartaalberichten *De Nederlandsche Bank* tabel 7.2b.

⁵ Zie voor meer details: (a) C. T. L. Korthout 'De warrantlening als financieringselement', *ESB* 30-5-1984 en (b) 'Emissies met warrants werden groot succes', *Beleggers Belangen* 28 (1984) nr. 1.

⁶ W. Meeuwis, *Het Financieele Dagblad* 27-5-1983.

⁷ Christine I. Wallich, 'The Worldbank's currency swaps', *Finance and Development*, June 1984, Volume 21 number 2, blz. 15.

⁸ Andrew Marton, 'Where European companies are going for new capital', *Institutional Investor*, June 1984.

⁹ *Financial Market Trends*, 28, OECD, Juni 1984, blz. 55.

¹⁰ Zie H. J. van Everdingen, *Het Financieele Dagblad*, 6 juni 1984.

¹¹ Ook voor beleggers worden voortdurend nieuwe 'attracties' ontwikkeld zoals bijvoorbeeld 'Warrants Into Negotiable Government Securities' (WINGS) die in de Euro-kapitaalmarkt zijn geplaatst en recht geven op aankoop van US Treasury Bonds tegen een vastgestelde prijs.

12 *Philips International Finance S.A. Luxemburg.*

1st Annual Report, December 31th 1967.

13 *Voor meer uitwerking zie:*

a. *G. de Jong 'Financiële problemen en aspecten van een multinational', Tijdschrift Financieel Management 1981 (1).*

b. *Richard Ensor 'Waarom Philips een onbekende Amsterdamse Bank voor zijn cash-management koos', Tijdschrift Financieel Management 1981 (3).*

14 *H. G. Eijgenhuijsen, 'Internationalisatie van kapitaalmarkt en financiële rapportering door ondernemingen' in Het Financiële Systeem, Leiden/Antwerpen 1984.*