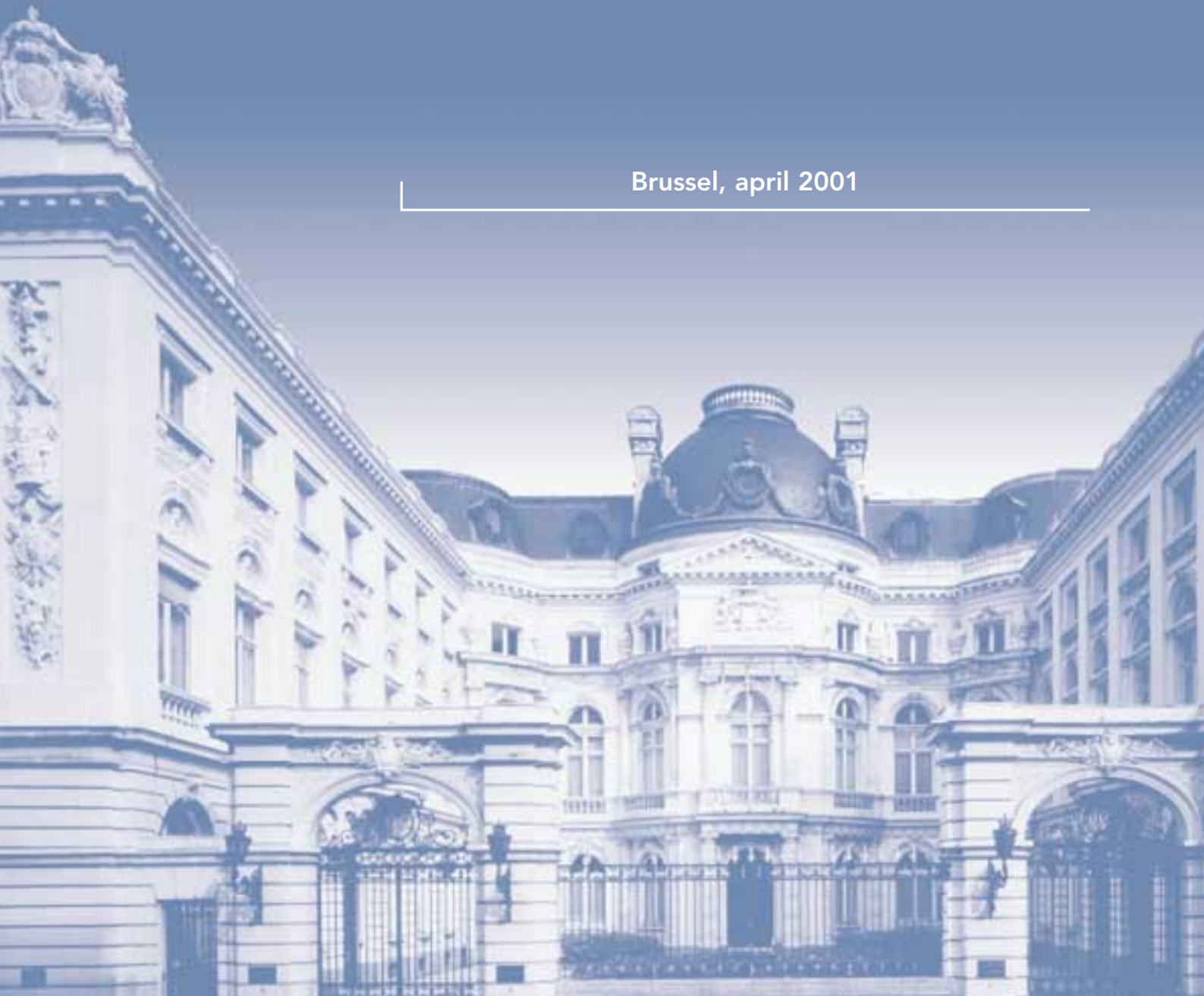


R E K E N H O F

# Lineaire obligaties : instrumenten voor het beheer van de rijksschuld

*Verslag van het Rekenhof  
aan de Kamer van Volksvertegenwoordigers*

Brussel, april 2001



R E K E N H O F

# **Lineaire obligaties : instrumenten voor het beheer van de rijksschuld**

*Verslag van het Rekenhof  
aan de Kamer van Volksvertegenwoordigers*

---

*Verslag van het Rekenhof,  
goedgekeurd in algemene vergadering  
van 28 februari 2001*

## **Inhoud**

<b>Inleiding</b>	5
<b>Hoofdstuk 1</b>	
<b>Algemene context</b>	6
1.1 Lineaire leningen	6
1.2 Financiële instellingen gespecialiseerd in schatkistwaarden	7
1.3 Primaire en secundaire markt	8
<b>Hoofdstuk 2</b>	
<b>Primaire markt</b>	8
2.1 Aanbestedingen met mededinging	10
2.1.1 Deelname aan de primaire markt	10
2.1.2 Geboden prijzen	15
2.1.3 Impact van de vork op de primaire markt	19
2.1.4 Kalender van de aanbestedingen	20
2.2 Inschrijvingen buiten mededinging	21
2.3 Omruiling	23
2.4 Syndicatie	24
2.5 Conclusies	26
<b>Hoofdstuk 3</b>	
<b>Secundaire markt</b>	27
3.1 Spread met de andere soevereine emittenten van de eurozone	28
3.2 Liquiditeit	28
3.2.1 Definitie	28
3.2.2 Kwalitatieve criteria	29
3.2.3 Kwantitatieve criteria	29
3.2.4 Vervaldagenschema van de lineaire obligaties	31
3.2.5 Elektronische trading	32
3.3 Conclusies	32
<b>Hoofdstuk 4</b>	
<b>Controle op de primary dealers</b>	33
4.1 Verplichtingen van de primary dealers	33
4.2 Controle op de primary dealers	35
4.2.1 Voor 1999	35
4.2.2 Sedert 1999	36
4.3 Conclusies	37



## Inleiding

Het lanceren in mei 1989<sup>1</sup> van de lineaire obligaties (OLO's), leningen op middellange en lange termijn, situeerde zich binnen de moderniseringsgolf die de Belgische financiële markten en de financiële instrumenten van de Schatkist kenmerkte. De invoering van mededinging bij de uitgifte van lineaire obligaties was een van de fundamentele pijlers ervan. De Minister van Financiën merkte op dat de nieuwe pistes voor de markt van de lineaire obligaties zouden leiden tot een betere afstemming van de obligatie-instrumenten van de Belgische Schatkist op die van de buurlanden, terwijl de concurrentie op de markt van de openbare effecten wordt vergroot en hopelijk de financieringskosten van de openbare schuld worden verminderd<sup>2</sup>.

Sinds hun invoering, groeide het belang van de lineaire obligaties in de samenstelling van de rijksschuld jaarlijks. Ze vormen voortaan de voornaamste financieringsbron van de Belgische Schatkist. Op het einde van 1999 vertegenwoordigen ze immers 64,1 % van de totale rijksschuld.

De invoering van de euro heeft geleid tot het ontstaan van een eengemaakte obligatiemarkt voor deze referentiemunt. De Schatkist zag zich aldus geconfronteerd met mededinging tussen soevereine, emitterende staten, terwijl ze voordien op een vrij beschermde thuismarkt opereerde. In die omstandigheden achtte het Rekenhof een analyse van de werking van de lineaire obligatiemarkt, van uitgifte tot terugbetaling, aangewezen.

Na een algemene voorstelling (hoofdstuk 1), die het belang van de primary dealers, de voornaamste actoren op de markt van de lineaire obligaties, onderstreept, komen in deze analyse achtereenvolgens aan bod : de werking van de primaire markt, meer in het bijzonder de concurrentie (hoofdstuk 2) ; de werking van de secundaire markt, die een belangrijke rol speelt op het vlak van de financieringsvoorwaarden van de Schatkist (hoofdstuk 3) en de controle die de Schatkist op de primary dealers uitoefent (hoofdstuk 4).

In het kader van de voorgeschreven voorafgaande tegensprekelijke procedure heeft het Rekenhof op 12 oktober 2000 een voorlopige versie van dit verslag meegedeeld aan de administrateur-generaal van de Administratie van de Thesaurie. De administrateur-generaal heeft het Rekenhof zijn opmerkingen op 17 november 2000 toegestuurd. Deze opmerkingen staan in dit verslag cursief afgedrukt.

In het algemeen wijst de Schatkist erop dat : *de introductie van de euro belangrijke gevolgen had voor de hele uitgiftestrategie van de Schatkist, en niet in het minst voor de gevoerde politiek die het ganse primaire en secundaire marktgebeuren rond de OLO's betreft. De euro creëerde de voorwaarden voor een meer geïntegreerde euro-area publieke schuldmarkt, maar betekende eveneens voor de soevereine emittenten in Euroland een enorme uitdaging. De bestaande marktorganisatie, marktfunctionering en*

<sup>1</sup> Koninklijk besluit van 11 mei 1989 betreffende de uitgifte van de lening genaamd *lineaire obligaties 8,25 pct. - 1 juni 1999*. De uitgifte van OLO's werd vervolgens georganiseerd door de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten en door de wet van 2 januari 1991 betreffende de markt van de effecten van de overheidsschuld en het monetair beleidsinstrumentarium.

<sup>2</sup> Rijksschuld, Jaarverslag 1990, blz. 63

*beheersstrategieën moesten immers totaal herdacht worden om zo efficiënt mogelijk gebruik te kunnen maken van de opportuniteiten die deze nieuwe situatie met zich bracht. De wijzigingen in de uitgiftestrategie voor OLO's : de syndicatie, de vermindering van het aantal aanbestedingen, de grote nadruk die gelegd wordt op de benchmark en het verhogen van de liquiditeit ervan, het zoeken naar een delicaat evenwicht tussen de rechten en plichten van de Primary Dealers, enzovoort, moeten dus allen gezien worden in het kader van de creatie van de ééngemaakte markt. Deze situatie is uniek en kan dus moeilijk helemaal vergeleken worden met de periode die hieraan voorafging.*

In het kader van de voorgeschreven voorafgaande tegensprekelijke procedure heeft het Rekenhof dit verslag op 13 december 2000 meegedeeld aan de Minister van Financiën. Op 9 februari 2001 heeft de minister geantwoord geen verdere commentaar te hebben bij de opmerkingen die de administrateur-generaal al formuleerde in zijn brief van 17 november 2000.

## **Hoofdstuk 1**

### **Algemene context**

#### **1.1 Lineaire leningen**

Lineaire obligaties zijn gedematerialiseerde effecten van een openbare lening die de Nationale Bank van België bijhoudt in een systeem van rekeningen en uitgeeft via opeenvolgende tranches. Ze worden gekenmerkt door een identieke nominale rentevoet en vervaldatum, die een lijn vormen. Binnen eenzelfde lijn zijn de lineaire obligaties dus perfect substitueerbaar en worden ze fungibel genoemd. Ze worden uitgegeven op de primaire markt en tot op hun vervaldatum verhandeld op de secundaire markt, die aldus fungeert als referentiemarkt voor hun koersbepaling. Er is in geen aflossing voorzien : de lineaire obligaties worden voor hun vervaldatum geruild tegen andere lineaire obligaties, waarbij enkel het saldo op de vervaldatum wordt terugbetaald<sup>3</sup>.

De tweede markt moet er in hoofdzaak voor zorgen dat de activa die er worden verhandeld, voldoende liquide zijn. In het algemeen gaat de primaire markt bij de prijsbepaling uit van de prijzen die de secundaire markt hanteert. Zo zijn de financieringsvoorwaarden van de Schatkist voordeliger naarmate de prijzen op de secundaire markt concurrentieel zijn. Derhalve is de liquiditeit van de lineaire obligaties waarvoor de secundaire markt moet zorgen, van primordiaal belang.

<sup>3</sup> Lineaire obligaties zijn niet zijn onderworpen aan de wetgeving op de overheidsopdrachten.

## 1.2 Financiële instellingen gespecialiseerd in schatkistwaarden

Wettelijke en reglementaire bepalingen<sup>4</sup> voorzagen in de oprichting van een korps van primary dealers, specialisten en schatkistwaarden om zowel het welslagen van de uitgiften op de primaire markt als de liquiditeit van de secundaire markt van de effecten van de rijksschuld te verzekeren. De primary dealers die contractueel middels een lastenboek aan de Schatkist gebonden zijn, vervullen de rol van markthouders op de secundaire markt en nemen tegelijkertijd actief deel aan de uitgiften op de primaire markt. De hoedanigheid van primary dealer impliceert de naleving van verplichtingen in verband met de primaire en secundaire markt (gedetailleerd in hoofdstuk 4), evenals de toekenning van bepaalde voordelen, waarvan de voornaamste zijn : de mogelijkheid inschrijvingen buiten mededinging in te dienen (hoofdstuk 2) en de mogelijkheid de splitsing van lineaire obligaties te vragen<sup>5</sup>.

In de euromarkt geeft de plaatsing van de lineaire obligaties aanleiding tot een grotere concurrentie tussen de soevereine emittenten. In dat verband ging de hervorming van het lastenboek van de primary dealers, die op 1 januari 1999 van kracht werd, gepaard met een europeanisering van het korps van de primary dealers en de oprichting van een korps van recognized dealers.

Wegens hun specifieke rol hebben de recognized dealers niet dezelfde voordelen en plichten als de primary dealers. Ze hebben eveneens middels een lastenboek een band met de Schatkist en hun rol bestaat erin de plaatsing van de financieringsinstrumenten van de Schatkist te promoten op markten waar de vraag naar effecten van de Belgische Schatkist zwak of onbestaande is of op markten waar het plaatsingspotentieel niet ten volle wordt aangewend. Zij komen verplichtingen tot het promoten van de schatki-effecten inzonderheid na door de publicatie van de resultaten van economische onderzoeken en marktanalyses, alsook door de organisatie van ontmoetingen met investeerders. Ze kunnen niet deelnemen aan de inschrijvingen buiten mededinging.

Het aantal primary dealers en recognized dealers ligt niet vast. De Minister van Financiën kan iedere primary dealer of recognized dealer die ernstig tekortschiet ten opzichte van zijn verplichtingen zijn statuut ontnemen en het aan andere financiële tussenpersonen toekennen. Ook kan elke primary dealer of recognized dealer na voorafgaande kennisgeving beslissen van zijn statuut af te zien.

Aanvankelijk waren er veertien primary dealers, maar hun aantal ging aan het schommelen wegens de fusiegolf in de financiële wereld. Ingevolge de inwerkingtreding van de euromarkt op 1 januari 1999 en een zeker europeanisering, zijn er thans zeventien primary dealers en zes recognized dealers. De Schatkist beschikt dus op Europees en zelfs wereldvlak over een netwerk

<sup>4</sup> Inzonderheid het ministerieel besluit van 22 oktober 1997 betreffende de algemene regels inzake de lineaire obligaties en het koninklijk besluit van 22 december 1995 betreffende de organisatie van de secundaire buiten-beursmarkt van de lineaire obligaties, de gesplitste effecten en de schatkistcertificaten.

<sup>5</sup> Het gaat om de splitsing van lineaire obligaties in autonome effecten die enerzijds het recht op kapitaal vertegenwoordigen en anderzijds het recht op de intresten, met dien verstande dat er een effect per intrestvervaldag bestaat.

voor de plaatsing en verhandeling van de effecten van de overheidsschuld met spelers op de plaatselijke, regionale en internationale markten<sup>6</sup>.

De Schatkist wenste aanvankelijk een bredere rechtstreekse toegang tot de primaire markt van de lineaire obligaties<sup>7</sup>, maar het aandeel van de primary dealers benaderde al meteen de 100 procent. In 1999 werd het feitelijk monopolie van de primary dealers vervangen door een wettelijk monopolie voor de toegang tot de aanbestedingen dat de primary dealers delen met de recognized dealers.

### 1.3 Primaire en secundaire markt

Dit verslag heeft het achtereenvolgens over de primaire en de secundaire markt van de lineaire obligaties. De primaire markt, waarop de lineaire obligaties worden uitgegeven, is nauw verbonden met de secundaire markt, waarop die obligaties tot op hun vervaldag worden verhandeld. In het algemeen worden de prijzen die op de primaire markt bij de aanbestedingen of anderszins in aanmerking worden genomen, bepaald door de prijzen die op dat ogenblik op de secundaire markt worden genoteerd. Als de secundaire markt optimaal functioneert, verzekert hij een correct prijsniveau, dat vanuit het standpunt van de Schatkist niet kan worden verbeterd door de primaire markt, ongeacht de kwaliteit van de mededinging van de inschrijvers. In die context vertegenwoordigt de mededinging op de primaire markt een minder essentieel aspect – ook al blijft zij de wettelijke norm – dan de goede werking van de secundaire markt.

*De Schatkist beaamt de stelling dat de concurrentie tussen de primary dealers in de aanbestedingen minder belangrijk is dan de goede functionering van de secundaire markt. Zij is nochtans van oordeel dat de concurrentie tussen de primary dealers niet onbelangrijk is. De prijs op de secundaire markt is geldig voor kleine bedragen, maar niet voor de volumes die worden aanbesteed op de primaire markt, en het feit dat sommige primary dealers offertes indienen boven de geldende secundaire marktprijs maakt juist dat de gewogen gemiddelde prijs van de aanbesteding dicht bij de secundaire marktprijs aanleunt.*

## Hoofdstuk 2 Primaire markt

Op de primaire markt van de lineaire obligaties bestaan vier grote uitgifteprocedures<sup>8</sup>: aanbestedingen op grond van een concurrentiële offerteaanvraag, inschrijvingen buiten mededinging, omruilingoffertes en syndicatie. Van die vier wijzen van uitgifte bestaat alleen concurrentie tussen de primary dealers voor de aanbestedingen op grond van een concurrentiële offerteaanvraag. De Schatkist geeft er de voorkeur aan voor het aanbesteden van

<sup>6</sup> Rijksschuld, Jaarverslag 1998, blz. 84.

<sup>7</sup> Rijksschuld, Jaarverslag 1990, blz. 63.

<sup>8</sup> Koninklijk besluit van 16 oktober 1997 betreffende de lineaire obligaties, artikel 4.



lineaire obligaties te werken met aanbestedingen tegen meervoudige prijzen. Iedere inschrijver heeft het recht verschillende offertes tegen verschillende prijzen in te dienen. De Schatkist bedient de inschrijvers tegen de verschillende geboden prijzen tot de laagst in aanmerking genomen prijs. Uit de verschillende in aanmerking genomen prijzen wordt een gewogen gemiddelde prijs van de aanbesteding afgeleid. De inschrijvingen buiten mededinging worden toegekend tegen de gewogen gemiddelde prijs van de aanbesteding die eraan voorafgaat, terwijl de omruilingsoffertes tegen een vooraf vastgestelde prijs geschieden. Syndicatie wordt gekenmerkt door een enige uitgifteprijs vastgesteld in overleg met het bankensyndicaat.

Binnen de eurozone komt de uitgifte middels aanbesteding op grond van een concurrentiële offerteaanvraag meest voor. Enkel Nederland, Italië, Finland en, in mindere mate, Spanje hebben een andere wijze van uitgifte gekozen<sup>9</sup>.

Nederland is het enige land dat lineaire leningen uitgeeft zonder mededinging. Het Agentschap van de Schuld kondigt de initiële prijs aan, bepaald op grond van de secundaire markt, en kan die op ieder ogenblik wijzigen op basis van de vraag of de evolutie van de secundaire markt. Het kan ook de offertes verminderen. In vergelijking met de aanbesteding langs mededinging biedt deze wijze van uitgifte de investeerder het voordeel dat er geen leveringsrisico bestaat voor het gewenste bedrag.

Spanje gebruikt een wijze van uitgifte die overeenstemt met een gewijzigde aanbesteding met meervoudige prijzen. De offertes met een prijs boven de gewogen gemiddelde prijs, worden toegekend tegen die gemiddelde prijs, terwijl de offertes met een prijs tussen de limietprijs en de gewogen gemiddelde prijs, worden toegekend tegen de verschillende geboden prijzen. Het systeem komt er dus op neer dat de hoogste prijzen niet kunnen worden bekomen.

Italië maakt voor de uitgifte van zijn lineaire leningen gebruik van de aanbesteding tegen een enige prijs. Deze prijs is de laagste prijs van de in aanmerking genomen offertes. Finland hanteert eveneens de aanbesteding tegen een enige prijs.

Volgens de bekomen informatie zijn de enige landen binnen de eurozone die gebruik maken van syndicatie Finland, Portugal en, in mindere mate, Oostenrijk. Het bedrag van hun obligaties ligt aanzienlijk lager dan het encours van de OLO's.

**Tabel 1 :** Vier wijzen van uitgifte van de lineaire obligaties

	1997	1998	1999
Offertes met mededinging	42%	48,2%	31,9%
Inschrijvingen zonder mededinging	7,9%	8,5%	5,9%
Omruilingsoffertes	50,1%	43,3%	26,7%
Syndicatie	–	–	35,5%

Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

<sup>9</sup> De Europese vergelijking verliep moeilijk bij gebrek aan beschikbare informatie. Zo kon geen relevante informatie worden verzameld over de primaire markt van de Duitse Bunds.

Sedert de invoering van syndicatie is het marktaandeel van de offertes met mededinging verminderd tot nog slechts een derde van de uitgiften in 1999, terwijl de mededinging van de inschrijvers op de primaire markt aanvankelijk een van de fundamentele aspecten van de hervorming van de instrumenten van de rijksschuld was, rechtstreeks gelinkt aan de doelstelling te komen tot een daling van de financieringskosten. Het Rekenhof onderstreept dat de evolutie van de primaire markt voortaan veeleer in de richting van financieringswijzen zonder mededinging lijkt te gaan.

*De Schatkist is van oordeel dat het juist is dat een belangrijk gedeelte van de uitgiften nu gebeurt via syndicatie en dus niet meer via aanbestedingen met mededinging. De bedoeling is niet de aanbestedingen af te schaffen en te vervangen door syndicaties. De uitgifte door syndicatie wordt verkozen voor de welbepaalde, zeer specifieke doelstellingen, die zijn uiteengezet in punt 4 van dit hoofdstuk. De Schatkist merkt wel op dat er in het "book building" proces van de syndicatie wel een zekere in concurrentiestelling van de investeerders zit, zeker als zich een "oversubscription" voordoet, zoals het toch wel het geval is geweest voor de syndicaties van de OLO's op 10 jaar.*

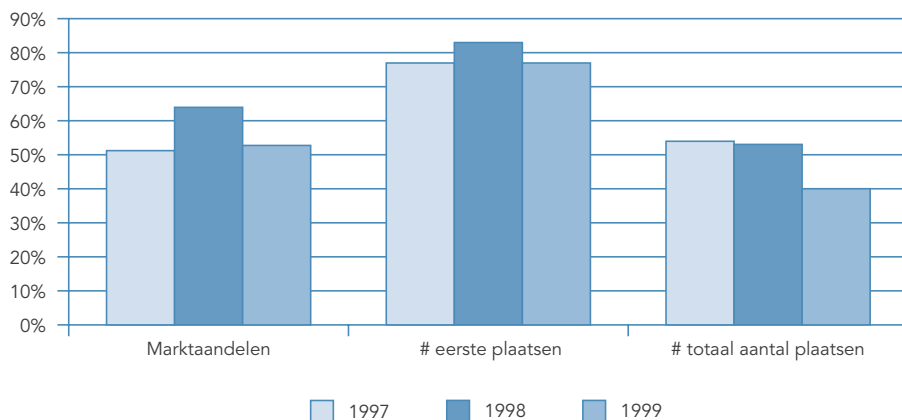
## 2.1 Aanbestedingen met mededinging

De werkelijke inconcurrentiestelling waarop het systeem van de aanbestedingen met mededinging is gebaseerd, kan moeilijk rechtstreeks worden gemeten. Daarom gebruikt het Rekenhof daartoe aanwijzingen die het mogelijk maken de kwaliteit van die concurrentie op onrechtstreekse wijze te beoordelen. Aldus onderzocht het achtereenvolgens per jaar de volgende elementen : het belang van het aandeel van de eerste vier best vertegenwoordigde primary dealers en de concentratiecijfers over het marktaandeel dat de eerste en de eerste vier primary dealers vertegenwoordigen. Vervolgens heeft het de geboden prijzen onderzocht, de gevolgen van de invoering in 1998 van een vork van toe te kennen bedragen en de schikking van de kalender van de aanbestedingen.

### 2.1.1 Deelname aan de primaire markt

#### *Deelname van de eerste vier primary dealers per jaar*

**Grafiek 1** : Deelname van de eerste vier primary dealers per jaar



Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

Uit de bovenstaande grafiek blijkt dat de eerste vier primary dealers per jaar<sup>10</sup>, van wie de identiteit van jaar tot jaar kan verschillen, voor meer dan de helft van het marktaandeel instaan en ruimschoots de eerste plaats innemen van de eerste vier plaatsen per aanbesteding. Voor nagenoeg de helft van de aanbestedingen behalen die primary dealers bovendien de vier belangrijkste marktaandelen, namelijk 50 % van de aanbestedingen in 1997 en 1998 en 40 % in 1999.

De stijging van het aantal primary dealers met 13% tussen 1997 en 1999, 15 in 1997, 11 in 1998<sup>11</sup> en 17 in 1999, ging gepaard met een stijging van het marktaandeel van de eerste vier primary dealers met 2,9 %. De stijging van het aantal primary dealers zou gepaard moeten gaan met een vermindering van het marktaandeel van de eerste vier primary dealers, terwijl de concentratie afneemt als de vermindering van het marktaandeel groter dan proportioneel is ten opzichte van de stijging van het aantal primary dealers. De vermindering van het aantal primary dealers van 1997 naar 1998 met 20 % is proportioneel kleiner dan de stijging van het marktaandeel van de eerste vier primary dealers (23%). Van 1998 naar 1999 is de stijging van het aantal primary dealers (41%) proportioneel hoger dan de vermindering van hetzelfde marktaandeel (17%). Deze resultaten vertalen een tendens naar een hogere concentratie, waarvan het effect echter meer uitgesproken is van 1998 naar 1999 dan van 1997 naar 1998.

Wat de eerste plaats per aanbesteding betreft, getuigt de evolutie ten aanzien van het aantal primary dealers opnieuw van een grotere concentratie van 1997 naar 1999, terwijl de toename van het aantal primary dealers met 13% gepaard ging met een status quo in termen van het aantal eerste plaatsen. Hetzelfde geldt tussen 1998 en 1999, aangezien de stijging van het aantal primary dealers met 41% gepaard ging met een kleiner dan proportionele vermindering (7%) in termen van het aantal eerste plaatsen. Tussen 1997 en 1998 ging de vermindering van het aantal primary dealers met 20% daarentegen gepaard met een kleiner dan proportionele stijging (8%) in termen van het aantal eerste plaatsen.

De evolutie volgens het aantal primary dealers wijst van 1997 tot 1999 op een grotere proportie primary dealers die geen deel uitmaken van de eerste vier primary dealers voor het geheel van het jaar bij de eerste vier bij aanbestedingen, aangezien de stijging van het aantal primary dealers (13%) gepaard ging met een meer dan proportionele daling (26%) in termen van het totale aantal bij de eerste vier plaatsen. Die evolutie werd vastgesteld tussen 1997 en 1998 aangezien de vermindering van het aantal primary dealers (20 %) gepaard gaat met een daling (2%) in termen van het totaal aantal bij de eerste vier plaatsen. Tussen 1998 en 1999 vond daarentegen een stijging van het aantal primary dealers plaats (41%), gepaard gaand met een kleiner dan proportionele daling (24%) in termen van het totaal aantal bij de eerste vier plaatsen.

Aldus kon een zekere stijging van de concentratie van 1997 naar 1999 worden vastgesteld, zowel in termen van totale marktaandelen als in termen van eerste plaats per aanbesteding. De evolutie van de proportie aanwezigheid

<sup>10</sup> Het gaat om de vier primary dealers die de belangrijkste marktaandelen op het einde van elk jaar hebben behaald.

<sup>11</sup> Daar er in het begin van de maand december 1998 12 primary dealers waren, worden de resultaten voorgesteld op basis van dat aantal.

van de eerste vier bij elke aanbesteding geeft daarentegen een omgekeerde tendens aan. Het Rekenhof is niettemin van oordeel dat de resultaten in de huidige stand van zaken een normale markttoestand weerspiegelen.

#### Concentratie-index C4

De resultaten van de aanbestedingen werden ten behoeve van de analyse in termen van concentratie-indexen voorgesteld. Deze notie is afkomstig uit de nijverheidseconomie. Zij biedt de mogelijkheid de concentratiegraad op een bepaalde markt te beoordelen. De concentratie-indexen C1<sup>12</sup> en C4 bepalen respectievelijk het belangrijkste marktaandeel en de som van de vier eerste marktaandelen. Ze bieden de mogelijkheid het relatieve belang van de eerste primary dealer, evenals het geaggregeerde marktaandeel van de eerste vier primary dealers, te beoordelen. Daar deze verrichting voor elke aanbesteding herhaald werd, kan de identiteit van de eerste vier primary dealers over de aanbestedingen heen verschillen.

Het is ook mogelijk zich een beeld te vormen van de concentratie op de primaire markt door de verhouding na te gaan tussen het gemiddeld aantal primary dealers dat voor de aanbesteding van minstens één lijn aanwezig was, en het gemiddeld aantal primary dealers waarvan minstens één offerte voor die lijn in aanmerking werd genomen. Die verhouding steeg gemiddeld per jaar van 1,28 in 1997 naar 1,32 in 1998 en 1,875 in 1999. Dit bewijst dat de proportie aanwezige, maar niet in aanmerking genomen primary dealers sedert 1997 is gestegen. De niet in aanmerking genomen primary dealers zijn zij die offertes indienden waarvan de prijzen niet concurrentieel waren omdat ze lager lagen dan de verschillende in aanmerking genomen prijzen en, althans voor een gedeelte, lager waren dan de prijs van de secundaire markt op het ogenblik van de aanbesteding.

Tabel 2 vermeldt de concentratie-index C4. De concentratie van de primaire markt per aanbesteding is opvallender dan die per jaar. In 1998 en 1999 schreven vier primary dealers aldus bij ongeveer de helft van de aanbestedingen in voor meer dan 90 % van de toegewezen lineaire obligaties. In de helft van de gevallen verkreeg de eerste onder hen eveneens meer dan 40 % van de marktaandelen<sup>13</sup>.

**Tabel 2 :** Concentratie-index C4

	1997	1998	1999
	Aantal toege- wezen lijnen	Aantal toege- wezen lijnen	Aantal toege- wezen lijnen
<60%	1 (4%)	0	3 (14%)
<70%	7 (27%)	1 (3%)	3 (14%)
<80%	5 (19%)	9 (25%)	4 (18%)
<90%	6 (23%)	8 (22%)	2 (9%)
<100%	4 (15%)	8 (22%)	6 (27%)
= 100%	3 (12%)	10 (28%)	4 (18%)
<b>Totaal</b>	<b>26 (100%)</b>	<b>36 (100%)</b>	<b>22 (100%)</b>

Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

<sup>12</sup> Zie punt 1.1.3.

<sup>13</sup> Tabel 3 illustreert dit.

Tabel 2, die de resultaten van de aanbestedingen per klassen van marktaandelen bevat, opgesplitst in stappen van 10 %<sup>14</sup> in termen van de concentratie-index C4, toont aan dat de concentratie van die index in 1997 betrekking had op de klassen <70 % tot <90%, en sedert 1998 op de klassen <90% tot = 100%. Er dient te worden gewezen op de preponderantie van de klassen <100% en = 100%, in het bijzonder de klasse = 100%, evenals op het volledig ontbreken van een C4-index van minder dan 50 %. Ter aanvulling op de tabel : het gemiddeld aantal in aanmerking genomen primary dealers, in procent van het totale aantal ervan, is verminderd van 60 % in 1997 naar 58 % in 1998 en 47 % in 1999. Daartegenover is het gemiddeld aantal aanwezige primary dealers, uitgedrukt in procent van hun totale aantal, gestegen van 77 % in 1997 en 1998 naar 88 % in 1999. Deze contrasten bevattende evolutie bevestigt ook een grotere aanwezigheid van de primary dealers, die samengaat met een steeds minder aanzienlijke proportie in aanmerking genomen primary dealers.

### Concentratie-index C1

Tabel 3 geeft de resultaten van de aanbestedingen per klasse in termen van de C1-index<sup>15</sup>, die het marktaandeel van de eerste inschrijver aangeeft.

**Tabel 3 :** Concentratie-index C1

	1997	1998	1999
	Aantal toege- wezen lijnen	Aantal toege- wezen lijnen	Aantal toege- wezen lijnen
<20%	0	0	3 (14%)
<25%	5 (19%)	3 (8%)	4 (18%)
<30%	8 (31%)	4 (11%)	2 (9%)
<35%	3 (11%)	5 (14%)	1 (5%)
<40%	2 (8%)	5 (14%)	2 (9%)
>40%	8 (31%)	19 (52%)	10 (45%)
<b>Total</b>	<b>26 (100%)</b>	<b>36 (100%)</b>	<b>22 (100%)</b>

Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist.

De primaire markt blijkt nog steeds geconfronteerd te zijn met een primary dealer die een aanzienlijk marktaandeel heeft. Met uitzondering van drie aanbestedingen van lijnen in 1999, werd immers geen enkele concentratie-index vastgesteld in de klasse <20 % en voor de drie jaren is de dominerende klasse die van >40%. Dat resultaat bevestigt een zekere marktconcentratie.

De grens van 40 % is niet toevallig gekozen. Zij stemt overeen met de grens waarvoor het lastenboek sedert 1998 bepaalt dat aan de Schatkist catego-

<sup>14</sup> De klasse <60% omvat de aanbestedingen waarvan de C4-index tussen 50% en 60% ligt. De klasse <70% omvat de aanbestedingen waarvan de C4-index tussen 60% en 70% ligt, en zo verder.

<sup>15</sup> De klasse <20% vermeldt de aanbestedingen waarvan C1 tussen 0% en 20 % ligt. De klasse 25% vermeldt de aanbestedingen waarvan C1 tussen 20% en 25% ligt, enz. De klasse >40% omvat de aanbestedingen waarvan C1 tussen 40% en 100 % ligt.

rieën van klanten van de primary dealer die voor die aanbesteding meedingt, moeten worden meegedeeld<sup>16</sup>. Deze bepaling, ingelast om de aanbestedingen te omkaderen waarvoor een of meer primary dealers zich een aanzienlijk marktaandeel toeëigenen, lijkt maar van betrekkelijk belang te zijn, aangezien de bedragen in de meeste gevallen voor eigen rekening worden vermeld.

Tabel 4 geeft per klasse<sup>17</sup> de aanbestedingen waarvoor de index C1 hoger ligt dan 40%.

**Tabel 4 :** Aanbestedingen waarvan de C1-index hoger ligt dan 40%

	<50%	<60%	<70%	<80%	<90%	<100%	= 100%
1997	3	0	0	1	3	0	1
1998	5	3	4	3	3	1	0
1999	3	3	1	2	0	0	1

Bron : Berekening gebaseerd op de gegevens van de Schatkist.

Als een primary dealer zich meer dan 40 % van een lijn toeëigent, blijkt zijn marktaandeel hoofdzakelijk te liggen tussen 40% en 70%. Eén enkele primary dealer heeft sedert 1997 twee keer de totale lijn binnengehaald.

### Conclusie

De resultaten van de aanbestedingen geven globaal per jaar een betrekkelijke concentratie te zien, daar de vier belangrijkste inschrijvers meer dan de helft van de uitgegeven lineaire obligaties verwerven. Het gaat echter niet noodzakelijkerwijze elk jaar over dezelfde primary dealers.

De concentratie komt beter tot uiting in een analyse per aanbesteding. In 1998 en 1999 hebben bij nagenoeg de helft van de aanbestedingen vier primary dealers ingeschreven op meer dan 90 % van de toegekende lineaire obligaties, waarbij de eerste onder hen meer dan 40 % van de marktaandelen verwierf in eveneens de helft van de gevallen. Ook hier dient te worden onderstreept dat die inschrijvers kunnen wisselen. Bovendien vermindert het aantal primary dealers van wie de offertes in aanmerking worden genomen in vergelijking met het aantal primary dealers die aan de aanbestedingen deelnemen. Er zijn m.a.w. primary dealers die niet-concurrentiële offertes indienen in vergelijking met de in aanmerking genomen offertes.

<sup>16</sup> Deze bepaling had geen betrekking op 1997. Voor 1998 was bepaald dat de grens van 40% werd berekend per aanbesteding, alle lijnen door elkaar genomen. Sedert 1999 wordt de grens toegepast voor elke lijn. Dat verschil verklaart waarom de voorgestelde resultaten voor 1998, met name 19 lijnen waarvoor die grens meespeelde (52%), verschillen van de resultaten die werden berekend overeenkomstig de bepalingen van het lastenboek dat in 1998 van kracht was, d.w.z. 4 aanbestedingen. Dit kan voor een groot deel worden verklaard door het feit dat eenzelfde primary dealer voor eenzelfde aanbesteding over meer dan 40% marktaandeel op verschillende lijnen beschikt, evenals door het feit dat bepaalde primary dealers slechts voor één enkele lijn aanzienlijke bedragen hebben binnengehaald.

<sup>17</sup> De klasse <50% omvat de aanbestedingen waarvan de C1-index tussen 40% en 50% ligt. De klasse <60% omvat de aanbestedingen waarvan C1 tussen 50% en 60% ligt, enz.

## 2.1.2 Geboden prijzen

Om zijn schuldenlast te verminderen heeft de Schatkist er belang bij voor elke aanbesteding de hoogste prijzen te bekomen en een grote diepgang voor de in aanmerking genomen prijzen, opdat een aanzienlijke hoeveelheid lineaire obligaties zou worden toegevoerd tegen een hoge prijs. De prijzen op de primaire markt liggen in de praktijk dicht in de buurt van die op de secundaire markt. Deze al vroeger geformuleerde overweging dient de weerslag van de vaststellingen inzake de mededinging tussen de primary dealers te nuanceren.

### *Aantal in aanmerking genomen prijzen*

Tabel 5 vergelijkt het aantal in aanmerking genomen prijzen voor de aanbestedingen van 1997, 1998 en 1999.

**Tabel 5 :** Aantal in aanmerking genomen prijzen

# Prijzen retenus	1997	1998	1999
	Aantal toegekende lijnen	Aantal toegekende lijnen	Aantal toegekende lijnen
10	0	1 (3%)	0
9	0	0	0
8	0	1 (3%)	0
7	0	2 (6%)	1 (5%)
6	0	4 (11%)	2 (9%)
5	0	7 (19%)	5 (23%)
4	0	10 (28%)	5 (23%)
3	3 (11%)	7 (19%)	4 (18%)
2	15 (58%)	4 (11%)	3 (13%)
1	8 (31%)	0	2 (9%)
Totaal	26 (100%)	36 (100%)	22 (100%)

Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

Uit de tabel blijkt dat het aantal prijzen dat het meest in aanmerking wordt genomen, gestegen is van 2 in 1997 tot 4 in 1998 en tot 4 en 5 *ex aequo* in 1999. Het maximumaantal in aanmerking genomen prijzen bedroeg 3 in 1997. Dit maximum liep op tot 10 in 1998 en 7 in 1999. Deze resultaten kunnen inzonderheid worden verklaard door de wijziging van de procedure voor de indiening van de prijzen. De prijzen worden sedert 1998 ingediend per stap van twee centiemen *a pari*, tegenover vijf centiemen vroeger.

*De Schatkist is van oordeel dat de analyse vollediger geweest zou zijn, mocht een combinatie zijn gemaakt van de geboden prijzen en de bedragen per prijs.*

Het Rekenhof wijst erop dat punt 1.2.2. een analyse van de in aanmerking genomen prijzen en van de geboden prijzen bevat en dat de benadering van de bedragen geschiedde door de analyse van de diepte van de prijzen in de onderstaande tabellen 6 tot 8.

### *Verhouding tussen de in aanmerking genomen prijzen en de geboden prijzen*

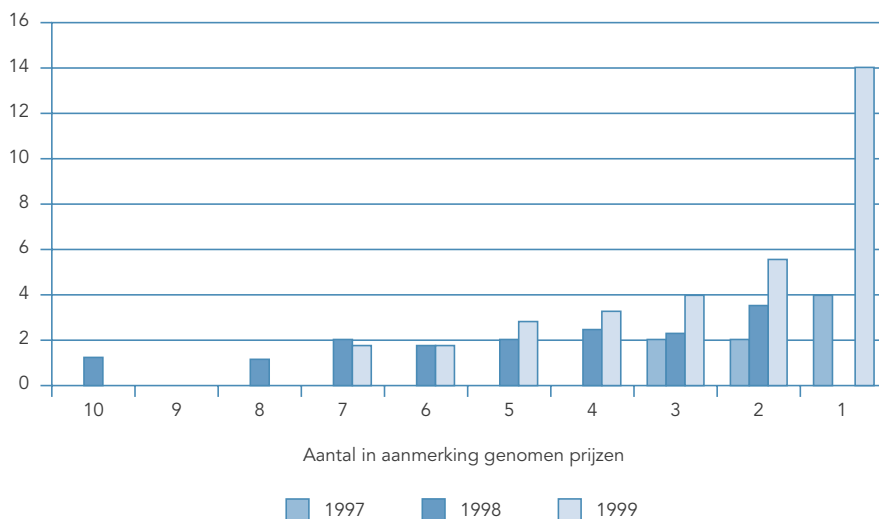
De prijzenanalyse veronderstelt ook een onderzoek van, enerzijds, de aanwezigheid van de primary dealers bij de aanbesteding en, anderzijds, het aantal

in aanmerking genomen prijzen in vergelijking met het geheel van de geboden prijzen. In dat opzicht blijkt dat het lage aantal in aanmerking genomen prijzen niet voortvloeit uit een relatieve afwezigheid van de primary dealers, maar uit een gebrek aan concurrentiële prijzen van hunnentwege.

De in punt 1.1.2 ter sprake gebrachte gewone verhouding tussen de primary dealers die aan de aanbesteding meedoen en de in aanmerking genomen primary dealers, blijkt onvoldoende informatie te verstrekken, daar elke primary dealer verschillende prijzen kan voorleggen. De verhouding tussen het aantal geboden prijzen en het aantal in aanmerking genomen prijzen heeft per klasse op jaarbasis een aanzienlijke stijging gekend in 1999 en is geëvolueerd van 2,2 in 1997 tot 2,1 in 1998 en 3,3 in 1999. Het aantal niet in aanmerking genomen prijzen was dus veel belangrijker in 1999 dan voordien, wat wijst op een stijgend aantal niet-concurrentiële prijzen.

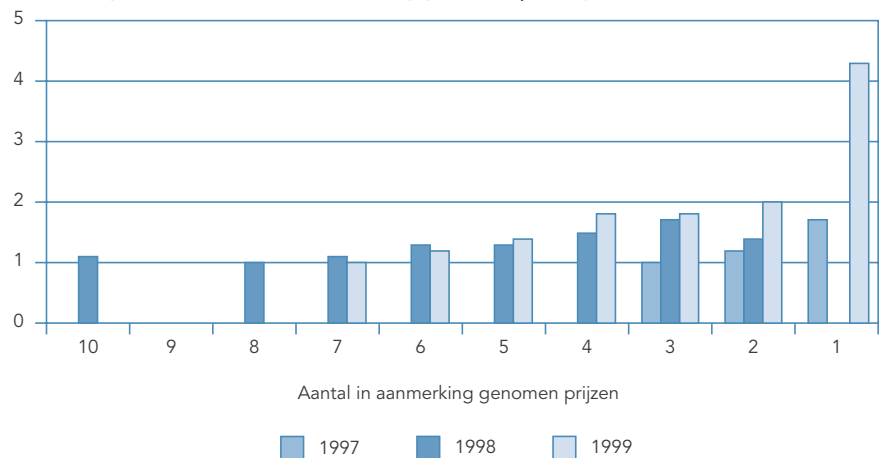
Uit grafiek 2 blijkt of het lage aantal in aanmerking genomen prijzen te wijten is aan een klein aantal geboden prijzen. Het antwoord is negatief.

**Grafiek 2 :** Evolutie van de verhouding tussen het aantal in aanmerking genomen prijzen en het aantal geboden prijzen.



Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

**Grafiek 3 :** Evolutie van de verhouding tussen het aantal aanwezige primary dealers en het gemiddeld aantal in aanmerking genomen primary dealers.



Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist



Uit grafiek 3 hierboven blijkt dat de daling van het aantal in aanmerking genomen prijzen evenredig is met de toename van de verhouding tussen het gemiddeld aantal aanwezige primary dealers en het gemiddeld aantal in aanmerking genomen primary dealers. Dat betekent dat het geringe aantal in aanmerking genomen prijzen niet het gevolg is van het ontbreken van primary dealers, maar van een gebrek aan concurrentiële prijzen van honderdwege. De stijging van de verhouding tussen het gemiddeld aantal geboden prijzen en het gemiddeld aantal in aanmerking genomen prijzen naargelang het aantal in aanmerking genomen prijzen vermindert, toont immers aan dat het gemiddeld aantal niet in aanmerking genomen prijzen tamelijk hoog ligt.

*De Schatkist onderstreept dat de analyse niet ingaat op de distributie van de prijzen rond de laagste in aanmerking genomen prijs.*

Het Rekenhof wijst erop dat het de verdeling van de prijzen heeft onderzocht middels de analyse van de diepte van de prijzen in de tabellen 6 tot 8.

### Diepte van de prijzen

De onderstaande tabellen analyseren de gemiddelde diepte van de in aanmerking genomen prijzen, d.w.z. de omvang van de toegekende bedragen voor elk prijsniveau.

**Tabel 6 :** Gemiddelde diepte per prijs in 1997

# in aanmerking genomen prijzen	In aanmerking genomen prijzen in dalende volgorde		
3	11%	54%	35%
2		35%	65%
1			100%

Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

**Tabel 7 :** Gemiddelde diepte per prijs in 1998

# Prijzen retenus	In aanmerking genomen prijzen in dalende volgorde									
10	1%	5%	8%	15%	1%	7%	12%	11%	6%	34%
8			2%	2%	2%	2%	12%	34%	12%	34%
7				6%	4%	13%	15%	11%	37%	16%
6					3%	14%	19%	18%	18%	29%
5						5%	18%	25%	15%	37%
4							17%	27%	33%	23%
3								13%	35%	52%
2									31%	69%

Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

**Tabel 8 :** Gemiddelde diepte per prijs in 1999

# Prijzen retenus	In aanmerking genomen prijzen in dalende volgorde							
7	2%	8%	2%	14%	31%	22%	21%	
6		7%	4%	27%	30%	19%	16%	
5			8%	17%	15%	21%	38%	
4				20%	18%	22%	40%	
3					14%	36%	50%	
2						62%	38%	
1							100%	

Bron : Berekeningen op basis van de gegevens van de Schatkist

Het aantal in aanmerking genomen prijzen heeft maar een kleine weerslag op de gemiddelde diepte van elke prijs, aangezien de markt grotendeels geconcentreerd is op de laatste drie geboden prijzen, terwijl de hoogste prijzen slechts een marginaal gedeelte binnenhalen. Zelfs als heel wat prijzen in aanmerking worden genomen, hebben de meeste toegekende bedragen met andere woorden betrekking op de drie voor de Schatkist minst interessante offertes van die welke in aanmerking werden genomen. Bovendien wordt een grotere proportie lijnen toegekend tegen de limietprijs, zijnde de laagste in aanmerking genomen prijs, in vergelijking met de overige in aanmerking genomen prijzen, namelijk 2 prijzen op 3 in 1997, 6 prijzen op 8 in 1998 en 4 prijzen op 7 in 1999.

De gemiddelde relatieve diepte van de verschillende in aanmerking genomen prijzen vergt een beoordeling in het licht van de positionering van de gewogen gemiddelde prijs van de gunning in verhouding tot de prijs van de secundaire markt.

### *Prijs op de secundaire markt*

Voor de Schatkist bestaat de prijs van de secundaire markt, waarmee de gewogen gemiddelde prijs van de aanbesteding wordt vergeleken, uit het gemiddelde van de gemiddelde prijzen van de acht primary dealers die, voor de lineaire obligatielijnen waarop de aanbesteding betrekking heeft, op het ogenblik van de aanbesteding het best noteren. Zoals al gesteld, bepaalt de prijs die de secundaire markt hanteert ruimschoots die op de primaire markt, daar de primary dealers hun offertes in functie van die secundaire markt indienen.

Tot bij de aanbesteding van mei 2000 was het gebruikelijk dat het geheel van de offertes een of twee minuten voor twaalf uur, het limietuur voor de indiening, bij de Schatkist toekwamen. De termijn tussen de indiening van de offertes en de aankondiging van de resultaten om 12u30 stemt overeen met de analyse van de offerte en het nemen van de beslissing over het toegekende bedrag, dat de gewogen gemiddelde prijs van de aanbesteding bepaalt. Sedert de aanbesteding van mei 2000 heeft de indiening van de offertes per fax plaats gemaakt voor een geautomatiseerde indieningsprocedure. Dit maakte het mogelijk de termijn van een half uur terug te brengen tot ongeveer tien minuten. Volgens de Schatkist vermindert deze vernieuwing de onzekerheid van de primary dealers over de resultaten van de aanbesteding en zouden zij er daardoor moeten toe komen offertes in te dienen die concurrentiëler zijn.

De gegevens die voor de aanbestedingen van 1999 beschikbaar zijn, tonen aan dat de gewogen gemiddelde prijs op enkele tienden van centiemen na werd vastgesteld op het niveau van de op dat ogenblik op de secundaire markt vastgestelde prijs.

### *Conclusie*

In het algemeen verzekert een *perfecte* secundaire markt op zich een goede prijs. De concurrentie op de primaire markt leidt bijgevolg, ongeacht de kwaliteit ervan, niet tot een andere prijs dan die van de secundaire markt. Dit doet vragen rijzen over de eigenlijke filosofie van het wettelijk systeem, dat grotendeels gebaseerd blijft op de idee van de concurrentie op de primaire markt.

### 2.1.3 Impact van de vork op de primaire markt

In navolging van andere soevereine emittenten kondigt de Belgische Schatkist sedert februari 1998 vóór elke aanbesteding een vork aan van het bij de aanbesteding met mededinging te gunnen bedrag, wat de onzekerheden van de primary dealers over het totale uit te geven bedrag vermindert.

Om de weerslag van die maatregel te meten heeft het Rekenhof de *spread* onderzocht, met name de interestdifferentieel tussen de OLO's bij de uitgifte en referentieleningen van de eurozone, namelijk de Duitse Bunds, de Franse OAT's en de Nederlandse DSL's. In functie van de vergelijkbaarheid, beperkte het zich tot de leningen die het voorwerp waren van een aanbesteding vlak voor en vlak na de invoering van de vork. Gelet op de volatiliteit van de onderliggende prijsvoorwaarden op de secundaire markt, beperkte de analyse zich aldus tot de aanbestedingen in de buurt van de invoering van de vork.

**Tabel 9 :** Spread van het segment op middellange termijn

Code		Bund	OAT	DSL
251	December 1997	6	14	9
251	Maart 1998	9	4	9
259	Juni 1997	14	17	1
259	Mei 1998	10	9	8
285	Januari 1998	13	11	1
285	Augustus 1998	14	8	14
287	November 1997	23	9	16
287	Februari 1998	17	8	-2

Bron : Gegevens van de Schatkist

**Tabel 10 :** Spread van het segment op lange termijn

Code		Bund	OAT	DSL
288	Januari 1998	11	10	13
288	Februari 1998	12	8	4
288	Maart 1998	15	9	9

Bron : Gegevens van de Schatkist

**Tabel 11 :** Spread van het segment op zeer lange termijn

Code		Bund	OAT	DSL
282	Januari 1998	10	2	22
282	September 1998	33	27	39

Bron : Gegevens van de Schatkist

Uit de bovenstaande tabellen blijkt dat de evolutie van de spread voor de betrokken leningen (verdeeld per resterende looptijd) heterogeen is. In het segment op middellange termijn verbeterden de voorwaarden aanzienlijk voor de OLO's met codes 287, 251 (met uitzondering van de Bund) en 259 (met uitzondering van de DSL's), terwijl ze slechter werden voor de OLO code 285 (met uitzondering van de OAT's). In het segment op lange termijn

zijn de voorwaarden voor de OLO code 285 verbeterd, behalve in vergelijking met de Bund. In het segment op zeer lange termijn vertoont de OLO code 282 veel nadeligere voorwaarden als rekening moet worden gehouden met de termijn tussen de twee vermelde aanbestedingen.

Bijgevolg is het moeilijk een duidelijke conclusie te trekken over de evolutie van de financieringsvoorwaarden door de aankondiging van een vork.

*Volgens de Schatkist heeft de aankondiging van de vork maar weinig invloed op de spread ten opzichte van de Bund. Ze zou een invloed kunnen hebben op de spread op het ogenblik van de aankondiging. De Schatkist herinnert eraan dat het aankondigen van de vork ook moet worden gezien in het kader van de euromarkt, waar de concurrentie met de andere soevereine emittenten zich laat gevoelen en transparantie een belangrijk element is.*

#### 2.1.4 Kalender van de aanbestedingen

Tot in 1998 werden de maandelijkse aanbestedingen op uitzonderlijk regelmatige wijze uitgeschreven, maar de inwerkingtreding van de euromarkt heeft tot een eerste wijziging geleid. Sindsdien werden drie aanbestedingen geannuleerd wegens syndicatie en een andere op verzoek van de primary dealers. Vanaf 2000 ruimde de maandelijkse aanbesteding bovendien plaats voor een tweemaandelijks.

Deze hervorming van de kalender van de uitgften had tot doel te komen tot een bij aanbesteding uit te geven kritische massa die het mogelijk maakt de secundaire markt te stijven op een manier die beantwoordt aan de liquiditeitsvereisten. Volgens de Schatkist moet de beperking van het aantal aanbestedingen eveneens het belang ervan voor de investeerders opkrikken en ze meer zekerheid bieden dat ze het bedrag ontvangen waarvoor ze offertes hebben ingediend.

De vraag rijst of het risico op niet-levering voor de primary dealers ingevolge de tweemaandelijks aanbestedingen is verminderd. De opportuniteitskosten voor het ontbreken van in aanmerking genomen offertes zijn immers gestegen, gelet op de termijn die voortaan tussen twee opeenvolgende aanbestedingen ligt.

*De Schatkist is niet van mening dat het risico op niet-levering is gestegen door de vermindering van het aantal aanbestedingen. Vanaf een bepaald volume vermindert het bestaan van de repomarkt en de automatische belemmeringsfaciliteit bij de Nationale Bank van België dit risico sterk. De Schatkist preciseert ook dat het grotere volume per aanbesteding de zekerheid voor de primary dealers verhoogt een deel in de aanbesteding te verkrijgen.*

De uitwerking van de kalender van de aanbestedingen heeft overigens een Europese dimensie. Het Rekenhof stelt vast dat België en Luxemburg de enige landen van de eurozone zijn die niet minstens één aanbesteding per maand organiseren.

*De Schatkist wijst erop dat de uitgiftekalendar bestaat uit aanbestedingen en omruilingen. De Schatkist doet dus tweemaal per maand een beroep op de kapitaalmarkten.*

De vraag rijst waarin het voordeel voor België bestaat om als enige zijn uitgiftekalendar te wijzigen. Biedt een verminderde aanwezigheid op de primaire markt de mogelijkheid om in gelijkaardige omstandigheden als bij de maandelijkse aanbestedingen kritische massa's te bereiken voor de resterende aanbestedingen ?

## 2.2 Inschrijvingen buiten mededinging

Binnen de grenzen en voorwaarden waarin de wet voorziet, kunnen de primary dealers de eerste of tweede dag na een aanbesteding inschrijven op lineaire obligaties tegen de gewogen gemiddelde prijs van de offertes die bij de aanbesteding in aanmerking werden genomen. De inschrijvingen buiten mededinging, die zonder concurrentie worden toegewezen, vormen het voornaamste voordeel dat uitsluitend aan de primary dealers wordt toegekend. Zij kunnen aldus lineaire obligaties verwerven zonder het risico te lopen door een prijsofferte gebonden te zijn en, vooral, tegen prijsvoorwaarden die een of twee dagen tevoren op de markt golden. Daalden de interestvoeten sedert de aanbesteding, wat met een prijsverhoging overeenkomt, dan hebben de primary dealers aldus de mogelijkheid lineaire obligaties te verwerven tegen een prijs die lager is dan de nieuwe marktvoorwaarden. Dat moeilijk becijferbaar voordeel, het is immers afhankelijk van de evolutie van de marktvoorwaarden, is des te groter naarmate meer tijd verstrijkt tussen de aanbesteding met mededinging en de aanbesteding zonder mededinging. Deze termijn werd verlengd krachtens het lastenboek dat op 1 januari 1999 van kracht werd en dat diepgaande wijzigingen aanbracht in de werking van de inschrijvingen buiten mededinging. De termijn lag voorheen tussen 12 uur en 12.30 uur op de dag volgend op de aanbesteding. Voortaan zijn de inschrijvingen buiten mededinging in twee categorieën gesplitst : gewone inschrijvingen buiten mededinging en bijzondere inschrijvingen buiten mededinging. De eerste inschrijvingen vinden plaats de dag volgend op de aanbesteding, de tweede twee dagen na de aanbesteding, telkens tussen 15 uur en 15.30 uur.

Het Rekenhof onderstreept dat de toekenning aan de primary dealers van een voordeel waarvan de omvang van toevallige omstandigheden afhankelijk is en dat samenhangt met de evolutie van de marktvoorwaarden tijdens de uren en de dagen die op een aanbesteding volgen, de beoordeling bemoeilijkt van de inachtneming van het evenwicht dat tussen de Schatkist en haar primary dealers moet bestaan. Het is van oordeel dat het mechanisme in kwestie strikt moet worden beperkt en dat de termijn voor de uitoefening van de inschrijvingen buiten mededinging zo kort mogelijk moet zijn. Volgens de ingewonnen informatie, vinden de inschrijvingen buiten mededinging in de eurozone, waar ze bestaan, meestal plaats op de dag van de aanbesteding zelf. Dat is inzonderheid het geval in Portugal, Finland, Spanje en Italië.

*De Schatkist herinnert aan de mededinging tussen de soevereine emittenten en de verminderde aantrekkingskracht van de markt van staatsobligaties als gevolg van de Europese convergentie die uit de invoering van de euro voortvloeit. De Schatkist is van mening dat het derhalve noodzakelijk was de activiteit van primary dealer aantrekkelijk te maken met diverse stimulanzen. Een van die stimulanzen is de verhoging van de waarde van de optie die vervat is in de inschrijvingen buiten mededinging, door de verruiming van de optieperiode. Bij wijze van vergelijking wijst de Schatkist erop dat de Franse Schatkist eveneens een inschrijving buiten mededinging organiseert twee dagen na de aanbesteding.*

Tot in 1998 maakte het lastenboek het mogelijk het maximumbedrag te verminderen van de inschrijvingen buiten mededinging dat aan elke primary dealer werd toegekend in het licht van zijn prestaties op de primaire en de secundaire markt (30% van het bedrag dat tijdens de laatste vier aanbeste-

dingen werd verworven, inclusief die van de vorige dag). Die mogelijkheid bestaat thans niet meer. Bovendien kon de Schatkist onder het vroegere stelsel de inschrijvingen buiten mededinging proportioneel beperken door een gewaarborgd bedrag te handhaven. Ook die mogelijkheid, waarvan in 1998 geen gebruik meer werd gemaakt, is niet meer van toepassing volgens het huidige lastenboek. Het Rekenhof constateerde dat bepalingen ontbreken die het mogelijk maken het maximumbedrag van eventuele minder performante primary dealers te verminderen. Het meent dat de mogelijkheid moet worden bestudeerd dergelijke bepalingen opnieuw in het lastenboek op te nemen.

*De Schatkist merkt op dat de mogelijkheid inschrijvingen buiten mededinging te verminderen, nog steeds bestaat. Zij is echter niet meer uitdrukkelijk opgenomen in het hoofdstuk van het lastenboek over de inschrijvingen buiten mededinging, maar in de afdeling over de sancties.*

Het Rekenhof wijst erop dat de sancties waarin het huidige lastenboek voorziet, in het licht staan van de globale evaluatie van de primary dealers bij het verstrijken van de geldigheid van het statuut, wat al in de vorige lastenboeken stond. In tegenstelling tot de vroegere lastenboeken, kan de Schatkist de inschrijvingen buiten mededinging van primary dealers wier marktaandeel bij de laatste vier aanbestedingen onder de norm van het lastenboek viel, niet meer verminderen.

Bovendien zijn de bijzondere inschrijvingen buiten mededinging onderworpen aan precieze vereisten in termen van marktaandelen, die in het lastenboek gedefinieerd zijn : ze kunnen maximaal 10% bereiken van het bedrag dat verworven is naar aanleiding van de laatste vier aanbestedingen, met inbegrip van die van de vorige dag. De primary dealers moeten evenwel het geheel van de minimummarktaandelen voor de primaire en secundaire markt in acht nemen waarin het lastenboek voorziet, en moeten bovendien over een marktaandeel beschikken dat een bepaald aantal procenten hoger is dan het minimummarktaandeel waarin het lastenboek voorziet. De referentiemarkt voor de bepaling van het minimummarktaandeel werd gewijzigd naar aanleiding van de inwerkingtreding van het huidige lastenboek. Het gaat voortaan immers om de primaire markt, terwijl het vroeger ging om de secundaire markt in de zin van het geheel van de transacties zonder retrocessie<sup>18</sup> die de primary dealers op de gereguleerde markt buiten beurs verrichten. Het Rekenhof stelt vragen bij de draagwijdte van die referentiemarktwijziging, gelet op de omvang van de secundaire markt in termen van financieringsvoorwaarden.

*De Schatkist merkt op dat zij, in het kader van de verhoging van de waarde van de optie als gevolg van de verschuiving van de inschrijvingen buiten mededinging naar de tweede dag na de aanbesteding, beslist heeft te steunen op de statistieken van de primaire markt, omdat de volumes die op de secundaire markt worden behandeld, te wisselvallig zijn. De Schatkist beschikt enkel over betrouwbare cijfers over de verrichtingen op de secundaire markt die langs de clearing van de Nationale Bank van België worden vereffend. Bovendien kan de Schatkist het onderscheid niet maken tussen de sale-and-buy-backtransacties en de transacties zonder retrocessie.*

---

<sup>18</sup> Transacties zonder retrocessie betreffen in hoofdzaak een aankoop of een verkoop.

Tot slot heeft de hervorming van de kalender van de aanbestedingen van lineaire obligaties een weerslag op de draagwijdte van de inschrijvingen buiten mededinging. Hoewel het aantal inschrijvingen buiten mededinging verminderde, verlengen de tweemaandelijksse aanbestedingen *ipso facto* de referentieperiode van de inschrijvingen buiten mededinging door de verdubbeling van de periode die de vier laatste aanbestedingen dekken. Dit manifesteert zich nog sterker bij annulatie van de aanbestedingen om reden van syndicatie. De vraag rijst of het niet aangewezen is de mogelijkheid te bestuderen het aantal aanbestedingen dat als grondslag dient voor de bepaling van het bedrag waarop elke primary dealer buiten mededinging recht heeft, te verminderen.

*De Schatkist is van oordeel dat het bedrag van inschrijvingen buiten mededinging op verschillende aanbestedingen moet steunen, wat het mogelijk maakt de primary dealers die constant goed zijn, te belonen.*

Het Rekenhof stelt vast dat het huidige stelsel integendeel een primary dealer die actief aan een aanbesteding heeft deelgenomen, de mogelijkheid biedt gedurende drie andere aanbestedingen gebruik te maken van de inschrijvingen buiten mededinging zonder aan die aanbestedingen deel te nemen.

### **2.3 Omruiling**

Door omruiling, de derde wijze van het in omloop brengen van lineaire obligaties, geeft de Schatkist inschrijvers nieuwe obligaties in ruil voor, meestal, oude obligaties. De voornaamste doelstelling van omruiling is het gelijkmatiger doen verlopen van het vervaldagenschema, om te vermijden dat op een bepaalde vervaldag te omvangrijke bedragen moeten worden gefinancierd. De omruilingsverrichtingen dragen ook bij tot de verbetering van de liquiditeit van de lineaire-obligatielijnen : door volumevergroting van op de markt te brengen nieuwe lijnen of door terugkoop middels afgifte in ruil van meer recente obligatielijnen van lijnen die dicht bij de vervaldag komen en daardoor weinig exploitatie kennen. Dit verklaart dat het de lijnen met een resterende looptijd van minder dan een jaar zijn, die bij de omruiling worden betrokken.

De Schatkist deelt de verschillende omruilingsprijzen, een voor elke aangeboden lijn, om 11.30 uur mee. De primary dealers kunnen hun offertes tegen die prijzen tot 13 uur indienen. Tot eind 1999 gold de regel dat de obligaties maandelijks voor omruiling in aanmerking werden genomen. De kalender van de omruilingsverrichtingen heeft echter, net als de kalender van de aanbestedingen, in 2000 wijzigingen ondergaan. De lineaire obligaties die hun vervaldag naderen, worden voortaan om de twee maand opgeroepen.

De lineaire obligaties die in 1999 en 2000 op vervaldag kwamen<sup>19</sup>, kregen in acht op de zestig omruilverrichtingen geen offerte, terwijl in een geval slechts offertes werden ingediend voor een bedrag dat ruim lager was dan in een normale situatie. De reden hiervoor ligt erin dat de rendementen op de markten tussen de prijsbepaling en de offerte-indiening stegen, wat aan-

<sup>19</sup> Verrichtingen tot juli 2000.

leiding gaf tot een daling van de prijzen en een gebrek aan belangstelling van de inschrijvers voor de vooraf bepaalde, te hoog geworden, prijzen. Het ontbreken van omruilingsoffertes verhindert de verhoging van het encours van de lijnen en tast de liquiditeit ervan aan, terwijl omvangrijke bedragen blijven gehandhaafd in lijnen die voortaan weinig exploitatie kennen wegens te dicht bij hun vervaldag.

De vraag rijst of het niet aangewezen is de mogelijkheid te onderzoeken de termijn tussen de bepaling van de prijs en de indiening van de offertes in te korten, om het risico op een koerswijziging en, bijgevolg, een mislukking van de verrichting, te beperken. Tevens moet de mogelijkheid worden onderzocht bij mislukking tot een nieuwe omruilingsofferte over te gaan en de kalender van de omruilingsverrichtingen te herzien, er rekening mee houdend dat de opportuiniteitskosten van het ontbreken van een offerte verhoogd is in het licht van de vermindering, sedert 2000, van het aantal omruilingsoproepen voor een lijn die haar vervaldag nadert. De overgang naar tweemaandelijks omruilingen zou kunnen leiden tot vrij omvangrijke op de vervaldag te herfinancieren bedragen. Zo gaf OLO code 287, die in januari 2000 verviel, aanleiding tot een herfinanciering op de vervaldag van 14% van zijn maximumencours, terwijl OLO code 247 die in augustus 2000 verviel, tot 53% van zijn maximumencours moest worden geherfinancierd.

*De Schatkist stelt dat de bovengenoemde termijn voor de primary dealers noodzakelijk is om met hun cliënten contact te nemen over de omruilingsvoorwaarden. Ze gaat over tot een herevaluatie van het huidige stelsel van de omruilingsverrichtingen in het licht van het monopolie van de primary dealers ter zake.*

Tot slot rijst de vraag of de techniek van de omruiling niet meer rekening moet houden met de liquiditeitsdoelstelling en moet worden aangewend voor lineaire obligaties waarvan de vervaldag nog meer dan een jaar verwijderd is, maar waarvan de liquiditeitscriteria niet meer vervuld zijn. De onderliggende doelstelling zou erin bestaan een gunstig liquiditeitsverloop te verwezenlijken door de versterking van het encours van de meest liquide lijnen. Volgens de ingewonnen informatie gebruiken de eurozonestaten Ierland, Nederland, Spanje, Finland, Oostenrijk en Portugal de techniek van de omruiling voor lineaire leningen waarvan de looptijd meer dan een jaar bedraagt in het kader van een actief beheer van de liquiditeit.

*De Schatkist wijst erop dat zij de instemming van Eurostat heeft bekomen voor een constructie die de omruiling van lineaire obligaties waarvan de looptijd meer dan een jaar bedraagt, toestaat. Zij bereidt de nodige maatregelen voor om dergelijke omruilingen in 2001 te verwezenlijken.*

## **2.4 Syndicatie**

Sinds 1999 vervangt syndicatie de aanbesteding en, derhalve, de inschrijvingen buiten mededinging voor de emissie van de eerste tranche van de nieuwe lineaire-obligatielijnen. Die methode werd al in 1997 gebruikt voor de eerste tranche van de nieuwe convergente lineaire obligaties in DEM en FRF.

Werken met syndicatie kent de volgende verantwoording :

- onmiddellijke creatie van liquiditeit door emissie van een omvangrijk volume ;



- verzekering van een globale en gediversifieerde plaatsing ;
- aantrekking van nieuwe investeerders ;
- handhaving van een controle op de evolutie van de spread van de lineaire obligaties ten aanzien van de obligaties die andere soevereine emittenten uitgeven ;
- groepering van alle primary en recognized dealers achter een gemeenschappelijk project.

De syndicatieverrichting wordt geleid door primary dealers, die als hoofdactoren (lead managers) worden aangesteld. De andere primary dealers maken van het syndicaat deel uit als manager of co-manager. De erkende dealers van hun kant vormen een *selling group*, die een percentage van het bedrag plaatst dat aan de lead managers werd toegekend.

De Schatkist selecteert de lead managers op grond van criteria die verband houden met zowel de prestaties van de primary dealers op de primaire en secundaire markt van de lineaire obligaties en de schatkistcertificaten, als met de verrichting zelf (bv. plaatsingscapaciteit en kwalitatieve medewerking bij de voorbereiding van de lening). Zij waakt evenwel over een rotatie van de lead managers teneinde hun prestatiemotivatie in stand te houden. Zij waakt er tevens over een dubbel evenwicht te scheppen tussen, eensdeels, nieuwe en de oude primary dealers en, anderdeels, primary dealers die in België gevestigd zijn en andere. De criteria voor de selectie van de lead managers zijn niet hiërarchisch. De Schatkist kan dus primary dealers selecteren met zwakke kwantitatieve prestatiecriteria.

*De Schatkist legt de nadruk op het bestaan van criteria die verband houden met de prestaties en de bekwaamheid een syndicatie te voeren en stelt vast dat, in het licht van die elementen, bepaalde primary dealers niet in aanmerking zouden kunnen komen om lead manager te worden.*

Het werken met syndicatie geeft aanleiding tot betaling van kosten en commissies. De kosten, zij het miniem, stemmen overeen met uitgaven door de leden van het syndicaat. De verdeling ervan ligt vast in een schriftelijk akkoord tussen de lead managers en de Schatkist. De commissies, uitgedrukt in een percentage van de uitgegeven lineaire obligaties, zijn van tweeërlei aard : plaatsingscommissies (selling commissions) en commissies van vaste overname (management and underwriting commissions). De eerste vergoedt het syndicaat in zijn hoedanigheid van plaatsingsinstantie, terwijl de tweede het risico vergoedt dat de vaste opname van die bedragen vertegenwoordigt en ipso facto het succes van de verrichting verzekert.

**Tabel 12 :** De commissies met betrekking tot syndicatie

Code OLO	Geplaatst bedrag (EUR)	Plaatsing	Vaste opname	Totaal	Kost (EUR)
292 (2009)	5.000.000.000	0,1%	0,125%	0,225%	11.250.000
293 (2002 FRN)	2.000.000.000	0,05%	0,025%	0,075%	1.500.000
294 (2005)	3.000.000.000	0,075%	0,075%	0,15%	4.500.000
295 (2010)	5.000.000.000	0,1%	0,125%	0,225%	11.250.000

Bron : Schatkist

De Schatkist stelt het niveau van de commissies vast. Het speelt dus geen rol als criterium voor de aanstelling van lead managers. Volgens de Schatkist stelt zij het niveau vast in het licht van de voorwaarden die op de markt gelden<sup>20</sup>.

Terwijl de waarborg van de vaste opname een commissie van vaste overname verantwoordt, rijzen vragen bij de pertinentie en omvang van de plaatsingscommissie. Er bestaat immers al een algemene plaatsingsverplichting voor de primary dealers en hun deelname bij de aanbestedingen geschiedt vrijwel uitsluitend voor eigen rekening<sup>21</sup>, daar zij een deel van de bedragen op de secundaire markt aan hun klanten doorverkopen.

*De Schatkist preciseert dat het feit dat weinig investeerders zich naar aanleiding van de aanbestedingen aanbieden, aantoont dat de plaatsing van overheidspapier op de primaire markt niet zo evident is en dat een plaatsingscommissie derhalve gewettigd is. Zij stelt evenwel vast dat de belangstelling van de investeerders voor de syndicatie groter is dan voor de aanbestedingen, omdat de onzekerheid over de prijs en het bedrag kleiner is.*

## 2.5 Conclusies

De organisatie van de emissie van de lineaire obligaties lijkt nog steeds in ruime mate te zijn opgebouwd rond het in mededinging brengen van de inschrijvers die gegroepeerd zijn in een korps van primary dealers, gespecialiseerd in schatkistwaarden, waaraan recognized dealers zijn toegevoegd. De financieringswijzen buiten mededinging overwegen thans echter inzonderheid het beroep op een bankensyndicaat waarvan de leden zijn gekozen onder de specialisten in schatkistwaarden.

De analyse van de resultaten van de aanbestedingen wijst op jaarbasis op een betrekkelijke concentratie van de primaire markt, die evenwel gevoeliger blijkt, onderzocht per afzonderlijke aanbesteding. De emissieprijs die de Schatkist na de aanbestedingen bekomt, blijken nauw aan te sluiten bij die welke op hetzelfde ogenblik op de secundaire markt worden geregistreerd, wat het in mededinging stellen op de primaire markt relateert en het belang onderstreept van een optimale werking van de secundaire markt waarvan de financieringsvoorwaarden in hoofdzaak afhankelijk blijken te zijn.

De emissiewijzen van de lineaire obligaties roepen voorts de volgende opmerkingen op :

- De weerslag, in termen van verbetering van de financieringsvoorwaarden, die voortvloeit uit de aankondiging van een vork van de bedragen die zullen worden toegewezen en van de hervorming van de kalender van de aanbestedingen, is niet duidelijk.
- Voor de inschrijvingen buiten mededinging vormt de verlenging van de inschrijvingstermijn, die werd verschoven naar 15 uur van de dag na de aanbesteding (in de plaats van 12 uur) en in sommige omstandigheden

<sup>20</sup> Het niveau van de commissies betreffende OLO code 293 is betrekkelijk gering, gelet op het bijzondere belang van de lead manager.

<sup>21</sup> De primary dealers kunnen op de primaire markt voor eigen rekening of voor rekening van derden optreden.

tot de tweede werkdag volgend op de aanbesteding, voor de primary dealers een onzeker voordeel, dat het moeilijk maakt te beoordelen in hoeverre het evenwicht tussen de Schatkist en de dealers in acht wordt genomen. Dit mechanisme zou dan ook strikt beperkt moeten zijn en de uitoefeningstermijn zo kort mogelijk. Voorts moet de opportuniteit worden onderzocht in het lastenboek dat aan de primary dealers wordt opgelegd, opnieuw bepalingen in te voeren die het mogelijk maken de bedragen van inschrijvingen buiten mededinging die ter beschikking worden gesteld aan minder performante primary dealers, te verminderen.

- Bepaalde omruilingsverrichtingen leiden tot een afwezigheid van offertes wegens de omvang van de termijn tussen de prijsvaststelling en de afsluiting van de offerte-indiening. De vraag rijst of de omruiling, met het oog op een grotere liquiditeit, niet kan worden uitgebreid tot lineaire obligaties waarvan de vervaldag nog meer dan een jaar verwijderd is.
- Tot slot rijzen vragen over de pertinentie en omvang van de plaatsingscommissie bij een beroep op syndicatie voor de emissie van de eerste tranche van nieuwe lineaire-obligatielijnen.

### Hoofdstuk 3 Secundaire markt

De belangrijkste rol van de secundaire markt bestaat erin de liquiditeit te verzekeren van de activa die erop worden verhandeld. Gelet op de band tussen de primaire en de secundaire markt, zijn het in hoofdzaak de prijzen die op de secundaire markt tot stand komen, die de financieringsvoorwaarden van de Schatkist bepalen.

Traditioneel hangt de goede werking van een markt af van het niveau dat een aantal marktrisico's opleveren : risico's inzake wisselkoersen, rentevoeten, krediet, liquiditeit, enz. Sinds de start van de euromarkt is een van de belangrijkste risico's, met name het wisselkoersrisico, verdwenen. Het kredietrisico, dat materiële vorm aanneemt door de rating van de emittent – die zijn solvabiliteit en risico in gebreke te blijven meet – en dat door internationale ratingagentschappen wordt geëvalueerd, vertegenwoordigt vaste kosten die voor elke graad van solvabiliteit worden vastgesteld<sup>22</sup>. Het is voortaan het liquiditeitsrisico, afhankelijk van de organisatie en het volume van de markt, dat, meer dan het rentevoetrisico, het rentedifferentieel (de *spread*) tussen de effecten van de verschillende soevereine staten-emittenten bepaalt. De competitiviteit van de prijzen die voor de lineaire obligaties worden geboden, is dus vooral afhankelijk van de liquiditeit van de markt : hoe liquider de markt, hoe hoger de geboden prijzen voor een lineaire obligatie en hoe lager de schuldenlast voor de Schatkist.

<sup>22</sup> De maximale quotering is AAA (Duitsland, Frankrijk, ...). Standard & Poor's geeft België AA+, dat is een trap lager. Moody's quoteert België AAA en Fitch IbcA AA-, dat is twee trappen lager.

### 3.1 Spread met de andere soevereine emittenten van de eurozone

De liquiditeit van de secundaire markt, die een betrekkelijke notie is, kan worden benaderd door een evolutie van de *spread* voor de leningen op tien jaar, referentie van de obligatiemarkt, ten aanzien van de andere leningen van soevereine emittenten van de eurozone. Hoe hoger de liquiditeit van een effect, hoe lager de *spread* ervan ten aanzien van gelijkaardige effecten.

**Tabel 13 :** Spread tussen de OLO en de leningen van de soevereine emittenten op 10 jaar, uitgedrukt in basispunten (1% = 100 basispunten)

	Duitsland	Frankrijk	Nederland	Italië	Spanje	Finland	Oostenrijk	Portugal
1997	10	19	18	-106	-61	-19	7	-55
1998	19	11	11	-12	-8	-2	4	-9
1999	26	14	11	1,1	2	3	6	-5
2000 <sup>23</sup>	30	18	15	1,2	6	6	3	-1

Bronnen : Rentenfonds, l’Echo, Financieel Economische Tijd en Schatkist. Een positieve *spread* wijst erop dat de Belgische OLO een hoger rendement (of een hogere rentevoet) heeft dan de lening in kwestie.

Uit de tabel blijkt dat de *spread* van de Belgische lineaire obligaties ten aanzien van de eurozone in zijn geheel, sinds 1997 gestegen is. Ten aanzien van de Duitse benchmarkleningen is de *spread* op regelmatige wijze gestegen, ondanks de uitschakeling van het wisselkoersrisico. Het belang van de evolutie van de *spread* ten aanzien van de Duitse Bunds vergt nuancering gelet op de rol ervan als onderliggende activa voor de *futures*-contracten op de Eurex-markt, die tot een hoge vraag naar Bunds op 10 jaar aanleiding geven<sup>24</sup>. De *spread* ten aanzien van de Franse OAT verhoogt sinds 1998. Tegenover de andere soevereine emittenten (met uitzondering van Oostenrijk) kende de Belgische OLO een achteruitgang van zijn *spread* : door de overgang van een negatieve *spread* naar een aangroeiende positieve *spread* of door een vermindering van de negatieve *spread*. De verhoging van de *spread* vormt een ernstige aanwijzing van het betrekkelijke gebrek aan liquiditeit van de Belgische markt van lineaire obligaties.

*De Schatkist erkent dat de spread er ten aanzien van de meeste staten van de eurozone op is achteruitgegaan, maar denkt niet dat het gebrek aan liquiditeit er de echte oorzaak van is. De Belgische markt is immers objectief vrij liquide dankzij een ontwikkelde repomarkt, de verschijning van MTS Belgium, het volume en het aantal van de lijnen. De Schatkist wijst er eveneens op dat de spread van het geheel van de staatsobligaties op 10 jaar verhoogd is ten aanzien van de Bund.*

### 3.2 Liquiditeit

#### 3.2.1 Definitie

De notie liquiditeit verwijst naar de mogelijkheid een positie (aankoop, verkoop) op een effect in te nemen zonder aanzienlijke kosten te moeten dragen. De liquiditeit van een markt is dus een graadmeter van de verhandel-

<sup>23</sup> Januari tot mei 2000, behoudens voor Duitsland en Frankrijk van januari tot juni 2000.

<sup>24</sup> NBB, Jaarverslag 1999, blz. 121.

baarheid van de effecten. Een markt zal des te liquider zijn naargelang de verhandeling van de effecten er vlugger en tegen optimale kostenvoorwaarden verloopt. Die notie van liquiditeit wordt beoordeeld aan de hand van een geheel van kwantitatieve en kwalitatieve criteria. Echter, geen enkele objectieve norm stelt een liquiditeitsgraad vast in functie van het aantal vervulde criteria en hun belangrijkheid. Er is evenmin een norm inzake de wijze om te bepalen of een criterium vervuld is. Ook het vervaldagenschema van de OLO's en de wijze van notering beïnvloeden de liquiditeit van de markt.

### 3.2.2 Kwalitatieve criteria

Over het algemeen komt de secundaire markt van de Belgische lineaire obligaties de kwalitatieve criteria inzake liquiditeit na. Zo wordt de dagelijkse notering op een continue wijze verzekerd, vervullen de primary dealers de rol van markthouders en beheert de Nationale Bank van België de clearing, die een compensatiekamer van de transacties is. Die elementen, die het Rekenhof niet heeft geanalyseerd tijdens de onderhavige controle, verzekeren de fungibiliteit van elke lineaire-obligatielijn door de standaardisering van de voorgestelde producten.

Inzake taxatie van de lineaire obligaties is inzonderheid voorzien in de vrijstelling van roerende voorheffing voor de institutionele beleggers. Bovendien genieten de lineaire obligaties, als gedematerialiseerde stukken, van de vrijstelling van de taks op de beursverrichtingen.

De opheffing in december 1998, in het kader van de euromarkt, van de vergoeding van het Comité van het Rentenfonds in zijn hoedanigheid van autoriteit van de secundaire markt van de lineaire obligaties, draagt eveneens bij tot de verbetering van de liquiditeit van de secundaire markt.

### 3.2.3 Kwantitatieve criteria

#### *Aantal lijnen en encours*

De onderstaande tabel illustreert het aantal lineaire-obligatielijnen en het encours ervan.

**Tabel 14 :** De lineaire-obligatielijnen

	Aantal	Encours (miljard BEF)	Gemiddeld encours (miljard BEF)
1989	1	81,8	81,8
1990	3	354,8	118,2
1991	8	1289,7	161,2
1992	12	2252,3	187,7
1993	17	3374,4	198,5
1994	20	4165,2	208,2
1995	23	4823,4	209,7
1996	23	5149,0	223,8
1997	22	5323,6	242,0
1998	21	5668,6	270,0
1999	21	6377,1	303,6

Bron : Schatkist

In het algemeen is een aanzienlijk gemiddeld encours voor een lijn een gunstig element voor de liquiditeit ervan. Het aantal lijnen is tot 1995 op regel-

matige wijze toegenomen, alvorens weer licht af te nemen. Samen met de gestage verhoging van het encours, heeft dit aanleiding gegeven tot een constante toename van het gemiddeld encours. Die toename wijst op een gestegen liquiditeit. Het gemiddeld encours hangt evenwel nauw samen met het aantal lijnen<sup>25</sup>. In 1997 en 1998 lag het aantal nieuwe lijnen lager dan het aantal lijnen dat verviel, wat aanleiding gaf tot een lichte vermindering van het totaal aantal lijnen. Sommige marktanalisten zijn echter van oordeel dat het huidig aantal lijnen hoog blijft en op de liquiditeit weegt.

### Activiteit op de secundaire markt

De activiteit op de secundaire markt is een belangrijk criterium voor de beoordeling van de liquiditeit.

Van het totale nominale volume dat op de secundaire markt wordt verhandeld, vertegenwoordigden de *repurchase agreements* (repo)<sup>26</sup> in 1999 63%. De swaps vertegenwoordigen ongeveer 5% van de totale markt en de aankopen en verkopen zonder retrocessie meer dan 30%. Voor de secundaire markten buiten beurs bedroeg het aandeel van de gereguleerde markt buiten beurs<sup>27</sup> ongeveer 75%. Een vierde van de transacties vindt derhalve plaats op de niet-gereguleerde markt buiten beurs.

**Tabel 15 :** Activiteit op de secundaire markt

	Nominaal volume Maandelijks gemiddelde in miljoen EUR	Gemiddeld nominaal volume Maandelijks gemiddelde in miljoen EUR	Aantal transacties Maandelijks gemiddelde	Gemiddelde rotatie Maandelijks gemiddelde
1998	171.234,2	608,1	6914	1,3
1999	146.261,8	549,1	6066	0,9
2000 <sup>28</sup>	183.939,5	686,3	6724	1,1

Bron : clearing van de NBB

De bovenstaande tabel toont aan dat het liquiditeitscriterium in 1999 een achteruitgang kende, wat blijkt uit een lager nominaal volume en een lager gemiddeld aantal transacties per maand, evenals een aanzienlijke vermindering van de gemiddelde maandelijkse graad van rotatie, gedefinieerd als de maandelijkse ratio per lijn tussen het nominale volume dat tijdens de maand werd behandeld en het encours op het einde van de maand. Het eerste werkingsjaar van de euromarkt werd derhalve gekenmerkt door een vermindering van de liquiditeit terwijl het aantal markthouders steeg.

Het eerste semester van het jaar 2000 kende evenwel een duidelijke verbetering van dat criterium.

Het volume van de transacties is op zich echter ontoereikend ter vaststelling van de liquiditeit van de secundaire markt. Zelfs in geval van een volumeverhoging, kan de liquiditeit dalen wegens een beperkter aantal uitwisselin-

<sup>25</sup> De Minister van Financiën verklaarde dat *de liquiditeit verbeterd is dank zij de geleidelijke vermindering van het aantal lijnen*. Rijksschuld, Jaarverslag 1998, blz. 83.

<sup>26</sup> De repo zijn terugkoopakkoorden die overeenkomen met contante aankoopverrichtingen die gekoppeld zijn aan verkoopverrichtingen op termijn, zonder dat *in fine* de eigendom van het effect wijzigt.

<sup>27</sup> De transacties kunnen worden uitgevoerd op de beursmarkt voor renten (pro memorie), op de gereguleerde markt buiten beurs en op de niet-gereguleerde markt buiten beurs.

<sup>28</sup> Van januari tot juni 2000.

gen. Beoordeling van het gemiddelde volume van de transacties is dan ook aangewezen. Het jaar 1999 werd gekenmerkt door een vermindering van dit gemiddelde transactievolume. Het eerste semester van 2000 kende daarentegen een aanzienlijke verhoging van het gemiddelde volume.

### Noteringsvork

Het Rekenhof kon geen informatie bekomen over de evolutie van de noteringsvork, zijnde het verschil tussen de verkoopprijs en de aankoopprijs die de primary dealers toepassen (bid-offer spread)<sup>29</sup>. Dit criterium is nochtans belangrijk voor de liquiditeit. Hoe geringer de noteringsvork, hoe liquider de markt. Immers, de aankoop- en verkoopverrichtingen kunnen met geringe prijsafwijkingen worden afgesloten.

### 3.2.4 Vervaldagenschema van de lineaire obligaties

Het beheer van het vervaldagenschema van de lineaire obligaties houdt verband met het risico van de herfinanciering in de algemene richtlijnen betreffende het beheer van de rijksschuld, die de Minister van Financiën jaarlijks goedkeurt overeenkomstig artikel 8 van de rijksmiddelenbegroting. Het gaat erom te vermijden dat in de loop van een jaar te talrijke leningen en, derhalve, te omvangrijke bedragen hun vervaldag bereiken. Het beheer van het vervaldagenschema van de lineaire obligaties zou echter ook kunnen bijdragen tot een verbetering van de liquiditeit op die markt. Die zou theoretisch kunnen toenemen door voor ieder jaar een enkele OLO-lijn met een maximaal encours aan te bieden. De huidige samenstelling van de portefeuille lineaire obligaties vertoont vier jaren van vervaldagen, die elk twee OLO-lijnen omvatten.

**Tabel 16 :** De lineaire-obligatielijnen per jaar<sup>30</sup>

Code en vervaldag	Encours (miljoen EUR)	Nominaal volume (miljoen EUR)			Aantal transacties			Rotatiegraad		
		1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998	1999	2000
265 1993-2004	10747,1	8639,5	6189,8	7523,8	332	306	267	0,8	0,6	0,7
275 1994-2004	5457,4	8904,2	6992,4	4828,9	286	245	163	1,9	1,3	0,9
273 1994-2005	9614,3	6935,8	8052,2	11001	375	338	292	0,9	0,8	1,1
294 1999-2005	6521,6	-	4575,3	8213,1	-	440	601	-	1,4	1,7
286 1996-2007	8557,6	13165	6663,4	7113	486	322	282	1,7	0,8	0,8
257 1992-2007	8166,4	14263,8	13154,6	10007,2	260	227	229	1,9	1,7	1,2
288 1997-2008	12555,8	15093,5	15607,4	17313,5	931	561	511	2,9	1,4	1,4
268 1993-2008	8325,9	5279	6230,1	8064,1	286	281	213	0,7	0,8	1

Bron : Berekeningen op grond van gegevens van de Schatkist

<sup>29</sup> Wat betreft de verplichting betreffende de noteringsvork, zie hoofdstuk 4 over de primary dealers.

<sup>30</sup> De gegevens over het jaar 2000 zijn die van de maand januari tot juni 2000.

Als twee lijnen in de loop van hetzelfde jaar hun vervaldag bereiken, bestaat het gevaar dat een ervan globaal betere liquiditeitsindices vertoont (nominaal volume, transactievolume, rotatiegraad). Zo vertoont de lijn met code 288 voor het jaar 2008 van de twee lineaire-obligatielijnen die in dat jaar vervallen, betere liquiditeitscriteria dan de lijn met code 268.

### 3.2.5 Elektronische trading

Sedert de oprichting van de onderneming EuroMTS in 1999, die de elektronische notering van de meest liquide benchmarks van de eurozone verzekert (met uitzondering van Ierland en Luxemburg), vervangt elektronische trading de makelaardij per telefoon steeds meer. Evenals Italië, Nederland, Frankrijk en Portugal heeft België geopteerd voor het elektronisch trading-systeem MTS, dat sinds 5 mei 2000 in gebruik is. De primary dealers zijn alle, met uitzondering van een enkele<sup>31</sup>, tegelijkertijd aandeelhouder van de onderneming MTS en markthouder. Aangezien MTS een pan-Europees platform is, zijn verbindingen tussen de verschillende nationale platforms, evenals met EuroMTS, mogelijk, zodat parallelle noteringen mogelijk zijn.

De elektronische notering, die voorziet in de verplichting van een notering evenals het meedelen van de beste aankoop- en verkoopvoorwaarden, verhoogt de transparantie van de markt en vermindert de transactiekosten. De Minister van Financiën heeft onderstreept dat die toegenomen transparantie : *zal bijdragen tot een grotere liquiditeit op de OLO-markt en tot een vermindering van de financieringskosten voor de Staat*<sup>32</sup>. Hoewel deze wijze van notering thans voorbehouden is voor de transacties tussen de markthouders, zou openstelling voor de andere financiële instellingen het op termijn mogelijk moeten maken ze op de meeste transacties toe te passen.

De werkingsmodaliteiten van het elektronisch noteringsplatform MTS zijn belangrijk om een gunstige weerslag op de liquiditeit te waarborgen. Inzonderheid de *spread* van de notering speelt daarin een bepalende rol. De maximumgrenzen van de notering op MTS, die niet in het lastenboek zijn opgenomen, variëren van 5 tot 20 centiemen. Voor het geheel van de transacties is de maximum *spread* van de notering waarin het lastenboek voorziet, 10 tot 15 centiemen (25 centiemen tot mei 1995). Een belangrijk verschil ligt evenwel in de aanzienlijk gestegen bedragen betreffende de maximum *spread* van de notering, die gaat van een maximumbedrag van 5 miljoen EUR tot een minimumbedrag tussen 2,5 miljoen EUR en 10 miljoen EUR volgens het statuut van de benchmark van elke lijn en de resterende looptijd, wat bijdraagt tot de liquiditeit van de markt.

De evolutie van de *spread* tussen de OLO's en de leningen van de soevereine emittenten zou het in de toekomst mogelijk moeten maken de weerslag van de invoering van de elektronische trading op de financieringsvoorwaarden in te schatten.

### 3.3 Conclusies

Het Rekenhof stelt vast dat de evolutie van de *spread* ten aanzien van de soevereine emittenten van de eurozone getuigt van een toenemend gebrek aan betrouwbare liquiditeit van de Belgische markt van de lineaire obliga-

<sup>31</sup> De Schatkist wijst erop dat die instelling sedert 1 juli 2000 geen primary dealer in waardepapieren van de Belgische Schatkist meer is.

<sup>32</sup> Rijksschuld, Jaarverslag 1999, blz. 6.



ties sedert 1997. De organisatie van de markt vertoont nochtans de voorwaarden die voor de liquiditeit ervan vereist zijn en de modernisering van de financiële markten heeft het voor België mogelijk gemaakt de euromarkt in betere omstandigheden te betreden. Het betrekkelijk gebrek aan liquiditeit lijkt dan ook te zijn veroorzaakt door de kwantitatieve liquiditeitscriteria.

De *spread* ten aanzien van de soevereine emittenten is globaal nog toegenomen in de loop van de eerste maanden van 2000, terwijl de liquiditeitscriteria met betrekking tot de activiteit op de secundaire markt tijdens die periode een gunstige evolutie kenden. De invoering van de elektronische trading vormt een verbetering van de werking van de secundaire markt, die aanleiding zou moeten geven tot een toename van de liquiditeit en, derhalve, een vermindering van de financieringsvoorwaarden van de Staat.

## Hoofdstuk 4

### Controle op de primary dealers

De primordiale rol van de primary dealers voor de optimale werking van de markt van de lineaire obligaties is al onderstreept. De controle op de inachtneming van hun verplichtingen krachtens het lastenboek is essentieel om de doelmatigheid en de goede werking van die markt te waarborgen.

#### 4.1 Verplichtingen van de primary dealers

**Tabel 17 :** De verplichtingen van de primary dealers

Markt	Voor 1999	Vanaf 1999
Primair en secundair	<p>Het bedrag van de offertes met mededinging dat aan elke primary dealer wordt toegewezen, moet jaarlijks minimum 0,5 % vertegenwoordigen van het totaal van de aan het geheel van de primary dealers toegewezen offertes voor de lineaire obligaties, 0,5 % voor de schatkistcertificaten en 1 % voor het geheel van de waarden.</p> <p>Het bedrag van de aankopen en verkopen zonder retrocessie voor eigen rekening dat door elke primary dealer wordt verhandeld op de gereglementeerde markt buiten beurs en dat wordt vereffend door de clearing van de Nationale Bank van België moet elk jaar minimum respectievelijk 2%, 2% en 3% vertegenwoordigen van het totaal van de aankopen en verkopen zonder retrocessie verwerkt door het geheel van de primary dealers op de markt voor lineaire obligaties, voor schatkistcertificaten en voor het geheel van de waarden.</p>	<p>Het bedrag van de offertes met mededinging toegewezen aan elke primary dealer, uitgedrukt in een percentage van het totaal der offertes met mededinging, moet gemiddeld op het einde van de periode waarvoor het statuut werd toegekend, minstens 2 % voor de lineaire obligaties en 2 % voor de schatkistcertificaten vertegenwoordigen.</p> <p>Het bedrag van de aankopen en verkopen zonder retrocessie dat door elke primary dealer voor eigen rekening wordt verhandeld op de gereglementeerde buiten-beursmarkt en dat wordt vereffend door de clearing van de Nationale Bank van België, uitgedrukt in een percentage van het geheel van de aankopen en verkopen zonder retrocessie verhandeld door het geheel van de primary dealers voor eigen rekening, moet gemiddeld op het einde van de periode waarvoor het statuut werd verleend, minstens 2% vertegenwoordigen voor de lineaire obligaties en 2% voor de schatkistcertificaten.</p>

Secundair	De primary dealers zullen zich inspannen om de schatkistwaarden bij de uiteindelijke investeerders zowel in België als in het buitenland te plaatsen. Die verrichtingen moeten een betekenisvol deel van het geheel van de transacties van de primary dealers uitmaken.	De primary dealers plaatsen de schatkistwaarden bij de uiteindelijke investeerders zowel in België als in het buitenland. Ze staan, eventueel in samenwerking met de Schatkist, in voor het promoten van de schatkistwaarden. De Schatkist kan in overleg met de betrokken primary dealer bijzondere oogmerken inzake promotie en penetratie van markten overeenkomen.
Secundair	De primary dealers verbinden zich ertoe vaste prijzen te noteren tot een bedrag van 100 miljoen BEF. Bij een normale marktsituatie worden de prijzen voor dat bedrag genoteerd met een maximale vork van 10 centiemen voor de lineaire obligaties met een vervaldag beneden 11 jaar. De maximale vork wordt opgetrokken naar vijftien centiemen voor de vervaldagen vanaf 11 jaar. De primary dealers verbinden zich ertoe de best mogelijk afstemming na te streven tussen de geafficheerde noteringen en de effectief toegepaste noteringen. Na raadpleging van de primary dealers stelt de Schatkist de lijst op van de lineaire obligaties waarvoor een notering verplicht is. Deze lijst wordt periodiek herzien op basis van de markttoestand.	De primary dealers verbinden zich ertoe vaste prijzen te noteren tot een bedrag van 5 miljoen euro. Bij een normale markttoestand worden de prijzen voor dat bedrag genoteerd met een maximale vork van 10 centiemen voor de lineaire obligaties met een vervaldag beneden 11 jaar en een maximale vork van vijftien centiemen voor de vervaldagen vanaf 11 jaar. De primary dealers verbinden zich ertoe de best mogelijke afstemming na te streven tussen de geafficheerde noteringen en de effectief toegepaste noteringen. Na raadpleging van de primary dealers stelt de Schatkist de lijst op van de lineaire obligaties waarvoor een notering verplicht is.
Secundair	De primary dealers voeren een aanzienlijk deel van hun transacties uit in lineaire obligaties en schatkistcertificaten op de gereglementeerde markt buiten beurs. Ze verbinden er zich daarvoor toe om op die markt al hun transacties met een ander lid van de gereglementeerde markt buiten beurs te laten verlopen, behoudens als deze dat expliciet weigert. Als ze een transactie sluiten met een persoon die geen lid is van de gereglementeerde markt buiten beurs, zijn de primary dealers op het vlak van de middelen verplicht de transactie op de gereglementeerde markt buiten beurs af te handelen.	De primary dealers voeren een aanzienlijk deel van hun transacties uit in lineaire obligaties en schatkistcertificaten op de gereglementeerde markt buiten beurs en sluiten op die markt al hun transacties met een ander lid van de gereglementeerde markt buiten beurs af, behoudens als deze dat expliciet weigert.
Primair en secundair	De primary dealers leveren hun bijdrage tot de algemene informatieverstrekking aan de Schatkist en zijn bereid om regelmatig verslag uit te brengen over de evolutie van de markt van de effecten en overheidsfondsen, over de gehanteerde voorwaarden en het volume van de verrichtingen die ze hebben verwerkt. De Schatkist kan aan de primary dealers waarvan de aanvaarde offertes meer dan 40 % van het bij de betrokken aanbesteding uitgegeven volume vertegenwoordigen, vragen welk bedrag van hun inschrijving voor eigen rekening is en de graad van concentratie van de toegewezen bedragen bij één of meer cliënten, zonder dat zij de identiteit ervan moeten prijsgeven.	De primary dealers leveren hun bijdrage tot de algemene informatieverstrekking aan de Schatkist en brengen regelmatig verslag uit over de evolutie van de markt, over de gehanteerde voorwaarden en over het volume van de verrichtingen die ze hebben verwerkt. De primary dealer van wie de aanvaarde offertes meer dan 40 % bedragen van het in een lijn bij de betrokken aanbesteding uitgegeven volume verstrekt de Schatkist informatie over het bedrag van zijn inschrijving voor eigen rekening en de graad van concentratie van de toegewezen bedragen bij één of meer cliënten zonder dat hij hun identiteit moet onthullen.

Bron : Schatkist

Hoewel de verplichtingen van de primary dealers identiek gebleven zijn, blijkt uit de tabel dat de modaliteiten ervan sinds 1 januari 1999 enkele aanpassingen hebben gekend.

Wat de deelname aan de primaire en de secundaire markt betreft, is het marktaandeel dat op de primaire markt moet worden bereikt, verviervoudigd. Het voorheen vastgestelde marktaandeel kon als zeer laag worden beschouwd. Het marktaandeel betreffende het geheel van de verhandelde waarden werd echter geschrapt. Bovendien wordt de inachtneming van die marktaandelen niet meer systematisch per kalenderjaar beoordeeld, maar in het licht van de periode waarvoor het statuut is toegekend, met name achttien maand de eerste maal en twaalf maand daarna. Bovendien bestond de referentiemarkt tot 1995 uit het geheel van de secundaire markt en is de omvang van de aankopen en verkopen zonder retrocessie op de secundaire markt aanzienlijk verminderd<sup>33</sup>.

Voorts werd de verplichting tot plaatsing van schatkistwaarden aangevuld met de mogelijkheid voor de Schatkist om *in overleg met de primary dealer specifieke oogmerken inzake promotie en penetratie van de markten af te spreken*. Daarentegen wordt niet meer gepreciseerd dat die plaatsingsverrichtingen een betekenisvol deel moeten uitmaken van het geheel van de transacties die de primary dealers verrichten.

Als specifieke verplichting bij de aanbestedingen, delen de primary dealers voortaan automatisch hun inschrijving mee voor eigen rekening en de graad van concentratie van de toegewezen bedragen bij een of verschillende cliënten, als hun aanvaarde offertes 40% van het toegewezen bedrag overstijgen. Tevens wordt de grens van 40% per lijn berekend.

## 4.2 Controle op de primary dealers

### 4.2.1 Voor 1999

Tot in 1998 werden de primary dealers zowel maandelijks als jaarlijks gecontroleerd. De maandelijks controle betrof de secundaire markt op grond van de gegevens van de vier voorgaande maanden, terwijl de jaarlijkse controle een globale evaluatie van hun activiteit op de primaire en de secundaire markt omvatte. Daartoe bepaalde het lastenboek dat *de Schatkist bij de beoordeling van de algemene activiteit van de primary dealer rekening zal houden met zijn interventies in de andere afgeleide producten die met de waarden van de Schatkist verbonden zijn, zoals de repo's, de strips en de opties*.

De maandelijks controle stelde op het activiteitenverslag van de primary dealers, dat hun verrichtingen op de primaire en secundaire markt omvatte. De controle kon een weerslag hebben op de deelname van de primary dealers aan de inschrijvingen buiten mededinging. De wijziging van de mogelijkheden aan de inschrijvingen buiten mededinging deel te nemen door een verhoging, een vermindering of een schorsing bij wijze van sanctie, was niet automatisch van aard. Volgens de Schatkist werden die wijzigingen evenwel steeds toegepast, ook bij wijze van sanctie.

<sup>33</sup> Zie punt 3.2.3. supra.

Het blijkt dat de jaarlijkse evaluatiebrief die de primary dealers kregen mee- gedeeld, enkel de verplichtingen inzake de deelname aan de primaire en secundaire markt, uitdrukkelijk behandelde. Aan de andere verplichtingen werd volgens de Schatkist een controle gewijd. Het Rekenhof heeft erop gewezen dat de realiteit en de draagwijdte van die controle daardoor thans niet kan worden geëvalueerd.

Inzake sancties in het kader van de globale evaluatie stipuleerde het lasten- boek dat tot 1998 van toepassing was dat : indien een primary dealer zijn verbintenissen niet vervult en indien de uitleg die hij aan de Schatkist ver- strekt, niet bevredigend is, hij geschorst kan worden of zijn hoedanigheid van primary dealer of bepaalde voordelen die aan dat statuut verbonden zijn, kunnen worden ingetrokken, evenals : hetzelfde geldt indien een pri- mary dealer noteringen zou voorstellen of middelen aanwenden die het hem zouden mogelijk maken aan zijn verplichtingen te ontsnappen. Die sanctie was derhalve niet automatisch van aard. Bovendien bestonden geen vooraf gedefinieerde sancties op grond van de graad van de niet-inachtnem- ing van de verplichtingen. In termen van globale evaluatie werd geen enkele sanctie uitgesproken ten aanzien van een primary dealer, zonder beschikking evenwel over informatie die het mogelijk maakt te weten of de voorwaarden voor het opleggen van sancties al dan niet vervuld waren. Hoewel een primary dealer in 1997 verschillende minimale marktaandelen voor de lineaire obligaties niet in acht nam, werd geen enkele sanctie tegen hem werd genomen, ondanks de uitdrukkelijke vermelding van die tekort- komingen in de evaluatiebrief.

Voor de inachtneming van het minimale marktaandeel op de primaire markt verwees het lastenboek naar de competitieve offertes. Van 1 januari 1993 tot de inwerkingtreding van het nieuwe lastenboek op 1 januari 1999, en op verzoek van sommige primary dealers, werden de omruilingsverrichtingen, hoewel daarvoor de mededinging niet speelt, opgenomen in de valorise- ring van de prestaties van de primary dealers op de primaire markt. Die inaanmerkingneming kon aanleiding geven tot een toegang tot een inschrij- ving buiten mededinging die niet conform was met het lastenboek, aange- zien die toegang afhankelijk moest zijn van de inachtneming door elke pri- mary dealer van het geheel van de minimale marktaandelen. De omruilings- offertes kwamen weliswaar slechts in aanmerking voor de toekenning van de toegang tot de inschrijvingen buiten mededinging, en niet voor de bere- kening van het aldus toegekende bedrag.

#### 4.2.2 Sedert 1999

Sinds 1999 bepaalt het lastenboek dat de controle op de primary dealers zesmaandelijks plaatsvindt en globaal bij het verstrijken van de periode waarvoor het statuut is toegekend, zijnde achttien maand de eerste keer en vervolgens elk jaar.

De zesmaandelijkse evaluatie stoelt op het driemaandelijks activiteitenver- slag en de activiteit van de primary dealers op de primaire en secundaire markten of elke andere vorm van evaluatie. Zoals in punt 2.2 over de primai- re markt werd uiteengezet, werden de mechanismen van vermindering en opschorting van de inschrijvingen buiten mededinging opgeheven.

Het lastenboek bepaalt dat : het resultaat van de evaluatie individueel aan de primary dealers wordt meegedeeld met, eventueel, het verzoek corrige- rende maatregelen te nemen binnen de termijn die de Schatkist bepaalt. Bij

de eerste zesmaandelijke evaluatie, in juni 1999, bleken zes primary dealers in termen van inachtneming van marktaandeelen niet in orde te zijn met de bepalingen van het lastenboek, zonder dat de Schatkist hen verzocht corrigerende maatregelen te treffen. De tweede evaluatie, in december 1999, betrof slechts brutoresultaten, zonder formele beoordeling door de Schatkist.

Het lastenboek bepaalt nog steeds dat : de Schatkist de primary dealer kan bestraffen die ernstig aan zijn verplichtingen tekort komt. In dat geval zijn de sancties : de tijdelijke vermindering of de opschorting van een deel of het geheel van de rechten die aan de primary dealers toegekend zijn en het vervallen van het statuut. Er is echter in geen bepaling voorzien die het mogelijk maakt de term ernstig op een relatieve wijze in te schatten.

Uit de resultaten van de aanbestedingen in de eerste periode waarvoor het statuut werd toegekend (januari 1999 tot juni 2000) blijkt dat vier primary dealers het minimale marktaandeel op de primaire markt voor lineaire obligaties niet in acht namen. Het Rekenhof onderstreept dat de globale evaluatie het mogelijk zal maken de realiteit en de draagwijdte van de toepassing van de daarop betrekking hebbende sancties te beoordelen.

### **4.3 Conclusies**

De wijzigingen die aan het stelsel van de controle op de primary dealers sedert 1 januari 1999, de overgang naar de euromarkt, werden aangebracht, verminderden de dwingende aard van het lastenboek. Dat blijkt uit de opheffing van de mechanismen van vermindering en opheffing van de toegang tot de inschrijvingen buiten mededinging of het ontbreken van een gradatie van sancties voor tekortkomingen. Bovendien bleek de toepassing van het nieuwe stelsel in de loop van de eerste maanden van de toepassing ervan, minder strikt dan de bepalingen van het lastenboek. Wellicht moet die algemene evolutie in verband worden gebracht met de globale context waarmee de Schatkist thans wordt geconfronteerd en waarbij mededinging bestaat met andere soevereine staten-emittenten voor de plaatsing van vergelijkbare leningen in een identieke munt en ten aanzien van inschrijvers die niet meer aan hun thuismarkt gebonden zijn.

De verschillende verplichtingen die ten laste van de primary dealers vallen, zouden sterker moeten worden verbonden met de mogelijkheid voor de Schatkist sancties te treffen in verhouding tot de vastgestelde tekortkomingen.

wettelijk depot	D/2001/1128/8
druk	St-Luc Nazareth
adres	Rekenhof Regentschapsstraat 2 B-1000 Brussel
tel	02-551 81 11
fax	02-551 86 22
website	<a href="http://www.rekenhof.be">http://www.rekenhof.be</a>