

## DOCUMENTATIEBLAD

**INTEGRATIE VAN DE FINANCIËLE MARKTEN  
IN DE EUROPESE UNIE****Luc Coosemans**

Adviseur-generaal van Financiën

***Abstract***

*This article gives an overview of the ongoing process towards the integration of financial markets in the European Union.*

*The creation of an internal market for goods and services, labour and capital as the fundamental objective of the Treaty of Rome has been furthered with the adoption of the Single Market Programme in 1985 at which financial market integration was an important component.*

*The EMU, the introduction of the euro and the policy of the ECB have acted as the powerful catalyst for the acceleration of the integration of the financial markets. In 1999 the Financial Services Action Plan was adopted and in 2005 a White Paper on Financial Services was presented. Important legislative work was done harmonizing organization and regulations in several segments of the financial markets that needed integration.*

*The turmoil in financial markets last August provided a serious test of the new securities based global financial system. It proved that it was not distributing risk away from the banking sector as it appeared to do.*

*The financial crisis stimulated the need for a closer examination of the innovative financial products, the policy of private equity groups and the role and governance of hedgefunds. It also raised questions about the quality of the opinions of rating agencies. Quality control and supervision seem to become again important policy issues.*

**KEYWORDS:** *Financial Markets, Financial integration, Euro Area, Financial Markets and Institutions.*

**JEL CLASSIFICATION NUMBERS:** *G10, F36, N24.*

## 1. INLEIDING

De integratie van de financiële markten in Europa maakt deel uit van de globale, wereldwijde ontwikkeling van de financiële markten, die gedreven wordt en mogelijk gemaakt wordt door de buitengewone vooruitgang in de informatietechnologie, de afnemende communicatiekosten en de grotere standaardisatie van financiële producten.

De integratie van de financiële markten wordt ondersteund door economische overwegingen en door het nastreven van de meest optimale markten.

De voordelen van geïntegreerde markten liggen aan de basis van het economische integratieproces van de Europese Unie. Zij zijn het werkterrein, waarop sinds het verdrag van Rome gestadig vooruitgang wordt geboekt. Deze integratie vergt institutionele, wettelijke en reglementaire acties en beslissingen, die toelaten dat de efficiëntievoordelen van de financiële integratie, die door de economische theorie worden voorgelaten, ook in de praktijk kunnen gerealiseerd worden.

Een belangrijke stap naar de integratie van de financiële markten werd gezet door de realisatie van de Europese monetaire Unie en de invoering van de euro. Een proces van financiële integratie was een voorwaarde voor de opstart van deze monetaire unie.

Tegelijkertijd is de monetaire unie een buitengewoon krachtig sturend element in de verdere financiële integratie via zijn directe effecten van kostenverminderingen, het uitschakelen van wisselkoersrisico's en door het verhogen van de prijstransparantie. Het bereiken van de optimale voordelen uit een monetaire unie vraagt evenwel dat de integratie van de financiële markten in de Europese unie verder gaat. Dit vraagt een continu en gericht beleid teneinde met realiteitszin maar ook met veel volutarisme de integratie van de financiële markten verder te zetten.

Nadat ter inleiding de financiële integratie schematisch werd gekaderd in het globaal Europese proces, worden vervolgens schematisch de economische voordelen van een integratie in herinnering gebracht en worden de specifieke effecten van de monetaire unie, de introductie van de euro en de belangrijke rol van de Europese centrale Bank in dit integratieproces overlopen.

De voorbije en de komende integratiepolitiek, gestuurd door de Europese Commissie, wordt omschreven .

De realisaties en de ontwikkelingen op de geïntegreerde markten en de uitdagingen en de belangrijkste zichtbare actieprogramma's van de Europese Commissie worden overlopen. Tenslotte wordt aandacht besteed aan bedreigingen en uitdagingen in dit proces.

## **2. ECONOMISCHE ASPECTEN VAN FINANCIËLE INTEGRATIE**

### **2.1. FINANCIËLE INTEGRATIE EN GROEI**

Om de economische aspecten van financiële integratie te beoordelen is het nodig te analyseren hoe de financiële ontwikkeling zich verhoudt tot economische prestatie. Indien deze relatie positief is kan men stellen dat financiële integratie bijdraagt tot economische prestatie en dat deze laatste op zijn beurt tot een hogere financiële ontwikkeling leidt.

De aandacht die de financiële integratie krijgt in de Europese vooruitgangstrategie toont aan dat er significante economische winsten worden verwacht van één enkel Europees financieel systeem. Empirisch aantonen dat de financiële integratie een daadwerkelijke bijdrage levert aan de versterking van economische prestatie en groei is niet vanzelfsprekend. Levin (1977) had de positieve relatie tussen het functioneren van het financieel systeem en de lange termijn groei aangetoond. Voor economieën in een jonge groeifase is deze relatie vanzelfsprekend. Voor geïndustrialiseerde OESO-landen was de relatie minder duidelijk. De lagere significantie werd toegeschreven aan de moeilijkheden om variabelen te identificeren die relevant waren voor het meten van de efficiëntie van de financiële markten. Ook theoretisch is dit niet makkelijk omdat integratie in wezen een dynamisch proces is.

Het is echter duidelijk dat financiële integratie economische kansen biedt maar tegelijkertijd ook uitdagingen inhoudt. Een van deze uitdagingen is de bedreiging door systeeminstabiliteit. Er bestaat immers enige aanwijzing dat een sterkere globalisatie tijdens de laatste decennia samenging met frequentere financiële crisissen. Meteen rijst de vraag naar de noodzaak van reglementeringen en van toezicht om de stabiliteit van ene geïntegreerde financiële markt te garanderen.

Een stabiel functionerend financieel systeem wordt algemeen vooropgesteld als een voorwaarde opdat een economie haar groeipotentieel zou kunnen realiseren. De economische theoretische analyse verwijst naar de verschillende kanalen waardoor een efficiënt werkend financieel systeem de twee fundamentele bronnen van economische groei kan beïnvloeden namelijk : enerzijds de spaar- en investeringsfactor en de technische vooruitgang anderzijds.

De efficiëntie van het financieel systeem maximaliseert de mogelijkheid voor kapitaalvorming en is tevens noodzakelijk om de technische vooruitgang in het fysisch kapitaal te integreren. In tijden van zeer snelle technische vooruitgang is de snelheid waarmee technologische evolutie geïncorporeerd wordt in de reële economie essentieel voor de groei.

In de traditionele theorie was de rentevoet, die evenwicht bracht tussen sparen en investeren, de belangrijke financiële determinant voor een gestadige groei. Nadien is men ook de architectuur en de werking van het financieel systeem als een groeifactor gaan aanzien.

De gevolgen van “asymmetrische informatie” zijn zeer reëel in de financiële wereld, in de relatie tussen investeerders, spaarders en ontleners in een financieel systeem. Naarmate er meer informatie-asymmetrie bestaat tussen deze actoren is er minder transparantie, werkt de markt minder optimaal, worden minder efficiënte beslissingen genomen, zijn de transactiekosten te hoog en wordt het groeipotentieel negatief beïnvloed.

Naarmate de intermediatie van het spaarwezen meer efficiënt verloopt: namelijk door een afname van de transactiekosten en door een stijging van de opbrengst voor de spaarder, des te meer spaargelden er ter beschikking zullen staan voor productieve investeringen.

Naast de aangroei van de hoeveelheid beschikbaar kapitaal wordt ook door een efficiënt financieel systeem de productiviteit van dit kapitaal versterkt. Hierin spelen drie belangrijke elementen:

1. meer portfolio-diversificatie van de beleggers:  
meer geïntegreerde financiële markten laten een hogere risicospreiding toe zodat beleggers grotere risico's kunnen nemen.
2. de verhoging van de investeringskwaliteit:  
de beschikbaarheid van performante financiële intermediairs versterkt de selectie van de investeringsprojecten, verhoogt hun winstgevendheid en hun bijdrage tot de economische groei.
3. meer lange termijn projecten:  
naarmate de financiële integratie ook zorgt voor een hogere liquiditeit van de financiële markten zullen meer lange-termijninvesteringen, waarvan de duurzame bijdrage tot de groei groter is, mogelijk worden.

## **2.2. ECONOMISCHE GEVOLGEN VAN HET BETER FUNCTIONEREN VAN DE FINANCIËLE MARKTEN DOOR DE INTEGRATIE.**

De financiële integratie in de Europese unie leidt tot de creatie van één zeer grote financiële markt waarin alle actoren, intermediairs, private investeerders en ondernemingen mekaar ontmoeten om hun financiële transacties af te handelen. Alhoewel verschillende fysische marktlocaties blijven bestaan garandeert een verregaande integratie dat alle transacties tussen locaties naadloos verlopen. Dat uit deze haast volmaakte en ruime markt economische voordelen resulteren hoeft geen betoog. Zonder exhaustief te zijn worden een aantal voordelen met respectievelijk macro economische en micro economische finaliteit opgelijst.

### 2.2.2. Macro economische effecten

- De financiële sector heeft een sleutelfunctie in de efficiënte allocatie van financiële middelen en laat de reële sector toe optimaal te groeien. Een geïntegreerde markt maakt mogelijk dat :
  - financiële transacties veilig, betrouwbaar, doeltreffend, efficiënt en economisch worden uitgevoerd dank zij een goede organisatie van de betalings- en afwikkelingssystemen;
  - door een pooling van investeringsmiddelen, de schaalnadelen van gefragmenteerde markten worden tegengegaan;
  - de marktprijzen door het zorgen voor een voldoende liquiditeit in verhouding blijven tot de marktrisico's;
  - de prijzen de werkelijke marktinformatie weerspiegelen;
  - informatie-asymmetrieën worden vermeden.
  - voor de goede werking van een monetaire unie, die als grote invloed het wegvallen van wisselrisico's heeft en door zijn stabiliserend effect een stimulans is voor economische groei, is het onontbeerlijk te kunnen steunen op een geïntegreerde financiële markt:
  - de geïntegreerde markt zorgt voor een goede doorstroming en toepassing van de eengemaakte monetaire politiek;
  - via de monetaire politiek die dankzij een geïntegreerde financiële markt effectief is wordt het algemeen economisch beleid van de Europese Unie mede uitgevoerd;
  - een geïntegreerde financiële markt is belangrijk om financiële stabiliteit te kunnen handhaven:
  - In samenhang met de politiek die in een muntunie wordt gevoerd, laat de financiële integratie toe:
    - door een effectieve reallocatie van middelen specifieke schokken of marktopportunities snel en soepel te beantwoorden;
    - door de diversificatie van portfolio's en meer risicospreiding meer veerkrachtig te blijven :
    - de negatieve gevolgen van lokale financiële schokken te dempen;
    - minder kwetsbaar te zijn voor welvaartseffecten die zouden ontstaan tengevolge van lokale schokken op beleggingsopbrengsten en dus op de inkomsten uit vermogen.

### 2.2.3. Micro economische effecten

- Grotere mededinging tussen de onderscheiden marktplaatsen van aandelen- en obligatiebeurzen zal lagere noterings- en transactiekosten veroorzaken. Concurrentie leidt ook tot technologische vooruitgang van de verhandelingsprocedures met kostenverminderingen als doel.

- Een sterkere mededinging tussen de financiële intermediairs zal resulteren in lagere makelaars- en transactievergoedingen, ook hier zal de kostenbepaaldheid een aanzet tot financiële innovatie zijn.

- Door schaafeffecten kunnen de transactiekosten worden verlaagd bij de beurzen en de financiële intermediairs en zullen de aangerekende kosten voor de beleggers verminderen.

- Voor de ondernemingsfinanciering hebben de firma's de keuze tussen leningfinanciering en financiering via de financiële markten. De verruiming van de financiële markten vergemakkelijkt de financiering voor de ondernemingen. Door de desintermediatie stijgt de competitieve druk. Zij zal de banken mogelijk aanzetten tot lagere rentevoeten en betere leningsvoorwaarden.

- Via meer financiering van het eigen vermogen van ondernemingen via de beursplatformen zal de waarde van een onderneming veel beter gekend zijn en zullen de performantie en de toekomstperspectieven van ondernemingen door de aandelenwaarde duidelijk zijn. Voor beleggers en financiers vergroot de prijstransparantie.

- De verruiming van de financiële markten doet de potentiële vraag stijgen. Investeerders over heel Europa kunnen activa van gelijk welke firma aankopen. Hierdoor krijgt men marktverdieping. Hogere verhandelde of verhandelbare volumes door deze integratie verlagen het liquiditeitsrisico voor de onderneming die effecten aanbiedt. Uit deze theoretische overwegingen blijkt dat er zowel voor de consumenten als ondernemingen winst en voordelen ontstaan zijn uit de financiële integratie.

- Voor de consumenten van financiële producten veroorzaakt de grotere mededinging tussen beurzen en financiële intermediairs lagere transactiekosten. Hierdoor kunnen consumenten sneller en met minder kosten hun portefeuilles aanpassen en hogere rendementen bereiken. Voor de ondernemingen leidt de grotere mededinging tussen intermediairs ook tot minder of lagere verhandelingskosten die investeringsbanken en intermediairs de ondernemingen aanrekenen. Dalende marktprijzen maken het aanhouden van financiële activa en het opnemen van financiële middelen minder duur en verhogen zo de liquiditeit van de markt.

- Grotere markten laten een betere risicospreiding toe. Consumenten kunnen hun portefeuilles zonder risicoverhoging en dus zonder hogere kost beter spreiden, zodat ook voor ondernemingen een daling van de kapitaalkost ontstaat.

- De marktgrootheid laat de ontwikkeling van nieuwe financiële producten toe. Dit komt de consumenten ten goede omdat de financiële intermediairs een aanbod op maat en op vraag kunnen ontwikkelen. Ook voor ondernemingen hebben de marktgrootheid en de grotere mededinging direct positieve effecten omdat zij alternatieve financieringskanalen aanbieden aan lagere kosten.

- De prijszetting op grote, open en ontwikkelde financiële markten is efficiënter. Prijzen zijn transparanter en geven juiste informatie aan de consumenten. Hierdoor daalt hun risico en wordt het voor risico gecorrigeerde rendement hoger. Beter en juistere informatie is er ook voor de ondernemingen, wat leidt tot effectieve prijsvermindering en dus tot een lagere kapitaalkost.

- De grootte van de financiële markt laat toe dat consumenten via het poolen van middelen direct of indirect participeren in ondernemingsactiviteiten met een hoog risico en hieruit opbrengsten kunnen halen die duidelijk boven de gemiddelde marktvergoedingen liggen. Dit helpt de ondernemingen op zoek naar venture capital en zorgt ervoor dat de hoge kostprijs die verbonden is aan het gebruik van hoog risicokapitaal enigszins verlaagd wordt.

## **2.3. KWANTITATIEF ONDERZOEK NAAR DE EFFECTEN VAN DE INTEGRATIE VAN DE FINANCIËLE MARKTEN IN DE EUROPESE UNIE.**

Teneinde wetenschappelijk inzicht te verwerven in de relatie tussen financiële integratie en groei liet de Europese commissie in 2002 twee studies uitvoeren. De eerste, uitgevoerd door London Economics zocht naar een kwantificering van de macro-economische impact van de financiële integratie. De tweede studie van Gianetti heeft een micro-economische benadering en bestudeerde de effecten van de financiële integratie op de financiering en de groei van ondernemingen.

### **2.3.1. Macro-economische impactstudie**

De studie van London Economics kwantificeert de economische effecten van een financiële integratie in de EU via een macro-economische benadering. De studie zoekt naar de voordelen van de integratie van de sterk gediversifieerde nationale financiële stelsels in een pan-europees systeem. Hiervoor worden de statische efficiëntiewinsten geraamd van meer liquide aandelen- en obligatiemarkten. Deze winsten worden bereikt door verbeteringen aan de marktinfrastructuur en door een grotere mededinging tussen de bronnen van directe en indirecte financiering. Efficiëntiewinsten worden bereikt en gemeten via de afname van de transactiekosten, die omgezet worden

in een lagere gebruikskost van het kapitaal. De integratie van de aandelenmarkten leidt tot lagere verhandelingskosten en tot verbeteringen in de clearing en settlement. Bij een integratie van de financiële markten zouden deze factoren tot een daling van de gebruikskost van het kapitaal met ongeveer 50 basispunten leiden. Bij het onderzoek van de implicaties van de integratie van de obligatiemarkten gebeurde het onderzoek op grond van 4 determinanten namelijk: de risicovrije referentieopbrengst, de spread van het kredietrisico voor de ondernemingen, de uitgiftekosten en de verhandelingskosten (op de secundaire markt).

De kredietrisicospread voor ondernemingen, die de enige significante verklarende variabele ingevolge schaaleffecten is, zou een effect hebben van 40 basispunten op de kostprijs van de obligatiefinanciering van ondernemingen. Door middel van een macro-economisch model werd de statistische impact van lagere gebruikskosten voor kapitaal geraamd op een BBP groei van 1,1% op langere termijn, met een stijging van het investeringsniveau met 6%, een toename van de private consumptie met 0,8% en van de tewerkstelling met 0,5%.

De auteurs suggereren een versterking van deze resultaten naarmate dynamische aanpassingen in het model worden geïntroduceerd (London Economics, p. 134).

### **2.3.2. Micro-economische impactstudie**

De tweede studie van Gianetti et al. (2002) benadrukt de problematiek van de effecten van de integratie van de financiële markten vanuit een micro-economische invalshoek. Zij zoekt naar een relatie tussen de integratie van de financiële markten en de ondernemingsgroei. De graad van financiële ontwikkeling wordt eerst vastgesteld en gemeten op grond van de efficiëntie en de omvang van het financieel systeem. De impact van de financiële integratie wordt ten overstaande van de beginsituatie berekend. Deze is positief zowel kwantitatief als kwalitatief: kwantitatief door de toegang tot grotere markten, tot buitenlandse markten en buitenlandse leningfinanciering “kwalitatief” door betere financiële instellingen.

Econometrische analyse raamt de groei-effecten van een hogere financiële integratie, en dit zowel op firma- als op sectorniveau.

Uit de studie besluit Gianetti (p.50) dat het optrekken van het niveau van integratie van de financiële markten tot de voorwaarden die Amerikaanse firma's op de USA-markt genieten tot een groei van de verwerkende industrie met net geen 1% per jaar leidt. Zoals vele modelmatige studies moet er bij het gebruik van de resultaten rekening gehouden worden met statistische onzekerheden en data onzuiverheden.

De conclusies mogen als indicatief beschouwd worden en bevestigen de ratio van de theoretische onderbouw van de financiële integratie. Het zuiver vaststellen en meten van de effecten op de economische ontwikkeling van de integratie van de financiële markten wordt bemoeilijkt door de impact van andere factoren en beleidsmaatregelen, die het beleid van financiële integratie flankeren.

### **3. HET PROCES VAN INTEGRATIE VAN DE FINANCIËLE MARKTEN IN DE EUROPESE UNIE**

#### **3.1. STUWENDE KRACHTEN**

De analyse van de vooruitgang van het financieel integratieproces dat op de Europese financiële markten aan de gang is, leert dat er schematisch drie krachten dit proces sturen en sturen.

- Eerst zijn er de krachten van een vrije openmarkteconomie die er voor zorgen dat via mededinging versterkte lage intermediatiekosten worden bereikt op de financiële markten. Schaafeffecten treden op, inefficiënties worden weggewerkt en consolidaties ontstaan voor zover deze niet door regulering onmogelijk worden gemaakt.
- Naast de marktkrachten, die door de individuele marktsectoren worden gegenereerd, treedt in de financiële sector een integratie op die gestuurd wordt door de gemeenschappelijke belangen van de actoren. Afspraken en overeenkomsten over technische aspecten van financiële instrumenten of tot vastleggen van gemeenschappelijke praktijken dragen bij tot een harmonisering van de marktpraktijken. Op de Europese financiële markten ontstonden zo de EURIBOR, EONIA en de EUREPO.
- Het causaal verband tussen financiële ontwikkeling, financiële integratie, en economische groei waarvan hierboven sprake, leidt tot verregaande effecten in de reële economie. Innovatie en innovatieve investeringen die door de financiële integratie vergemakkelijkt worden houden een evolutie in van de risicopatronen in de financiële markten. Schaafeffecten maken de risico's groter voor het geïntegreerd netwerk, waarin de financiële stromen plaatshebben. Zij verhogen de kans van snelle internationale besmetting van de financiële markten.

Regeringen, centrale banken en toezichtinstellingen worden verplicht om nieuwe toezichtsmechanismen in te stellen en regelingen uit te bouwen om het overzien en het analyseren van de financiële ontwikkelingen mogelijk te maken. Naast het prudentieel toezicht op het niveau van de financiële onderneming moet het macro-prudentieel toezicht toelaten tijdig zicht te krijgen op potentiële bedreigingen die de evenwichtsituaties in de financiële markten zouden kunnen verstoren.

Voor het goed en veilig functioneren van de financiële markten is er een overheidsorganisatie nodig, want het vrije spel van de marktkrachten op de financiële wereld noch gezamenlijke acties van de private sector zijn in staat om het integratieproces te stroomlijnen en te bewaken.

Daarnaast heeft de overheid de exclusieve en essentiële verantwoordelijkheid om een algemene reglementering en wetgeving op te zetten om de werking van een eenheidsmarkt voor financiële transacties mogelijk te maken.

### **3.2. FINANCIËLE GLOBALISERING**

Financiële globalisering is na de tweede wereldoorlog later dan de handelsintegratie begonnen. Internationale handel is uiteraard een belangrijke factor die de financiële integratie op een directe maar ook op een indirecte manier stimuleert. Op een directe manier via de afhandeling van handelstekorten en surplussen. Ook onrechtstreeks, sinds de jaren tachtig zijn de financiële stromen veel sterker dan de handelsstromen gestegen in de geïndustrialiseerde landen door de opbouw van buitenlandse activa en passiva. Een belangrijk element hierin was de groei van de directe buitenlandse investeringen later gevolgd door de kapitaalstromen die verband houden met de hele ondernemingspolitiek van internationale fusies en overnames van bedrijven.

De laatste en jongste fase die we op de internationale financiële markten vaststellen is deze van de versterkte internationalisering van de portfolio-investeringen met name aandelen, obligaties, allerhande fondsen en private vermogens, die in het kader van een grotere mobiliteit en verhandelbaarheid door een grotere openheid en financiële integratie van de wereldmarkten hun weg zoeken naar rendement.

### **3.3. MIJLPALEN IN DE INTEGRATIE**

Een aantal belangrijke integratieprocessen hebben het mogelijk gemaakt dat in Europa de integratie van de financiële markten opgestart werd en thans op een versnelde manier doorgevoerd wordt.

De GATT-overeenkomst van 1948 heeft na zeven rondes van multilaterale handelsnegotiatie de handelstarieven en belemmeringen drastisch doen dalen en dit voor een steeds groeiend aantal landen. Dit heeft de ontwikkeling van internationale handelsstromen mee mogelijk gemaakt. De groeiende rol van de dienstensector, waarin ook financiële diensten zitten, is boven de 20% van de globale handel gestegen. In tegenstelling tot de multilaterale tariefverminderingen voor handel in goederen werden kapitaalcontroles relatief lang in stand gehouden door sommige landen. De Bretton Woods overeenkomst (1944) voorzag trouwens enkel convertibiliteit voor de financiering van verrichtingen op de lopende rekening van de betalingsbalans en niet voor bewegingen op de kapitaalbalans. Dit heeft uiteraard de snelle afbouw van barrières op de geld- en kapitaalmarkten minder sterk gestimuleerd.

In het proces van de Europese éénmaking dat nu reeds 50 jaar loopt, heeft de integratie van de financiële markten binnen de EU tijdens de laatste 25 jaar de politieke aandacht gekregen die nodig was om de interne markt en de monetaire unie mogelijk te maken.

Het EGKS-verdrag (1951) was een belangrijke factor, een voorbeeld van overdracht van autonomie inzake bepaalde economische bevoegdheden van de lidstaten aan een supra-nationale autoriteit voor de creatie van de Europese Economische Gemeenschap (1957) met een verbetering van de welvaart en een nauwere samenwerking tussen de lidstaten als doel en met een gemeenschappelijke markt en een harmonisatie van het beleid van de lidstaten als belangrijkste middel.

Alhoewel reeds in 1968 een douane-unie tot stand komt blijkt dat nadien een gebrek aan harmonisatie van het beleid de verdere integratie belemmert. Allerhande non tarifaire maatregelen blijven het vrije verkeer in de EEG in de weg te staan.

Met het Witboek over de voltooiing van de interne markt heeft de Europese Commis-

sie in 1985 het integratieproces nieuw leven ingeblazen. Alle barrières voor handel tussen lidstaten zouden voor 1992 verwijderd worden. De Europese Akte van 1986 opende de weg voor de maatregelen die de interne markt zouden realiseren. Zes jaar later in 1992 wordt door het verdrag van Maastricht de Europese Unie als opvolger van de EEG de mogelijkheid gegeven om een Economische en Monetaire Unie, het fundament voor de euro, op te richten en de interne markt te voltooien. De oprichting van de ECB en de invoering van de euro in 1999 in de eurozone wordt een hoeksteen voor de financiële integratie. De realisatie van de interne markt in de EU is het streven om transacties tussen de lidstaten zo soepel mogelijk te laten verlopen door het opheffen van allerhande belemmeringen. Tarieven, quota en andere directe belemmeringen zijn ondertussen afgeschaft (negatieve integratie). Er blijven echter heel wat nationale reguleringen bestaan die indirect de realisatie van de interne markt in de weg staan. Het wegwerken of het normaliseren van deze reguleringen, positieve integratie genoemd, is nodig in elk van de vier grote domeinen van het vrije verkeer in de Europese Unie: het vrij verkeer van goederen, van diensten, van arbeid en van kapitaal.

De integratie van de financiële markten van de EU heeft zich bijgevolg afgespeeld in een omgeving en in een optiek van de realisatie van de interne markt en tegelijkertijd ook van de oprichting van de monetaire unie en de invoering van de euro. Een monetaire unie is de ultieme integratie van de valutamarkten. Formele belemmeringen voor internationaal kapitaalverkeer bestaan nauwelijks meer, zeker niet binnen de eurozone. Toch blijven er belemmeringen voor het vrij kapitaalverkeer bestaan zij het meestal op indirecte wijze. Zo kan belastingconcurrentie op ondernemingsvlak de principes en de voordelen van het vrije kapitaalverkeer verstoren. Op het vlak van de financiële diensten is de realisatie van de interne markt voorsnog niet bereikt.

Het is een omvangrijke taak die het nodig maakt zeer diverse nationale regelingen om te buigen tot geharmoniseerde systemen die de volledige integratie toelaten. Dit is niet enkel een technisch proces maar ook een politiek proces dat heel wat overleg, wetgevend werk en implementatietijd vraagt.

## **4. DE POLITIEKE INITIATIEVEN**

### **4.1. EEN VERKORT OVERZICHT**

Het Witboek van 1985 over het realiseren van de interne markt was de aanzet tot een hele reeks initiatieven om de financiële markten te liberaliseren en de integratie van de financiële markten in de Europese Unie te activeren. Vrij snel werd voor de bankwereld de Tweede Bank Coördinatie richtlijn van kracht waarin het principe van de wederzijdse erkenning werd geformaliseerd en de banken een paspoort bezorgde dat hun toeliet om hun diensten in de hele Europese Unie mogelijk te maken en de kapitaalverplichtingen van de Europese vestigingen afschafte. Gelijkaardige vooruitgang werd ook op de verzekeringsmarkt geboekt en zou voor een meer open markt zorgen. Nadat de Europese Commissie het “risicoactieplan” had voorbereid teneinde venture-capital investeringen te stimuleren door het wegnemen van institutionele, re-

gulatorische en taxatiebelemmeringen en teneinde de KMO's en hoog technologische ondernemingen te ondersteunen, maakte de Europese Raad in Cardiff (1998) van de goede werking van de financiële markten een topprioriteit. De Raad stelde dat de integratie van de financiële markten een voorwaarde is voor grotere efficiëntie en dit niet enkel voor de financiële sector zelf maar ook voor de economie in zijn geheel.

De Europese commissie heeft om deze fundamentele doelstelling te realiseren een Actieplan voor financiële diensten (APFD) of Financial Services Actionplan (FSAP) opgezet (aanvaard door de Europese Raad in 1998). Hierin werden 41 specifieke maatregelen opgenomen om de integratie van de financiële markten via een wettelijk kader van richtlijnen en mededelingen te bevorderen in de periode 1999-2005.

De Europese Raad van Lissabon (2000) maakte de financiële marktintegratie één van de pilaren van de economische en sociale agenda. Het risico-kapitaalactieplan en de elementen van het FSAP i.v.m. de aandelenmarkten zouden voor 2003 moeten gerealiseerd zijn en het hele FSAP moest tegen 2005 volledig geïmplementeerd zijn, inclusief de transpositie in de nationale wetgevingen van de lidstaten.

Teneinde de realisatie van het FSAP te versnellen werd (2000) een comité van wijzen opgericht dat onder leiding van A. Lamfalussy voorstellen zou formuleren om harmonisatie en convergentie te brengen in de reglementeringen in verband met de aandelenmarkten. Dit comité stelde aanpassingen voor in verband met de besluitvorming op gemeenschapsniveau.

In december 2005 maakte de Commissie haar verdere beleidsobjectieven bekend in een witboek over het financiële dienstenbeleid in de komende vijf jaar 2005-2010. De leidmotieven van het witboek waren het consolideren van de gemaakte vorderingen in het FSAP, het wegwerken van de resterende belemmeringen en het verbeteren van de wetgeving en het toezicht.

De realisaties van het FSAP en van het witboek 2005-2010 steunen uiteraard op extensief studiewerk. Hierin zijn de werkzaamheden van de expertengroepen, die respectievelijk onder leiding van Alberto Giovannini en van Alexandre Lamfalussy werden uitgevoerd erg belangrijk.

De succesvolle invoering van de euro op 1 januari 1999 in 11 van de toen 15 lidstaten van de EU met de voorafgaande werkzaamheden zijn om hiertoe te komen uiteraard de belangrijkste drijvend geweest voor de recente Europese marktintegratie. De invoering van de euro vestigt de aandacht van de beleidsmakers op de nood aan een efficiënte en operationele infrastructuur van financiële markten en genereert bij de marktspelers de wil om de financiële marktintegratie te stimuleren. Voor de realisatie van de operationele infrastructuur van de financiële markten blijft de ECB evenwel ook afhankelijk van het werk van de Europese Commissie en van de regeling en de maatregelen die door de Commissie uitgewerkt worden.

## **4.2. DE BEGELEIDENDE STUDIES VAN EXPERTEN**

### **4.2.2. De Giovanninigroep**

In 1996 werd de Giovannini groep opgericht om de Commissie te adviseren m.b.t. de financiële integratie in de EU en m.b.t. de efficiëntie van de financiële markten in euro.

Experten die onder leiding van Giovannini werkten leverden 3 rapporten af. Het eerste 1997 handelde over de introductie van de euro op de kapitaalmarkten. Dit rapport droeg

bij om een gezamenlijke benadering te krijgen in de omzetting van overheidsschuld naar euro en in het opzetten van gezamenlijke afspraken voor de obligatiemarkten in het euro-gebied. Een tweede rapport (1999) behandelde problemen in de repomarkt van de EU ontstaan uit verschillen tussen lidstaten in infrastructuur, marktpraktijken en wettelijke en fiscale kaders.

In een derde rapport (2000) werden de mogelijkheden voor een grotere efficiëntie van de markt van de overheidsobligaties in euro en van een versterking van de coördinatie inzake uitgifte van effecten onderzocht.

De problemen inzake grensoverschrijdende clearing and settlement, verrekening en afhandeling werden beschreven en voorstellen tot verlaging van de kosten en versterking van de efficiëntie werden geformuleerd. Ook de Lamfalussy groep besteedde hier aandacht aan.

#### **4.2.3. De Lamfalussygroep**

Half 2000 kreeg deze groep de opdracht van de EU commissie om de effectenmarkten in de Europese Unie te onderzoeken:

- de van kracht zijnde werking van deze markt vast te stellen met het oog op het inwerking treden van een regulering van de aandelenmarkt in de Europese unie;
- vast te leggen op welke wijze het reguleringsmechanisme van de effectenmarkt best kan afgestemd worden op de evolutie en de dynamiek in deze markt onder andere de alliantie of de fusie van de beurzen (Europese of niet Europese);
- hoe barrières en hinderpalen weggewerkt moesten worden om convergenties en samenwerking op de markten te verzekeren;

De Lamfalussy-benadering van de EU financiële reglementering is baanbrekend geweest voor de realisatie van de financiële integratie in de EU.

Het FSAP was een essentiële stap in de creatie van een geïntegreerde financiële markt. Maar dit plan zou weinig tastbare resultaten krijgen zonder een consistente invoering en het opleggen van de Europese beslissingen in de lidstaten. In de periode, die de invoering van de euro voorafging, was de implementatieduur van maatregelen inzake financiële integratie ronduit ontgoochelend. Periodes van meer dan 3 jaar tussen het commissievoorstel en de transpositie in nationale wetgevingen waren niet langer merkbaar in materies met eigen dynamische en snelle evoluties. Daarenboven bleek de EU wetgeving te detaillistisch.

Eerst m.b.t. de aandelenmarkten maar nadien ook inzake banking, verzekeringen, vermogensbeheer en pensioenen werd een nieuwe wetgevingsprocedure op 4 niveaus ingesteld zodat sneller vooruitgang kon bereikt worden.

Lamfalussy gaf in zijn viertrapsmodel de Europese toezichthouders een essentiële rol niet alleen op het gebied van nieuwe wetgeving maar ook bij de harmonisatie van het daadwerkelijk toezicht. Daartoe werden twee nieuwe comité's opgericht: de European Securities committee (ESC) en het Comité of Securities Regulators (CESR) waarbij het ESC voorstellen aan de EU-Commissie formuleert na advies van de CESR.

Op het eerste niveau komen de richtlijnen en verordeningen van de Europese Commissie, namelijk kaderregels, die doorgaans onderwerp zijn van politieke discussie in de Europese Raad en van medebeslissing door het Europees parlement.

Op het tweede niveau gaat het om toepassing van de wetgeving. Het gaat om maatregelen die de kaderregels van niveau 1 uitvoeren. Hierin heeft het ESC een regulerende functie en heeft het CESR een belangrijke voorafgaandelijke consultatieve en adviserende opdracht.

Op niveau 3 worden wetgeving van niveau 1 en 2 in nationale wetgeving van de lidstaten omgezet mede op grond van de versterkte samenwerking die is ontstaan tussen de nationale effectenregulatoren.

Op het vierde niveau situeert zich de bewaking van en het opleggen van de Europese wetgeving door de Commissie.

Dit Lamfalussy raamwerk, dat door de Europese Raad van Stockholm (maart 2001) werd aanvaard, wordt gebruikt doorheen de hele realisatie van het FSAP.

### **4.3. ACTIES VAN DE EUROPESE COMMISSIE**

#### **4.3.1. Nood aan beleidsmaatregelen**

Bij het begin van de planning van de interne markt in het midden van de jaren 1980 zijn de inspanningen om de verschillende nationale financiële systemen in de Europese Unie te integreren, begonnen.

Van bij het begin was het de bedoeling om via efficiëntie-winsten van een geïntegreerd europees-financieel stelsel tot hogere duurzame groei en tewerkstelling te komen in de EU. Ondanks het liberaliseren van de kapitaalbewegingen binnen de EU en substantiële vooruitgang in de creatie van een geïntegreerde markt voor goederen bleef het interne marktprogramma minder succesvol inzake diensten, meer bepaald de financiële diensten.

De invoering van de euro heeft geleid tot meer grensoverschrijdende financiële activiteit en heeft de dringende nood aan integratie van de nationale financiële stelsels aangetoond.

Naast de acties verbonden aan de oprichting van de EMU, de invoering van de euro en de oprichting van de ECB waren er parallel twee grote initiatieven nodig van de EU Commissie om de spontane ontwikkelingen op de Europese financiële markten te versterken en in een tijds kader tot operationele resultaten te leiden namelijk : het Financial Actionplan en de beleidsnota 2005-2010, opgenomen in een witboek. Ingevolge de evolutie op de fondsenmarkten maakte de Commissie van de aanpassing van haar bestaande wetgeving een prioriteit via een witboek over de interne markt voor beleggingsfondsen.

#### **4.3.2. Het “Financial Services Action plan” Het Actieplan voor financiële diensten (APFD).**

In dit plan werden 3 strategische doelstellingen geformuleerd :

- totstandbrenging van een ééngemaakte wholesalemarkt in de EU voor financiële diensten;

- zorgen voor open en veilige markten voor deposanten en verzekeringnemers (retailmarkten);
- opzetten van bijdetijdse prudentiële regels en controle;

Aan deze lijst werd nog een vierde algemene doelstelling toegevoegd met als taak de algemene voorwaarden voor een optimale financiële interne markt te scheppen.

In totaal werden 43 wetgevende maatregelen voorgesteld. Voor de realisatie van de eerste doelstelling m.b.t. de wholesale markten werden 19 maatregelen uitgewerkt om het verwerven van kapitaal in een globale EU-markt mogelijk te maken.

Hiervoor werd er op zes terreinen gewerkt:

- totstandkoming van een gemeenschappelijk rechtskader voor geïntegreerde effecten en dividendenmarkten zodat het aanbod van grensoverschrijdende beleggingsdiensten mogelijk is;
- het opheffen van de belemmeringen voor het aantrekken van kapitaal in de gehele unie via richtlijnen omtrent informatieverstrekking (prospectus) bij openbare aanbieding;
- evolueren naar één stel van regels voor de financiële verslaggeving van beursgenoteerde ondernemingen (internationale boekhoudstandaarden en standaarden voor accountantscontrole);
- scheppen van een rechtskader voor een interne markt voor aanvullende pensioenfondsen met een stringent bedrijfseconomisch toezicht;
- rechtszekerheid verzekeren voor grensoverschrijdende effectenhandel, grensoverschrijdend onderpand en een geïntegreerd afhandelingsstelsel voor effecten;
- veilig en transparant klimaat voor grensoverschrijdende herstructureringen (overnames en fusies).

Voor het realiseren van de tweede doelstelling inzake de retailmarkten worden 9 maatregelen genomen die op 6 essentiële actierreinen betrekking hebben:

- bij het aanbieden van financiële diensten moet de transparantie en de toegang tot volledige informatie voor de klanten gegarandeerd zijn;
- aangepaste en efficiënte gerechtelijke en buitengerechtelijke procedures voorzien ten voordele van de consumenten bij grensoverschrijdende activiteiten;
- een evenwichtige toepassing van de consumentenbeschermingsregels garanderen;
- vergemakkelijken van grensoverschrijdende elektronische handel van financiële producten;

- het opzetten van een gemeenschappelijk regelkader voor grensoverschrijdende handel in verzekeringsdiensten;
- vergemakkelijken van grensoverschrijdende betalingen op een efficiëntere en goedkope wijze.

Voor de derde doelstelling inzake prudentieel toezicht waren 10 maatregelen voorzien. Om de financiële risico's, systeemrisico en institutioneel risico binnen de perken te houden waren er:

- nieuwe kapitaalvereisten nodig voor banken (Bazel II) en voor verzekeringsinstellingen (Solvabiliteit II);
- toezichtsregels op financiële conglomeraten nodig.

De vierde algemene doelstelling beoogde de algemene omgevingsfactoren voor een optimale financiële markt. Onder deze hoofding werden 5 objectieven nagestreefd die vooral betrekking hadden op belastingaspecten, belastingharmonisatie en regelingen voor een beter ondernemingsbestuur.

Tijdens de uitvoerings- en implementatieperiode van dit plan 1999-2004 werd de realisatie van dit plan nauwgezet opgevolgd. Op grond van tussentijdse opvolgingsverslagen heeft de Commissie gepoogd duidelijk te rapporteren over de vooruitgang van dit ambitieuze plan en werd telkens aangegeven welke de aandachtspunten waren waarvoor prioritaire wetgevingswerkzaamheden nodig waren. In het voortgangsverslag 2004-2005 samengesteld door de diensten van de Commissie werd vastgesteld dat de uitvoering van de beoogde maatregelen 98% bedroeg. De wijze waarop het FSAP werd gerealiseerd is thans het voorwerp van uitgebreide consultaties bij de stakeholders in dit dossier. In de Commissiedocumenten, waarin de evaluatie wordt samengebracht, is het duidelijk dat de transpositie van de nieuwe regelgeving van het FSAP in de nationale wetgeving van de lidstaten zeer traag verloopt. Voor de opvolging van dit FSAP beschikt de Europese Commissie over vooruitgang-rapporten. Daarnaast volgt zij via een Financial Integration Monitor de evoluties op de Europese financiële markten en rapporteert hieruit over de integratie van de markt.

#### **4.3.3. Witboek over financiële diensten 2005-2010**

De maatregelen voorzien in het FSAP zijn in uitvoering. Het FSAP heeft de wettelijke fundamenten gelegd voor vele segmenten van de Europese financiële markt. Wereldwijd zijn de kapitaalmarkten in volle expansie (bedrijfsobligaties, overnames en fusies, openbare overname-aanbiedingen). Aandelenmarkten groeien en de financiële ondernemingen zijn krachtig en winstgevend. In deze context is de integratie van de financiële markten in de EU de beste manier om de mededinging van de Europese industrie te stimuleren in een globale wereld.

In de voorbije jaren was grote vooruitgang geboekt in de wholesalemarkt. De retailmarkten bleven echter erg opgesplitst. Hieraan wenst de Commissie tijdens de periode

2005-2010 aandacht te besteden.

De krachtlijnen van haar beleid, die de Commissie in haar witboek uiteenzet, zijn:

- het consolideren van de reeds gemaakte vorderingen;
- het afhandelen van nog hangende kwesties;
- het bevorderen van de samenwerking en convergentie op toezichtgebied;
- het wegwerken van de resterende belemmeringen voor de integratie;
- de verwezenlijking op een dynamische wijze consolideren.

De doelstellingen en acties van het APFD blijken gegrond, daarom blijft het de bedoeling deze krachtig verder te zetten en de maatregelen verder in nationale wetgevingen verder te zetten en hierover stelselmatig te rapporteren.

- De verbetering van de EU regelgeving wordt nagestreefd via open en transparant overleg, via effectenbeoordelingen bij alle voorstellen van de Commissie en via een evaluatie achteraf, de zogenaamde Financial Integration Monitor.
- Het bevorderen en verder uitbouwen van de samenwerking en de convergentie op vlak van het toezichtgebied moet worden versterkt door antwoorden te bieden op volgende uitdagingen:
  - er moet meer duidelijkheid gebracht worden in de verhoudingen tussen de toezichthouder van het land van herkomst en deze van het land van bestemming zodat eventuele besmettingsrisico's effectief en snel kunnen aangepakt worden;
  - het toezicht op ondernemingen of groepen die in meerdere landen actief zijn veronderstelt een paneuropese toezichtcultuur;
  - ter bevordering van de efficiëntie van het toezicht dienen gestroomlijnde, niet bezwarende rapportagesystemen ingesteld te worden. De IFRS (international financial reporting standards) en de richtlijn betreffende de markten voor financiële instrumenten (MIFID) dragen bij tot de rationalisatie van de rapportage.
- De belangrijke wetgevingsactiviteiten voor de periode 2005-2010 situeren zich inzake retailbankieren bij de publicatie van een witboek over hypothecair krediet (groenboek 2005) en via een richtlijn (2005) over het consumentenkrediet om voor de consumenten een echte interne markt tot stand te brengen en een betere bescherming te bieden.  
De richtlijn betreffende betalingsdienst moet tot intensievere concurrentie leiden en voor de gebruikers meer duidelijkheid verschaffen over hun rechten en plichten. Hierdoor wordt het zeer ingrijpende initiatief om tegen 2010 een ééngemaakte betalingsruimte te hebben ondersteund (SEPA : Single European Payment Area).  
Met het project solvabiliteit II wordt beoogd de regelgeving voor en het toezicht op het verzekeringsbedrijf in de EU grondig te moderniseren. Hierbij is het naar analogie met de Bazel II akkoorden de bedoeling

dat de solvabiliteitsvereisten voor verzekeringsondernemingen worden berekend op grond van de gelopen risico's.

Grensoverschrijdende clearing en afwikkelingsinfrastructuur zijn veel duurder dan nationale maar niet even veilig en efficiënt en daarenboven erg duur voor de consument. De uitdaging hieraan tegemoet te komen via het vaststellen van een kaderrichtlijn moet worden onderzocht en de Commissie heeft een uitgebreide raadpleging opgestart.

#### **4.3.4. Witboek over de interne markt voor beleggingsfondsen**

Sinds de vaststelling van de ICBE-richtlijn (Instellingen voor Collectie voor Beleggingen in Effecten) in 1985 heeft de Europese markt voor beleggingsfondsen een enorme ontwikkeling doorgemaakt. Het aantal fondsen neemt overigens nog steeds toe. Eind 2005 bestonden er ruim 29.000 icbe's. In 2005 vertegenwoordigde het in totaal door EU-beleggingsfondsen beheerde vermogen 59% van het BBP van de EU (5.000 miljard EUR).

Als gevolg van de ingrijpende veranderingen die zich de afgelopen twintig jaar hebben voltrokken, functioneren kernelementen van de richtlijn van 1985 momenteel niet meer naar behoren.

Dit witboek van de Commissie, dat ten doel heeft Richtlijn 85/611/EEG te vereenvoudigen, is gebaseerd op een uitgebreid overleg en debat met consumenten, actoren uit de sector en beleidsmakers, en houdt tevens rekening met de reacties op een Groenboek (2005).

In het witboek worden doelgerichte wijzigingen in het huidige EU-kader voor beleggingsfondsen voorgesteld (de "ICBE-richtlijn"), omdat dit onvoldoende inspeelt op de uitdagingen waarmee de fondsensector vandaag wordt geconfronteerd en aanleiding kan geven tot onnodig hoge nalevingskosten en gemiste beleggingskansen. Met de wijzigingen wordt beoogd de kennisgevingsprocedure te vereenvoudigen, een kader voor grensoverschrijdende fusies van fondsen tot stand te brengen, een kader voor de pooling van activa in te voeren, fondsbeheerders toe te staan in andere lidstaten gevestigde fondsen te beheren, de kwaliteit en relevantie van voor de eindbelegger van essentieel belang zijnde informatiedocumenten te verhogen en de samenwerking tussen toezichthouders te versterken bij de bewaking en beperking van het risico van misbruiken ten aanzien van grensoverschrijdende beleggers. In het witboek wordt ook voorgesteld na te gaan welke de mogelijkheden zijn voor de invoering van een Europese regeling voor "onderhandse plaatsing", die financiële instellingen de gelegenheid zou bieden beleggingsvoorstellen te doen aan gekwalificeerde beleggers uit de gehele EU.

## **5. DE EUROPESE CENTRALE BANK EN DE INTEGRATIE VAN DE FINANCIËLE MARKTEN IN DE EUROPESE UNIE.**

Meestal worden een viertal fundamentele redenen onderscheiden waarom de ECB en het Eurosysteem groot belang hebben bij een verdere integratie van de financiële markten in de EU.

De basisredenen zijn vervat in het Europese verdrag en in de opdrachtverklaring van de ECB. Artikel 105 van het verdrag stelt dat het naast het herstructureren van prijsstabiliteit moet bijdragen tot het algemene economische beleid van de unie om duurzame en niet inflatoire groei te bereiken. Als leidende financiële autoriteit moet de ECB de financiële stabiliteit bewaren en de financiële integratie stimuleren.

De ECB kreeg niet alleen de opdracht mee te werken aan deze integratie. De ECB heeft deze integratie ook nodig om haar basisopdracht als centrale bank zo efficiënt mogelijk te kunnen vervullen.

### **5.1. MONETAIRE POLITIEK**

Voor het voeren van de monetaire politiek is een goed geïntegreerd financieel systeem noodzakelijk. Het monetaire beleid moet immers zijn monetaire stimulansen kunnen doorgeven in het euro-gebied. De groei van financiële integratie is bepalend voor de efficiëntie van deze transmissiemechanismen. De monetaire politiek van de centrale bank verloopt via 2 belangrijke transmissiemechanismen, namelijk via de rentepolitiek en via de kredietpolitiek.

Ontwikkelingen in de intrestvoeten zijn voor bankleningen en deposito's de sturende factor inzake spaar- en financieringsbeslissingen van de huishoudens en de niet monetaire ondernemingen. Ondanks één monetaire politiek blijven er verschillen bestaan in "nationale" rentevoeten. De oorzaken hiervoor liggen dikwijls bij institutionele factoren zoals: belastingstelsels, nationale institutionele aspecten van de kapitaalmarkten, maar ook bij economische aspecten als, schaalgrootte, risicoaspecten. De gevolgen van de asymmetrie in de verschillende nationale markten op de hoogte van de rentevoeten worden door een verdere integratie van de financiële markten afgezwakt. Een versterkte integratie van de bankmarkt (fusies en pooling van middelen) verkleint de heterogeniteit van de rentevoeten.

Ook inzake kredietpolitiek, zal de financiële grensoverschrijdende integratie de beschikbaarheid van kapitaal voor ondernemingen en particulieren sturen, naarmate zij tot gevolg heeft dat er een versterking van de marktfianciering uit ontstaat. Het uitbouwen van de aandelen- en obligatiemarktfianciering ten koste van de bankfianciering kan kostenverlagend werken, maar vermindert anderzijds de directe impact van de kredietpolitiek. Anderzijds werkt de verlaging van de financieringskosten efficiëntieverhogend en draagt dus bij tot de basisdoelstelling van de ECB, met name prijsstabiliteit.

## **5.2. FINANCIËLE STABILITEIT**

Voor een stabiel financieel systeem is het onontbeerlijk dat de financiële markten en financiële instellingen bij machte zijn perverse verstoringen tegen te gaan en op te vangen. Inefficiënties in het financieel systeem verstoren het evenwicht tussen het aanbrengen en het aanwenden van financiële middelen en leiden tot financiële onstabieleit. Meer geïntegreerde financiële markten vergroten de mogelijkheden van financiering en van risicospreiding en van het absorberen van versturende schokken.

De grotere schaal van financiële instellingen (grensoverschrijdend) en de grotere spreiding van hun portefeuilles laten toe de risico's beter te verdelen. Tegelijkertijd zit er in de financiële integratie een groter gevaar voor besmetting. Dit vraagt een hogere waakzaamheid van de ECB over de evolutie en de werking van de financiële markten.

## **5.3. FINANCIËLE INTEGRATIE EN MARKTENINFRASTRUCTUUR**

Enkel wanneer de financiële infrastructuur goed geïntegreerd is kan een ruim financieel systeem soepel functioneren.

Een goed werkend stelsel van vereffening en afhandeling van effectentransacties is hierbij essentieel omdat effecten als onderpand dienen in het systeem van de monetaire beleidsmogelijkheden van de ECB.

De noodzaak van een niet verstoorde werking van de financiële markten voor de goede werking van het monetair beleid, in de euro-zone is niet beperkt tot de afhandeling van effectentransacties, maar strekt zich uit over alle aspecten van de kapitaal- en de geldmarkten en dit zowel voor bedrijven als voor particulieren.

## **5.4. ALGEMENE ECONOMISCHE VOORDELEN**

Het financieel systeem, toen het eurogebied in 1999 operationeel werd, was alles behalve volledig geïntegreerd in al zijn aspecten. De niet-integratie betekende een kost van niet gerealiseerde of gemiste economische groei. Aangezien de ECB zich diende in te schrijven met zijn monetaire politiek van prijsstabiliteit en van financiële stabiliteit in een streven naar duurzame groei was het vanzelfsprekend dat het euro-systeem ten volle alle plannen en doelstellingen van structurele aanpassingen steunde met name het FSAP en het witboek inzake het financiële dienstenbeleid 2005-2010.

## **6. RESULTATEN VAN DE FINANCIËLE INTEGRATIE IN DE EUROPESE UNIE**

### **6.1. SYNERGIE VAN HET BELEID VAN DE ECB EN DE FINANCIËLE INTEGRATIE**

Van de Europese Monetaire Unie werd verwacht dat zij wezenlijk zou bijdragen tot de financiële integratie van de EU. Grote liquide financiële markten zouden mogelijk worden met schaal- en specialisatievoordelen voor de financiële intermediatie.

Zolang er nationale valuta bestonden waren er wisselrisico's, die de transnationale financiële activiteit beperkten.

De prikkel om een paneuropese regeling geheel uit te werken was er minder groot door en zette niet aan tot grotere concurrentie tussen de financiële markten van de lidstaten.

De introductie van de euro veranderde deze situatie duidelijk. Door het wegvallen van de valutarisico's kwamen de alternatieve kosten van het verder gebruik van een gefragmenteerd financieel systeem meer aan het licht en werd de vraag naar transnationale financiële diensten vanuit een economisch standpunt gestimuleerd.

Dit argument zet ook deze landen, die niet tot de eurozone behoren, aan om verder de financiële integratie na te streven. Financiële integratie is echter geen doel op zich. Het is echter een middel om de potentiële groei op te trekken in de economieën van Europese Unie en van het eurogebied.

De impact van de introductie van de euro kan niet afgescheiden worden van andere ontwikkelingen in de Europese Unie en in de wereld. De effecten van de progressieve globalisatie van de financiële systemen wereldwijd zijn niet los te zien van de vooruitgang die geboekt werd door de lidstaten van de Unie om een gezamenlijke interne financiële markt te creëren. Op zijn beurt heeft deze gezamenlijke financiële regeling de mogelijkheid en het succes van de euro versterkt.

### **6.2. INDICATOREN VAN DE GRAAD VAN FINANCIËLE INTEGRATIE IN DE EU**

De mate van vooruitgang van de financiële integratie in de Europese Unie is uiteraard onderwerp voor opvolgingsrapportering.

Enerzijds worden de uitvoering van de grote actieplannen (1999-2005) en de implementatie van deze regelgevingen in de nationale wetgeving opgevolgd en wordt gepoogd de streefdata vervat in het witboek 2005-2010 te halen. Belangrijk is evenwel welke de resultaten zijn die men in de financiële markten kan vaststellen. Deze analyse gebeurt zowel door de Commissie maar ook steeds meer en grondiger door de ECB.

Voor de analyse heeft de ECB, die zich uiteraard richt tot het eurogebied, een stel van indicatoren uitgewerkt, die toelaten evoluties vast te stellen en de graad van integratie in te schatten.

Volgens ECB is de markt voor een gegeven financieel instrument volledig geïntegreerd indien alle economische agenten met dezelfde relevante karakteristieken, die bedrijvig zijn in éénzelfde markt met een eenduidige regeling, gelijke toegang krijgen tot de markt en er ook een gelijke behandeling krijgen. Hierbij gebeurt de meting door prijs-

indicatoren en door volume-indicatoren. Prijsindicatoren meten prijsafwijkingen voor identieke financiële producten. Via de volume-indicatoren poogt men vast te stellen in welke mate de beleggers hun portefeuilles hebben geïnternationaliseerd. Teneinde de vooruitgang van de financiële integratie in eurogebied te duiden wordt een kort overzicht gegeven van de evoluties op de geldmarkt, de obligatiemarkt en de aandelenmarkt, aangevuld met een paar vaststellingen van de bankenkredietmarkt.

### 6.2.1. Geldmarkt

De geldmarkt van het eurogebied, gedefinieerd als de markt voor interbank kortetermijnschuld en korte termijndeposito's kent een erg hoge integratiegraad. Hier kan de integratiegraad gemeten worden op grond van de dispersie van uitleenrenten van de banken in elk marktsegment. In de aanloop naar het eurotijdperk op 1.1.1999 zijn de nominale rentevoeten die tussen de banken aangerekend worden snel naar mekaar toegegroeid.

Op de niet (door verkoop van effecten) gedekte geldmarkt werd bij de introductie van de euro een bijna perfecte integratie bereikt. De standaarddeviatie op de EONIA (European Overnight Index Average : eendaagse ongedekte leningen tussen banken binnen het eurogebied) is sinds 1999 quasi nul. Eénzelfde evolutie kende de EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) (niet door fondsen gedekte leningen tussen banken met een bepaalde looptijd).

De repo-marktsector, (EUREPO) door fondsen gedekte leningen tussen banken met een looptijd van 1 tot 12 maanden, die in 2002 werd opgericht kent eveneens een hoge graad van integratie alhoewel elementen met betrekking tot verschillen in liquiditeits-situatie wel voor enige dispersie kunnen zorgen.

De realisatie van deze geldmarkt is uiteraard afhankelijk van de beschikbaarheid van een performant verrekeningssysteem : TARGET (Trans European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfersystem) voor 17 EU-lidstaten.

### 6.2.2. Obligatiemarkten

Een volledige integratie van de obligatiemarkten zou impliceren dat er slechts één prijs bestaat op de markt. Activa met dezelfde risico's en opbrengst zouden een gelijke prijs kennen onafgezien waar de transactie in eurogebied gebeurt. Dit zou leiden tot een convergentie van de obligatierendementen in het eurogebied, vooral gedreven door het verdwijnen van wisselrisico's. Verder zouden ook de opbrengsten op obligaties binnen een groter gebied minder volatiel worden omdat lokale specifieke elementen in een groter geheel door de diversificatiemechanismen geminimaliseerd worden. Zij zijn evenwel niet volledig verdwenen; verschillende studies leiden tot verschillende kredietrisico's en gezien in het eurogebied het wisselkoersrisico is weggefallen heeft dit een verschil in rentevoeten voor gevolg.

Voor de markt van de overheidsobligaties is de graad van renteconvergentie erg hoog. De standaarddeviatie van de spread van de opbrengst op overheidsobligaties t.o.v. de benchmark is sinds 1999 zeer snel naar quasi nul gegaan. Reeds voor het ingaan van de derde fase van de EMU in 1999 was deze convergentie gestart met het nastreven van de Maastricht criteria vooral dan inzake inflatiegraad en begrotingssituatie. De spread boven de Duitse mark evolueerde van 400 tot 700 basispunten in 1992 naar een

niveau van 30 basispunten in 1998. Zelfs de spreads op de overheidsobligaties van de landen, die geen AAA-rating kregen, daalde snel en tenderde naar de benchmark. Deze evolutie duidde erop dat de financiële markt niet bestraffend optrad t.o.v. deze landen met een nog niet gedisciplineerd begrotingsbeleid.

De zeer hoge integratie op de markt van de overheidsobligaties wordt ook geïllustreerd door een beta coëfficiënt van bijna 1 wat erop wijst dat de markt reageert op gemeenschappelijke marktfactoren eerder dan op lokale.

Inzake bedrijfsobligaties tonen de analyse-indicatoren aan dat het deel van de opbrengstspread dat door landen-effecten wordt verklaard haast nihil geworden is, wat dus op een zeer hoge integratie wijst.

De integratie van de obligatiemarkten is niet alleen op grond van de prijsaspecten duidelijk, ook op grond van volumecijfers kan men deze vaststellen. Sinds 1999 maar uiteraard beïnvloed door de conjunctuur en door marktverstoringen (Enron 2002) is er een grote uitgave-activiteit geweest. Daarenboven hebben de monetaire financiële ondernemingen sinds het einde van de jaren '90 tot nu het aanhouden van buitenlandse effecten opgetrokken van 10% tot 60%, wat op een grote diversificatie van de portefeuilles in het eurogebied wijst.

### **6.2.3. Aandelenmarkten**

Vanuit een theoretisch standpunt mocht men verwachten dat de creatie van de Europese Muntunie en de introductie van de euro tot grote integratie van de aandelenmarkten zou leiden. Immers het nastreven van de Maastrichtdoelstellingen zou het meer synchroon verlopen van de conjunctuurcyclus kunnen versterken en dus ook van de bedrijfswinsten. Tegelijkertijd zou de introductie van de euro voor meer transparantie en minder transactie- en informatiekosten voor de beleggers zorgen, wat ook tot meer aandeleninvesteringen en een verruiming en integratie van de markt zou leiden. Daarenboven heeft de euro het wisselkoersrisico geëlimineerd en de facto de markt verruimd. Voeg daarbij dat in de aanloop tot de euro en de creatie van het eurogebied een aantal reglementaire restricties werden opgeheven onder meer inzake het verplicht aanhouden door institutionele beleggers van een bepaald deel van hun activa in eigen munt. De empirische studies, die werden gedaan over de evolutie van dit integratieproces, hadden het moeilijk de verklarende factoren te onderscheiden (informatie, computertechnologie...) en aan te wijzen welk deel hiervan te wijten was aan het eurolidmaatschap. Van een integrerende aandelenmarkt wordt verwacht dat de spreiding van de rendementen in functie van de herkomst (landen) van de aandelen klein zou zijn en dat er eerder een grotere spreiding zou bestaan op grond van een sectorgewijze vergelijking. Dit bleek niet direct zo te zijn. Het heeft tot 2001 geduurd vooraleer de sectorale spreiding van de opbrengsten de op landenherkomst gebaseerde rendementsspreiding overtrof. Sindsdien zijn beide spreidingsratio's aan een snelle daling toe.

Uit andere studies blijkt dat in het eurogebied aandelenmarkten de laatste decennia veel meer gevoeliger geworden zijn voor globale (externe) schokken, wat zou betekenen dat het deel van de rendementen dat het gevolg is van "lokale" factoren kleiner is geworden en dat dus de aandelenmarkten een hogere integratiegraad hebben bereikt.

De kwantitatieve metingen van de integratiegraad van de aandelenmarkten in het eurogebied brachten aan het licht dat tussen 1997 en 2005 de inwoners van het

eurogebied hun aandelenpakketten, uitgegeven in een ander euroland, verdubbeld hebben. Dit wijst op een fundamentele heroriëntering van de houderstructuur en dus op integratie.

#### 6.2.4. Bankmarkten

De bankmarkten in de EU hebben de minst hoge integratiegraad, die daarboven naargelang van de deelmarkten heel gefragmenteerd blijven werken.

Er wordt vastgesteld dat er in de Europese bankensector minder grensoverschrijdende fusies en opslorplingsactiviteit is dan in eigen land. Alhoewel de wholesale activiteiten (interbank) reeds goed geïntegreerd zijn en dat ook de grensoverschrijdende activiteit van de kapitaalmarkten groeit en de fondsentransacties blijven stijgen, blijven niettemin twee belangrijke marktsegmenten in de banksector weinig geïntegreerd.

De markt van de bedrijfsfinancieringen groeit weliswaar. Toch blijft de dispersie van kosten op de uitgiften van bedrijfsobligaties en de “margins” op gesyndiceerde leningen, aangerekend aan bedrijven van het eurogebied, erg veranderlijk. Tegelijkertijd kent de markt van de gesyndiceerde leningen weliswaar een groei.

De markt voor particulieren is nog steeds de meest gefragmenterende markt. De dispersie van de aangerekende interesten bleef relatief hoog vergeleken met de markt voor overheidsobligaties. De standaarddeviatie van de termijndeposito's is relatief laag. Deze voor hypotheekrenten is eveneens belangrijk maar zet toch een dalende beweging in. Deze voor consumptiekredieten blijft hoog en kent vooraansnog geen fundamentele daling.

## 7. UITDAGINGEN EN PRIORITEITEN

Het voorgaande overzicht, waarin summier de evolutie en de graad van integratie in een aantal segmenten van de geld- en kapitaalmarkten werd geschetst, toonde dat de progressie in de verschillende domeinen niet gelijkmatig was. Dit mag niet verwonderen want zij is het gevolg van autonome marktontwikkelingen of van een bewust beleid waarin prioriteiten worden gelegd. Het is onmiskenbaar dat de grootste vooruitgang werd bereikt op de wholesale markten en dat de integratie op de retailmarkten (particulieren en kleine ondernemingen) het minst gevorderd was.

Het opstarten van de EMU en de introductie van de euro hebben voor een quasi totale integratie van de geldmarkten gezorgd. Ook in de obligatie- en aandelenmarkten werd een zeer hoge graad aan integratie bereikt. Op andere domeinen zoals afwikkeling van transacties, beleggingsfondsen en prudentiële controle blijkt de vooruitgang eerder traag.

Versnelde vooruitgang van de integratie vraagt acties op meerdere vlakken. Het vraagt de omzetting van het Financial Services Actionplan (1999-2005) in nationale wetgevingen en de aandacht voor de retailmarkt, de informatie en de bescherming van de consumenten die voorzien zijn in het Witboek inzake financiële diensten (2005-2010), dat thans uitgevoerd wordt. Hierna wordt kort een overzicht gegeven van een aantal belangrijke acties in verschillende stadia van ontwikkeling en realisatie. Projecten die ontstaan vanuit de markt en op initiatief van de marktactoren en met steun van de ECB worden gerealiseerd, zijn namelijk: SEPA en STEP. Door de ECB wordt TARGET 1 en 2 voorbereid. De Europese Commissie realiseert MIFID, bereidt de hypotheek-

marktrichtlijn voor, de richtlijn voor beleggingsfondsen, het project solvabiliteit voor de verzekeringssector en de regelingen voor clearing and settlement. Samen met de ECB zoekt de commissie voor adequate structuren voor supervisie.

### **7.1. SINGLE EUROPEAN PAYMENTS AREA (SEPA)**

Het SEPA initiatief kwam er omdat ondanks de grote vooruitgang in het afhandelen van betalingen door de wholesalemarkten, het aantal verschillende systemen dat operationeel bleef toch slechts langzaam afnam, namelijk van 19 in 1998 naar nog steeds 15 in 2005. Daarenboven bleven de verschillen tussen deze (nationale) betalingssystemen inzake standaarden, infrastructuur, uitvoeringstijden, aangerekende kosten en kwalitatieve dienstverlening erg verschillend.

Om deze verscheidenheid weg te werken en het gebrek aan financiële integratie op de retailmarkt te beantwoorden werd het SEPA-project opgestart. Dit project kwam er op initiatief van de Europese bankindustrie. Dit initiatief vervolledigt de integratie-initiatieven, die voortvloeiden uit Eurostelsysteem en de initiatieven van de Europese Commissie om de praktische, technische en reglementaire belemmeringen voor een efficiënt betalingssysteem in Europa weg te werken.

Het SEPA-project is vooral gericht op betalingen in euro en dus belangrijk voor het euro-gebied maar aangezien ook niet euro-landen meewerken aan het SEPA-project en de SEPA-methodologie toepassen draagt dit project onmiskenbaar bij tot het wegnemen van barrières tussen de munten van de 27 EU-landen. SEPA versterkt de initiatieven van de Commissie voor de realisatie van de interne markt. SEPA schrijft zich dus in in het beleid van Commissie om meer aandacht te besteden aan de particulieren (Witboek 2005-2010) maar richt zich ook tot alle marktactoren betrokken in de betalingsprocessen (particulieren, KMO's, ondernemingen, overheden ...).

Met de zorg voor meer efficiëntie en hogere directe en indirecte transactiekosten beantwoordt dit project aan de realisatie van de Lissabonagenda tot versterking van de concurrentiekracht en de ontwikkeling van de Europese economie. Dit ambitieus project met heel wat consequenties voor alle particulieren werd reeds in 2004 opgestart. De periode van voorbereiding en design van de nieuwe credit- en debettransferschema's, van de betaalkaartenreguleringen van cash verhandelingen en van de verwerkingsinfrastructuur, die hiervoor nodig is, gestandaardiseerd en beveiligd, is nu voltooid. In een tussenfase wordt de lancering van het nieuwe betaalraamwerk voorbereid. Een actieve participatie, van communicatie en van monitoring van de nationale centrale banken is hierbij nodig om op 1 januari 2008 de implementatieperiode te beginnen die eind 2010 erg gevorderd zou moeten zijn.

### **7.2. SHORT TERM EUROPEAN PAPER (STEP)**

Vergeleken met andere delen van de geldmarkt, is de markt voor kortlopende effecten (Short Term European Paper-STEP) zeer gefragmenteerd gebleven. Op initiatief van ACI – The Financial Markets Association en de European Banking Federation (FBE) en hierin gesteund door de ECB (Money market contactgroup) werd het plan opgevat om deze barrières te doorbreken. Het STEP-initiatief poogt de ontwikkeling van een paneuropese korte termijneffectenmarkt tot stand te brengen door het vrijwillig toepassen door de marktspelers van een aantal basisstandaarden. Van bij

het begin (2001) van de voorbereiding van het systeem was de ECB de katalysator in deze marktgedreven harmonisering en verruiming van deze markt, die uiteindelijk in juli 2006 op grond van een basisconventie (juni 2006) officieel van start ging. Nog steeds blijft de ECB (tot juni 2008) samen met een aantal nationale centrale banken technische steun verlenen aan het STEP-secretariaat dat zelf verantwoordelijk blijft voor het bewaken van de goede werking van STEP-markt en voor het opbouwen van statistische gegevens over volume en opbrengsten op deze markt die door de ECB in de toekomst trouwens zullen gepubliceerd worden.

### **7.3. TARGET**

De snelle integratie van de geldmarkt na het inwerking treden van de euro maakt een snelle en soepele en veilige infrastructuur voor het afhandelen van betalingen tussen lidstaten van de muntunie noodzakelijk. Daarom werd TARGET (Trans European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer) opgericht. In een eerste fase zorgen de vereffeningssystemen van de 15 euro nationale centrale banken voor een harmonisatie voor het nieuwe transatiesysteem TARGET 1. In november 2007 moet het nieuw systeem Target 2 operationeel worden. Dit nieuwe platform zal gemeenschappelijk zijn voor de 12 eurolanden en de nieuwe eurolanden zullen hierop kunnen aansluiten. Via dit platform zullen zowel transacties binnen als over de grenzen lopen zowel voor wholesale- als de retailmarkten als voor de interne relaties van banken die in verschillende landen gevestigd zijn. Een gestegen efficiëntie en schaafeffecten moeten tot kostenbesparingen leiden.

### **7.4. MARKETS IN FINANCIAL INSTRUMENTS DIRECTIVE (MIFID)**

De MIFID-richtlijn (2004) die per 1 november 2007 inwerking treedt is één van de hoekstenen van het Financial Services Action Plan 1999-2005, dat ontworpen is om één Europese markt inzake financiële diensten te creëren. Door deze MIFID ontstaat één geïntegreerde markt in financiële producten in de 27 lidstaten van de Europese Unie plus Noorwegen, IJsland en Lichtenstein. In deze éénheidsmarkt komt er een geharmoniseerd kader van regels voor de handel in financiële producten : obligaties, aandelen, beleggingsfondsen, geldmarktinstrumenten en afgeleide producten. De richtlijn geldt niet voor hypotheek en verzekeringen. De richtlijn heeft 3 belangrijke doelstellingen :

- het proces voor de creatie van een eenheidsmarkt inzake beleggingsdiensten vervolledigen;
- antwoord bieden op de innovaties in de effectenmarkten;
- de beleggers te beschermen en grotere zekerheid te geven door het verdiepen van de markten, meer mededinging te organiseren en misbruiken en fraude te verhinderen.

Deze MIFID richtlijn die reeds in 2004 door de Europese Raad en het Europees parlement werd beslist is thans omgezet in nationale wetgeving en vervangt de ISD-richtlijn van 1993. De sleutelementen van de richtlijn zijn :

- Door de regeling van het uniek paspoort is op een firma, die onder de MIFID-richtlijn valt, het principe van het thuisland van toepassing. Eens een firma een paspoort van het thuisland kreeg, kan zij haar diensten aanbieden aan klanten in andere lidstaten op basis van de regeling en de supervisie van het thuisland.
- De klanten worden beschermd. Daartoe krijgen zij in functie van hun persoonlijk profiel en hun eigen risico-aspiraties een beschermingsgraad. Financieel advies, het voorstellen van een financiële transactie moet aan dit profiel getoetst worden.
- Voor het aanvaarden van klantenorders moet alle nodige informatie worden verzameld om de belangen van de klanten het best te dienen (aggregatie van orders);
- Voor de verhandeling van effecten tot stand komt, moet er transparantie zijn over de beste marktvoorwaarden (aankoop en verkoop);
- Na de verhandeling moeten prijzen, volumes en tijdstip van alle verhandelingen worden bekend gemaakt.
- Door “best execution principes” moet de financiële instelling de optimale uitvoering van een order garanderen en moet dit ook aan zijn klanten kunnen aantonen.

## **7.5. INTEGRATIE VAN DE EUROPESE HYPOTHEEKMARKTEN**

De hypotheekmarkt is een van deze segmenten van de geld- en kapitaalmarkt waarin de integratie in de Europese Unie erg gering bleef. Het is een belangrijke sector voor de “retailmarkt”, die in tegenstelling van de wholesalemarkten lokaal bleef, ondanks het feit dat het volume van de markt erg hoog is en grote implicaties heeft voor het beleid van de ECB in de eurogebied.

Hypotheekmarkten zijn zeer belangrijke transmissie- en implementatiekanalen van de monetaire politiek en kunnen belangrijke gevolgen hebben voor de financiële stabiliteit. In het kader van de consultatie over het groenboek dat de Europese Commissie in 2005 voorlegde over het hypothecaire krediet in de EU, was de bijdrage van de ECB belangrijk. Niet enkel de aspecten van informatie, bescherming van de consumenten, de ontleners, de mogelijkheden van een Europese hypothecaire akte maar ook belastingaspecten zijn belangrijk in het initiatief dat de Europese Commissie voorbereidt. De financiering van de Europese hypotheekmarkten is een belangrijk element van de kredietpolitiek en meteen ook voor de reële economie. Een witboek van de Commissie wordt nog in 2007 verwacht.

## **7.6. BELEGGINGSFONDSEN**

Sinds de vaststelling in 1985 van de ICBE-richtlijn (instellingen voor collectieve belegging in effecten), UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) is de markt van de fondsen ingrijpend gewijzigd. De groei was spectaculair zowel voor het aantal ICBE als inzake het belegde vermogen. In het witboek worden doelgerichte wijzigingen in het huidige EU-kader voor beleg-

gingsfondsen voorgesteld (de “Icbe-richtlijn”, omdat deze onvoldoende inspeelt op de uitdagingen waarmee de fondsensector vandaag wordt geconfronteerd en aanleiding kan geven tot onnodig hoge nalevingskosten en gemiste beleggingskansen. Met de wijzigingen wordt beoogd de kennisgevingsprocedure te vereenvoudigen, een kader voor grensoverschrijdende fusies van fondsen tot stand te brengen, een kader voor de pooling van activa in te voeren, fondsbeheerders toe te staan in andere lidstaten gevestigde fondsen te beheren, de kwaliteit en relevantie van voor de eindbelegger van essentieel belang zijnde informatiedocumenten te verhogen en de samenwerking tussen toezichthouders te versterken bij de bewaking en beperking van het risico van misbruiken ten aanzien van grensoverschrijdende beleggers. In het witboek wordt ook voorgesteld na te gaan welke de mogelijkheden zijn voor de invoering van een Europese regeling voor “onderhandse plaatsing”, die financiële instellingen de gelegenheid zou bieden beleggingsvoorstellen te doen aan gekwalificeerde beleggers uit de gehele EU.

In de geest van de MIFID-richtlijn (2004) heeft de aanpassing van de regelgeving ook aandacht voor de belegger. Opdat de eindbelegger van tastbare verbeteringen zou profiteren, dient de sector aan scherpe concurrentie op de interne markt te zijn blootgesteld. Daartoe lijken de volgende twee maatregelen noodzakelijk :

- vereenvoudigd prospectus. Dit instrument voor informatieverschaffing dient te worden verbeterd: het wordt in de eerste plaats geacht een beknopt en begrijpelijk overzicht van de kosten, risico's en verwachte rendementen te verstrekken waar de eindbelegger iets aan heeft;
- distributiesystemen: de belangen van de belegger moeten op de eerste plaats komen. Aangezien fondsdistributie momenteel het grootste kostenbestanddeel van de fondsensector vormt, moeten de distributiesystemen efficiënter functioneren. Beleggers moeten met name kunnen rekenen op een objectieve en professionele verkoop van fondsen via intermediairs.

## **7.7. SOLVABILITEIT II**

Met het project Solvabiliteit II wordt beoogd de regelgeving voor en het toezicht op het verzekeringbedrijf in de EU grondig te moderniseren. Het is de bedoeling dat de solvabiliteitsvereisten voor verzekeringsondernemingen worden berekend op basis van de gelopen risico's. Voorts zullen de verzekeringsverplichtingen (technische voorzieningen) op een meer geharmoniseerde wijze worden berekend en zal de convergentie van de toezichtpraktijken worden bevorderd. Dit project zal de bescherming van de verzekeringnemers verhogen en de kansen van het falen van prudentiële controle verminderen en de aanwending van kapitaal in de verzekeringssector optimaliseren. Een voorstel van richtlijn werd in juli 2007 bekendgemaakt en is begonnen aan een lange consultatieperiode.

## **7.8. CLEARING AND SETTLEMENT**

Ondanks de vraag van de gebruikers, die graag van de schaafeffecten die de euro biedt willen genieten, blijft de hele infrastructuur en het stelsel van regelingen waar de handel van effecten in euro worden afgewikkeld (clearing and settlement,

compensatie en betaling en levering) onvoldoende geïntegreerd. Grensoverschrijdende effectenverhandeling zijn in Europa nog altijd duurder dan een verhandeling in de (geïntegreerde) Amerikaanse markt of binnen de markt van een EU-lidstaat. De huidige clearing en settlement organisatie is zeer efficiënt binnen de eigen landsgrenzen en niet aangepast voor grensoverschrijdende transacties. De Giovannini-groep die in opdracht van de Commissie in 2001-2003 hierover uitvoerig rapporteerde identificeerde, 15 sleutelbarrières, die om technische, legale en fiscale redenen integratie verhinderen. Ook de ECB bestudeert de belangrijkste hinderpalen voor vlotte grensoverschrijdende afwikkeling omdat de onvolmaaktheid van deze systemen de integratie van de effectenmarkten bemoeilijken.

Marktgedreven initiatieven zijn zeer belangrijk voor het bereiken van snelle integratiesuccessen (cfr. geldmarkten, EONIA, EURIBOR). Op vraag van Eu-commissaris MC. Greevy werd door de Europese associaties van ondernemingen, die zich inlaten met de afwikkeling van effecten transacties, in 2006 een gedragscode voor settlement en clearing overeengekomen met een hieraan verbonden planning om de afwikkeling te optimaliseren en kostenbesparend te werken. Hiervoor zou mededinging tussen verschillende marktspelers zorgen. Teneinde de winsten van de instelling van het Target 2 systeem te optimaliseren onderzoekt de ECB echter de mogelijkheid om de afwikkeling van effectentransacties te harmoniseren en ze te laten samenlopen met de cash-afwikkelingen (Target 2) op een gemeenschappelijk platform “Target 2 securities” genaamd. De ECB zou hierdoor het hele afhandelingsstelsel in handen nemen, hoge efficiëntiewinsten bekomen en zelf een veilig en totaal geïntegreerd systeem van cash en effectenafwikkeling beheren. De keuze tussen een marktgedreven benadering en een monopolie-benadering door de ECB zal pas na ruime consultatie en verdere analyse van de doenbaarheid mogelijk worden.

## **8. BEDREIGINGEN VOOR DE STABILITEIT IN EEN GEINTEGREERDE MARKT**

De financiële sector zorgt er voor dat financiële middelen op een efficiënte manier besteed worden en terecht komen daar waar de reële sector nood heeft om op een optimale wijze te groeien. De financiële sector doet dit ondermeer door risico's die verbonden zijn aan de financiële transacties met de reële sector een effectieve prijs te geven en deze risico's te beheren en te beheersen door voor voldoende liquiditeit op de markt te zorgen. Naarmate de geïntegreerde financiële sector zijn functies optimaal verzorgt creëert hij een efficiënt financieel systeem dat het economisch potentieel opdrijft en suboptimale prestaties en welvaartsverlies vermijdt.

De financiële innovatie helpt de financiële integratie hierbij. Kredietderivaten maken het de financiële instellingen gemakkelijker zich voor hun kredietrisico's in te dekken. Dit gebeurt meer door het uitgeven van effecten waarvoor risico getransfereerd wordt zoals CDO (Collateralised Debt Obligations). Deze innovatieve financiële producten zorgen voor een spreiding van de risico's en houden de financieringskosten bijgevolg binnen grenzen.

Tegelijkertijd verhoogt de financiële integratie de absorptiecapaciteit van de markt voor externe schokken. De grensoverschrijdende diversificatie van de portfolio's verhoogt evenwel ook de besmettingsrisico's voor het geheel van een financieel systeem. De gevaren voor financiële destabiliteit en voor crisis worden door de financiële inte-

gratie niet uitgeschakeld. Maar mogelijk wordt hun impact door de spreiding over een ruimere markt zodanig opgedeeld dat zij geen of een minimaal effect hebben op de reële economie.

De crisis op de financiële markten, die zich begin augustus duidelijk manifesteerde, is een serieuze test van het wereldwijde (nieuw voor niet Angelsaksische Europa) op effecten gebaseerd financieel systeem dat gradueel de wereld heeft veroverd. Een sleutelement in dit Anglo-Amerikaans model is de verkoop door de banken van hun uitstaande leningen in plaats van ze in hun boeken te houden, met het effectiseren van vorderingen en het herverpakken van kredieten verdeelt men het risico en geeft men het financieel systeem meer veerkracht en meer efficiëntie. De risico's zitten hierdoor buiten het banksysteem. De opdeling van de risico's van leningen en hun verspreiding over andere producten leidde snel tot een toestand waarin men niet meer weet in welke belegging het risico precies aanwezig is. Deze onzekerheid vergroot nog naarmate men complexere verpakkingen van kredieten verkoopt aan hedgefonds, die voor een heel groot deel gefinancierd zijn door bankleningen. Hiermee belandt het risico in dit op effecten gebaseerd globaal financieel model terug bij de banken. Het succes van meer complexe beleggingsproducten werd ook gestimuleerd door de lage rentevoeten die een zeer hoog hefboomeffect toelieten en stimuleerden zij de realisatie van omvangrijke buy-outs door private equity groepen. Tegelijkertijd zetten lage creditrentevoeten de pensioenfondsen en de ICBE aan om te beleggen in nieuwe risicovolle producten met een hoger potentieel rendement. De crisis op de financiële wereldmarkten die ontstond tengevolge van problemen op een lokale deelmarkt namelijk deze van de subprime mortgage kredieten (minderwaardige hypothecaire kredieten) is door een ingrijpen door de ECB en FED om de liquiditeit van de markt te verzekeren snel kunnen gekeerd worden. Deze crisis heeft echter de aandacht gevestigd op een aantal bedreigingen voor geïntegreerde wereldmarkten.

Alhoewel de wereldmarkt macro-economisch gezien zeer liquide was ontstond er op micro-economisch gebied een ernstig liquiditeitsprobleem met potentieel vergaande implicaties voor de reële sector en voor de macro-economische performantie.

De transparantie en een goed inzicht in de complexe gestructureerde financiële producten ontbreken. Men had niet direct een beeld van de mate waarin risicokredieten en de graad van risico van deze kredieten deel uitmaakten van de complexe innovatieve financiële constructies.

De recente downgrading van RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) en van CDO (Collateralised Debt Obligations) en dientengevolge ook van de hedgefonds hebben opnieuw ernstige vragen doen rijzen i.v.m. de waarde van de ratings die ratingbureaus verstrekken.

De aandacht voor de gevaren van de financiële innovatie zal de aan de gang zijnde discussies i.v.m. hedgefonds ondersteunen.

De rol van de ratingbureaus en hun verantwoordelijkheid in de ontsporingen die de financiële crisis van augustus laatstleden veroorzaakten worden onderwerp van studie en discussies. Van EU Commissaris Mc. Greevy noteert men de uitspraak (16 augustus 2007) "The securitised subprime mortgage market would not have grown to the extent that it did without the favourable ratings given by some agencies". De Europese Commissaris nodigde regulatoren van de effectieve markten uit om in september 2007 de problemen rond de ratings en de werking van de ratingagenschappen te bespreken. Nadat in de USA door de SEC in juni 2007 nieuwe regels voor de agenschappen werden uitgeschreven en de Autorité des Marchés Financiers in Frankrijk

nog ernstig had gewaarschuwd voor potentiële ontsporingen en op de gevaren voor belangenvermenging bij de ratingbureaus had gewezen lijkt het weinig waarschijnlijk dat de Commissie de beleidslijn “van geen nood voor nieuwe regelingen”, die zij in 2006 vastlegde, opnieuw zal bevestigen. Het feit dat de hedgefonds zich vrij laat op de Europese markt hebben ontwikkeld, lag misschien mee aan de basis voor het feit dat de Europese Commissie geen reguleringsinitiatieven voorzag te moeten nemen inzake hedgefonds in het groenboek over de Financiële diensten 2005-2010.

De exponentiële groei van de globale hedgefonds industrie, de snelle groei van het aandeel van de Europese beleggingen in de hedgefondsen en de verschuivingen in de aard van de beleggers van zeer rijke particulieren naar mediane beleggers via de intermediatie van pensioenfondsen en fondsen van fondsen zijn markante evoluties. De verschuiving in beleggersprofiel heeft Duitsland ertoe aangezet om het probleem van de transparantie van de hedgefonds op de agenda van de G8 (in 2007 is Duitsland voorzitter) te plaatsen.

De zorg voor beleggersbescherming (mediane beleggers) wordt niet beantwoord door het van kracht worden van de MIFID richtlijn, die niet van toepassing is op niet geharmoniseerde producten en dus krijgen hedgefonds geen Europees paspoort en is op hen geen Europese regelgeving van toepassing en zijn de hedge funds voornamelijk afhankelijk van de nationale wetgevingen.

De groeiende mate waarmee de investeringsfondsen (UCITS of ICBE) beroep doen op technieken, die in de hedge fundsindustrie worden gebruikt, spoort de Europese Commissie aan tot onderzoek. Aangezien het Directoraat generaal “Interne Markten” van de Europese Commissie de intentie heeft om de diversiteit van regulering (nationaal) te harmoniseren omdat het de efficiënte allocatie van kapitaal in de EU hindert, kan verwacht worden dat de EU-Commissie verdere initiatieven voorstelt. Het blijft evenwel de vraag of de G7 en later de Ministers van Financiën van de EU zullen beslissen tot actie, die verder gaat dan onderzoek van de problematiek, zoals in mei 2007 nog besloten werd op de ECOFIN-vergadering.

## **9. EEN SUCCESVOLLE INTEGRATIE MET NIEUWE UITDAGINGEN**

De oprichting van een gemeenschappelijke, een interne markt voor goederen en diensten voor arbeid en kapitaal was een van de basisdoelstellingen van het verdrag van Rome van 1957. Het verder uitwerken van deze doelstelling leidde in 1985 tot het programma ter realisatie van de eenheidsmarkt waarin met betrekking tot de financiële component de volledige liberalisering van de kapitaalbewegingen werd vastgelegd. Nadien was de realisatie van de Europese Muntunie en de introductie van de euro in 1999 de katalisator voor de creatie van een geïntegreerde financiële markt. De grote prioriteit voor de integratie van de financiële markten in de EU werd onderlijnd door de Europese Raad in Lissabon (2000 en Stockholm 2001) die alle partijen ertoe aanzette om de plannen van de EU-commissie uit te voeren.

De economische doeleinden en de baten, die verbonden zijn aan dit proces van integratie van de financiële markten, waren efficiëntievoordelen en dus kostenvoordelen en groeivoordelen. Immers goed geïntegreerde financiële markten verhogen de efficiëntie van de economie omdat zij de kapitaalkosten verlagen door een betere aanwending van de financiële middelen door het laten samenbrengen van spaarmiddelen en investeringsbehoeften.

De grote band tussen financiële integratie en financiële stabiliteit is reëel. Naarmate de integratie dieper is zal zij bijdragen tot de stabiliteit van het gehele financiële systeem. Financiële integratie ondersteunt een sterkere en meer duurzame economische groei. In een geïntegreerde markt wordt ook het voeren van een monetaire politiek door de ECB gemakkelijker en effectiever.

Naast deze macro-economische voordelen, die voor het algemeen beleid van groot belang zijn, ondervinden de consumenten en de beleggers de voordelen van een geïntegreerde markt via betere en meer volledige informatie, hogere transparantie, schaafeffecten en lagere prijzen en risicospreiding.

In het overzicht van het integratieproces van de financiële markten binnen de EU hebben we duidelijk de aandacht gevestigd op de verschillende stuwcrachten van het integratieproces. De combinatie van realisaties die ontstaan zijn door de autonome marktkrachten al dan niet in samenwerking met de initiatieven van de ECB werden aangevuld met de beleidsinitiatieven van de Europese Commissie die de voorbije 10 jaar sturend zijn geweest om de nationale barrières af te bouwen, die het financieel landschap binnen de EU blijven fragmenteren.

Het Financial Services Actionplan (FSAP) 1999-2005, dat parallel met de introductie van de euro werd gelanceerd, bevatte een 42 concrete maatregelen die de integratie in de Europese markten verder moesten bevorderen. Zij waren zowel op de wholesalemarkt als de retailmarkt gericht. De maatregelen van dit FSAP zijn quasi helemaal op EU niveau aanvaard maar heel wat maatregelen moeten nog in nationale wetgeving worden omgezet.

Met het witboek over het “Financiële dienstenbeleid 2005-2010” heeft de Commissie de agenda voor financiële hervorming voor de komende periode vastgelegd. De prioriteiten liggen uiteraard bij het verder implementeren van het FSAP en het invoeren van de maatregelen in de nationale wetgevingen, het opzetten van permanente consultaties en overleg met alle stakeholders die betrokken zijn bij dit lange termijn hervormingsproces. Dit plan schenkt ook vooral aandacht aan de ontwikkeling van de retailmarkten, die in tegenstelling tot de wholesalemarkten hiertoe gedwongen door de EMU, een minder snelle ontwikkeling hebben gekend.

De beschikbare statistische informatie leert dat de integratiegraad erg verschillend is in de verschillende marktsegmenten. De niet gedekte geldmarkt is sinds de invoering van de euro volledig geïntegreerd. De repo-markt daarentegen is eveneens sterk geïntegreerd maar toch nog onvolledig. De markt voor overheidsobligaties is geïntegreerd reeds in de aanloop naar de euro. De markt voor bedrijfsobligaties is sterk geïntegreerd maar is ook nog steeds afhankelijk van een voorkeur voor de thuismarkt en van suboptimale portfoliodiversificaties.

De integratie van de aandelenmarkten is tot zover minder succesvol. De introductie van de euro heeft het beleggingsgedrag weliswaar gaandeweg gewijzigd door een afname van de voorkeur voor de thuismarkt en heeft de Europese aandacht bij de assetmanagers versterkt. Grensoverschrijdende beursnoteringen blijven echter beperkt. De marktinfrastructuur van effectenbeurzen en de ontwikkeling van transnationale banken volgde de Europese integratie niet in gelijke mate.

De vervolmaking van de integratie voltrekt zich gestadig maar vergt ook tijd. Het opzetten van efficiëntere afwikkelingssystemen (clearing and settlement) voor de transacties van effecten, het operationeel maken van het Target 2 platform voor betalingen op de geldmarkten, het harmoniseren van de markten voor kortlopend papier STEP, en het verder integreren van de reguleringen van de instellingen voor

collectieve beleggingen blijven belangrijke uitdagingen.

Dichter bij de consumenten en veel zichtbaarder zijn de initiatieven en projecten die operationeel worden zoals het uitwerken van een geharmoniseerde hypotheekmarkt, de geïntegreerde markt voor betalingen in het euro-gebied, SFPA en MIFID waarin voor consumenten transparantie, informatie en veiligheid inzake beleggingen wordt geschapen.

De uitbouw van de geïntegreerde financiële markt in de EU staat uiteraard niet los van de evolutie van de markten op wereldvlak.

De schok, die in augustus 2007 door de financiële markten in de hele wereld ging, heeft de samenhang van alle wereldmarkten nog maar eens aangetoond en duidelijk gemaakt dat de integratie van markten gevaren voor besmetting inhoudt. Tegelijkertijd echter laten acties op een geïntegreerde markt toe sneller de problemensegmenten van de markt te bereiken.

In welke mate de financiële crisis van de zomer van 2007 gevolgen heeft voor de reële economie is nog niet duidelijk. Verwacht kan worden dat met nog meer aandacht de risico-aspecten van de innovatieve financiële producten zullen bestudeerd worden. Deze crisis met zijn liquiditeitsdruk op de geldmarkten is uiteraard een argument dat gebruikt wordt in de discussies, die op de analyse van deze geldmarktcrisis zullen volgen. Het lijkt haast ondenkbaar mochten er geen plannen worden uitgewerkt om de transparantie van bepaalde fondscategorieën te verhogen en hun risicograad nauwer op te volgen door een systeem dat de traceerbaarheid van opgesplitste verpakte rommelkredieten en obligaties toelaat.

Een spontane verstrenging en een meer principiële gedragscode bij de ratingbureaus mag als een onmiddellijke reactie van deze ondernemingen worden verwacht. Goodwill wekken is belangrijk op een forum van wereldspelers waarin enerzijds bedreigd wordt met nieuwe regelgeving maar waarin anderzijds geen internationaal supervisie-orgaan bestaat en waarin het geloof in de zelfcorrigerende kracht van een vrije marktwerking sterk is. In de Europese financiële markt waarvan de integratie nog volop aan de gang is, lijkt het waarschijnlijk dat er ernstig zal gezocht worden naar een vorm van waarschuwing voor potentiële kredietrisico's en voor besmetting via falende activa van buiten de euro-zone en de Europese Unie.

## **BIBLIOGRAFIE**

Autoriteit financiële markten. Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten, december 2004, Amsterdam.

Banque de France, Hedge Funds, Financial stability Review, special issue, april 2007.

ECB, The Euro Area financial system : structure, integration and policy initiatives, Philipp Hartmann, Angela Manddaloni and Simon Maganelly, workingpaper 230, 2003/5.

ECB, The integration of Europe's financial markets, Monthly Bulletin, oct. 2003, p. 53-65.

ECB, Financial Integration in Europe, march 2007.

ECB, The Contribution of the ECB and the Euro system to European Financial Integration, ECB Monthly Bulletin, May 2006.

ECB, Naar een gemeenschappelijk eurobetalingsgebied doelstellingen en deadlines, vierde voortgangsrapport, februari 2006.

ECB, The contribution of the ECB and the eurosystem to European Financial Integration, Monthly Bulletin, May 2006.

ECB, Indicators of financial integration in the euro area, September 2005.

European Commission, Financial Integration Monitor background document, July 2005.

European Commission, Financial Market Integration  
The European economy : 2001 review chapter 4.

European Commission, EMU after five years, special report , European Economy, n° 1/2004.

European Commission, Fabienne Ilzkovitz, Adriaan Dierx, Victoria Kovacs and Huno Sousa, steps towards or deeper economic integration : the internal market in the 21st century. A contribution to the simple market review, European Economy, Economic Papers n° 271, January 2007.

European Commission (2006), Adjustment and surveillance Issues, European Economy 2006 p. 243-280.

European Commission, Financial market integration in the EU, EU economy : 2001 review, chapter 4, p. 127-176.

European Commission, EMU after five years, European Economy, special report 2004 n° 1.

European Commission, European Economy, 2006.

European Commission, Policy based adjustment, European Economy, 2005 n° 6.

European Commission, Financial integration Monitor 2006 background document, July 2006.

European Commission, Annual Report on the Euro-Area 2002, European Economy, 2007/n°5.

Europese Commissie, Groenboek, Hypothecair krediet, 2005.

Europese Commissie, mededeling van de commissie van 11 mei 1999 over de tenuitvoerlegging van het kader voor Financiële markten : een actieplan (com 1999/232) niet verschenen in het publicatieblad.

European Commission, single market in Financial Services progress report. Commission staff working documents, niet verschenen in het publicatieblad (verslagen van 1999 tot 2006).

European Commission, Financial integration. Monitor 2006, background document, workingpaper, july 2006.

European Commission, Annual Report on the Euro Area – 2007, a report by the commission Services, 2007.

Europese Commissie, Financial Integration, Monitor 2006, commission staff working document, 26.07.2006.

Europese Commissie, Witboek van de Commissie van 1 december 2005 over het beleid op het gebied van de financiële diensten 2005-2010, niet verschenen in het documentatieblad.

Europese Commissie, Witboek van de Commissie van 15 november 2006 over de verbetering van het kader voor de interne markt voor beleggingsfondsen (niet bekendgemaakt in het publicatieblad).

Gianetti M., L. Guiso, T. Japelli, M. Padula and M. Pagano, Financial Market integration, Corporate financing and growth, DG ECFIM, (2002), Economic paper n° 179.

Gottlieb Charles, Hedge Funds : heading for a regulatory hard landing, EMCI Policy Brief n° 5, april 2007.

IMF, Financial Stability Review, april 2007.

London Economics in association with Price Waterhouse Coopers and Oxford Economic Forecasting, Quantification of the macro-economic integration of EU Financial Markets Final report to the European Commission, November 2002.

Mc. Greevy Charly, European Commissioner, Making the new EU financial market regulations work on the ground, Annual symposion. Autorité des marches Financiers, Paris 2006.

OECD (2003), Financial market integration in the Euro Area, Economics department, workingpaper n° 368. Eco/WKP (2003) 22.

Trichet Jean-Claude, The process of European financial integration. Where do we stand. Speech at the Biesheim management school, 13 January 2006.