

Aspecten bij het gebruik van rente-instrumenten

F.C.M. JANSE MBA

Senior adviseur BNG Consultancy Services (BCS)¹

De komst van de Wet financiering decentrale overheden (Wet FIDO) inspireert decentrale overheden tot een actievere focus op renterisicobeheer. In een vorig artikel² werd al ingegaan op het belang van het analyseren van renterisico. Wanneer de renterisiconorm dreigt te worden overschreden, dan is het noodzakelijk het renterisicoprofiel van de organisatie kritisch te bezien. Derivaten lenen zich goed voor het aanpassen van het renterisicoprofiel, maar een meerderheid van de decentrale overheden is (nog) onbekend met de toepassingsmogelijkheden van deze instrumenten. In 1998 toonde een onderzoek van BCS³ aan dat slechts 1% van de gemeenten derivaten hanteerde.

Onbekendheid was destijds de voornaamste reden, gevolgd door de vermeende hoge risico's bij het gebruik ervan. De huidige praktijk leert dat deze argumenten voor veel partijen nog steeds gelden. Een nadere verkenning van het gebruik van derivaten is daarom zeer nuttig. Dit artikel belicht de diverse aspecten van derivaten en laat deze op leesbare wijze de revue passeren, zonder te vervallen in een te technische benadering.

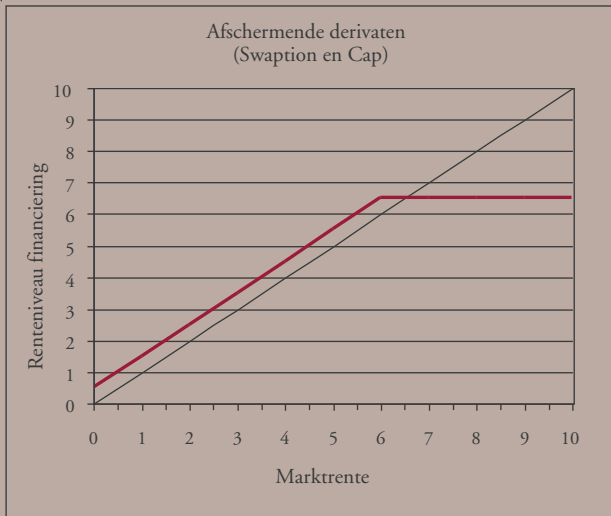
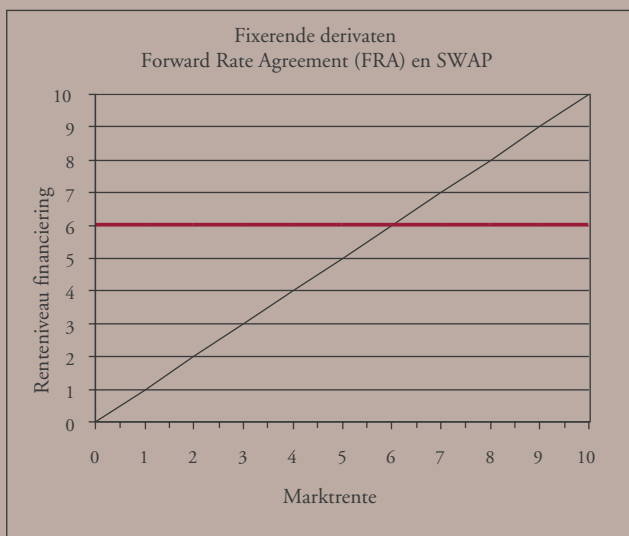
Derivaten zijn contracten waarvan de waarde is afgeleid van de prijsontwikkeling van traditionele instrumenten. Bij financiële derivaten (er zijn ook derivaten die betrekking hebben op aardappelen, olie en dergelijke) is de zogenaamde 'onderliggende waarde' bijvoorbeeld een obligatie, een aandeel of een index. Door deze afhankelijkheid kunnen derivaten nagenoeg evenveel in waarde stijgen of dalen als de onderliggende waarde. De transactiekosten van een derivaat zijn over het algemeen veel lager dan de transactiekosten in de onderliggende waarde waar de overeenkomst of het contract betrekking op heeft. Hierdoor kan op een relatief goedkope manier het risicoprofiel van een portefeuille worden gewijzigd. Tevens kan men middels een derivaat snel en flexibel vaste renteverplichtingen omzetten naar variabele renteverplichtingen. Zou men de vastrentende leningen aflossen en vervolgens variabel gaan lenen, dan kunnen de kosten veel hoger zijn. Derivaten kunnen dus worden ingezet om posities die door contracten als onontkoombaar worden ervaren, toch te veranderen. In het verleden genomen financierings- of beleggingsbeslissingen die ogenschijnlijk statisch zijn, kunnen door middel van derivaten worden aangepast aan veranderende omstandigheden

en inzichten. Men kan ook het renteniveau van een toekomstig op te nemen lening maximaliseren. Renterisico's komen namelijk niet alleen voort uit de bestaande portefeuille, maar ontstaan ook bij toekomstige financierings- en beleggingsactiviteiten. Derivaten bieden aldus een grote flexibiliteit bij het managen van renterisico's. Wat betreft de kosten van het gebruik van derivaten moet worden opgemerkt dat deze sterk afhankelijk zijn van het te verzekeren risico. Hoe hoger het te verzekeren risico, des te hoger de kosten voor het derivaat.

Indeling derivaten

Derivaten kunnen vanuit vele invalshoeken worden getypeerd. Een veel gebruikt onderscheid is een indeling naar afschermend en fixerend karakter. Afscherpende derivaten worden ingezet om het risico van een nadelige rentebeweging af te dekken, terwijl het effect van een gunstige ontwikkeling van de rente wordt opgehouden. Hierbij kan worden gedacht aan de renteopties die tegen betaling van een premie een financiële compensatie geven bij een ongunstige renteontwikkeling. In *figuur 1* geeft de zwarte lijn de marktrente weer. De rode lijn geeft aan welk renteniveau na afsluiten van het derivaat kan worden gerealiseerd. Door de premie die wordt betaald voor het derivaat ligt de rode lijn in het begin van het figuur boven de marktrente.

Voorbeeld: over twee jaar is de bouw van een gemeentehuis gepland waarvoor een lening van EUR 10 miljoen moet worden aangetrokken. Men hanteert intern een rekenrente van 5,5% en wil de daarbij behorende rentelasten graag onder dit niveau houden. Om dit te realiseren zou men tegen een eenmalige premie een rente-optie (een zogenaamde swaption, een optie op een swap) kunnen kopen met een uitoefenprijs (strike) van 5,5%. Is de marktrente bij het aantrekken van de financiering 6,5%, dan maakt de gemeente gebruik van de optie en krijgt deze compensatie voor het deel boven de referentierente (de strike van 5,5%). Door een financiering in de markt tegen 6,5% aan te trekken, betaalt men in combinatie met de verkregen vergoeding effectief 5,5%. Wanneer de marktrente 4,5% is, wordt geen gebruik gemaakt van de optie en wordt de lening tegen 4,5% in de

Figuur 1 Afschermdende derivaten**Figuur 2 Fixerende derivaten**

markt aangetrokken. Hierbij betaalt men dus vooraf een verzekeringspremie en behoudt de mogelijkheid om van een gunstige marktsituatie te profiteren.

Fixerende derivaten leggen een renteniveau vast, waardoor de organisatie ongevoelig wordt voor de ontwikkeling van de rente (zie *figuur 2*). Hierdoor kan echter ook niet meer worden geprofiteerd van een gunstige renteontwikkeling. Fixerende instrumenten geven een compensatie zonder dat daar een premiebetaling tegenover staat.

De keerzijde is dat de organisatie zelf aan haar tegenpartij een compensatie moet geven wanneer de rente onder het overeengekomen niveau komt. De genoemde categorieën, afschermdende- en fixerende instrumenten worden ook wel als premiehoudend respectievelijk als niet premiehoudend gekwalificeerd.

Voorbeeld: in het voorbeeld bij *figuur 1* moest een eenmalige premie worden betaald. Men kan er ook voor kiezen om het renteniveau te fixeren. Door een swap af te sluiten kan

het renteniveau worden gefixeerd op 5,5%. Op het afgesproken moment (twee jaar later) wordt ongeacht de marktrente tegen 5,5% gefinancierd. Hierbij betaalt men vooraf dus geen verzekeringspremie, maar kan men ook niet van een gunstige marktsituatie profiteren.

Rentemanagement met derivaten

Gebruik van rente-instrumenten kan doorgaans vanuit twee invalshoeken worden bekeken. Men kan derivaten toepassen bij een individuele lening of belegging, maar ook op de totale portefeuille. Voordeel hiervan is dat tot een spreiding van het totale risico kan worden gekomen. Bovendien zijn vaak minder derivatentransacties nodig om het risicoprofiel op een goede manier aan te passen. Voor een goed inzicht in het totale risicoprofiel is het afzonderlijk doorrekenen van de effecten van individuele contracten niet afdoende. Bij gebruik van derivaten is het van belang dat men inzicht heeft in het totale renterisicoprofiel van de organisatie. Dit stelt dan ook eisen aan de administratieve systemen. Uit het bovenstaande valt ook op te maken dat het gebruik van derivaten het denken in risicoposities verlangt. Bewustwording op dit gebied is noodzakelijk.

Speculeren versus afdekken

Ondanks dat de toepassingsmogelijkheden van derivaten legio zijn, ervaren veel decentrale overheden het als riskant om derivaten te gebruiken. Als er weinig aandacht is voor de risicopositie van de organisatie zou ook het niet werken met derivaten als riskant kunnen worden betiteld. Men zou zelfs kunnen stellen dat decentrale overheden gezien hun publieke taak geen onaanvaardbare financiële risico's mogen lopen. Vanuit een dergelijke stelling bezien, zouden de financiële risico's boven een onacceptabel niveau zoveel als mogelijk moeten worden afgedekt, hetgeen met derivaten kan worden bewerkstelligd. Binnen de organisatie dient dan ook overeenstemming te worden bereikt over welke financiële risico's aanvaardbaar zijn. Een onacceptabel financieel risico niet of deels afdekken zou in dit geval ook speculeren kunnen worden genoemd. De renterisico's bij decentrale overheden kunnen namelijk omvangrijk zijn. Wanneer er geen aandacht is voor deze risico's speculeert men in feite op een gelijkblijvend of zich gunstig ontwikkelend renteniveau. Zouden decentrale overheden zich daarentegen geheel of gedeeltelijk tegen de risico's indekken, dan nemen zij posities in op basis van een bepaalde visie op de verwachte ontwikkeling van de rente. Zeker wanneer de verwachting niet uitkomt kan het beeld ontstaan dat er onnodig kosten zijn gemaakt en dat men heeft gespeculeerd. Daarom is het belangrijk dat de verwachting (rentevisie) en de gemaakte keuzes schriftelijk worden vastgelegd. Het is dan ook van belang dat treasury met het bestuur afspraken maakt over de te kiezen dekkingsstrategie. Hierbij kan worden gekozen voor het geheel of partieel afdekken van risico. Niet alle risico's zijn op een betaalbare wijze af te dekken, zodat soms slechts een partiele dekking binnen de mogelijkheden ligt. Men moet duidelijk vastleggen binnen welke bandbreedte

er mag worden gehandeld: onder andere door aan te geven vanaf welk renteniveau het risico moet worden afgedekt. In het kader van de 'onnodig' gemaakte kosten kan nog worden opgemerkt dat deze bij premiehoudende derivaten duidelijk in beeld zijn. Het fixeren van hetzelfde risico met de bekende Wychen-constructie (lenen en beleggen) zal door bestuurders dan ook eerder geaccepteerd worden, omdat de kosten die men hier maakt (het verschil tussen de kosten voor het lenen en de beleggingsopbrengst) minder goed zichtbaar zijn.

Draagvlak bij bestuur

Derivaten kampen met een negatief imago, voornamelijk doordat uitglijdende met deze instrumenten grote gevolgen hebben gehad en daardoor breed zijn uitgemeten in de media. De grote verliezen waren veelal het gevolg van het afsluiten van onverantwoorde transacties. Dit heeft er in sterke mate toe bijgedragen dat derivaten met speculeren en onverantwoorde risico's worden geassocieerd. Derivaten zijn in beginsel echter ontworpen ter beperking van risico's. Vooropgesteld dat derivaten op een juiste wijze worden ingezet is angst voor eerdergenoemde verliezen ongegrond. Het bestuur speelt een belangrijke rol bij het inzetten van derivaten. Zij dienen achter het treasurybeleid van de organisatie te staan. Veel bestuurders wantrouwen echter de inzet van derivaten om de genoemde redenen. Zij hebben vanwege de vermeende risico's angst voor de financiële gevolgen (en daarbij behorende negatieve publiciteit). Wil men derivaten hanteren in de organisatie dan dient men het bestuur dus te overtuigen van het nut van deze rente-instrumenten. Het bestuur dient dan ook te worden betrokken bij de te kiezen dekkingsstrategie. Onlangs hebben bestuurders van een aantal decentrale overheden bij het goedkeuren van het treasurystatuut het gebruik van derivaten toegestaan. Men mag er in die gevallen vanuit gaan dat het bestuur een goede toelichting heeft gehad op deze instrumenten en het verlangde kennisniveau rondom dergelijke instrumenten in de organisatie aanwezig is.

Kennis

Het laat zich raden dat gebruik van derivaten bij de treasury-medewerkers kennis vereist van dergelijke instrumenten. Dit betreft niet alleen de eigenschappen van derivaten zelf. Men dient ook een voldoende kennisniveau te creëren op het gebied van risico-analyse. Door een onjuiste risico-analyse kan het resultaat van een derivaat wel eens anders zijn dan men beoogt.

Daarnaast dienen ook de afdelingen die belast zijn met de interne controle over voldoende kennis te beschikken. Wanneer deze afdelingen niet deskundig genoeg zijn, kan dit als een belangrijk obstakel worden gezien bij het gebruik van derivaten. De kennis van derivaten moet aldus evenwichtig in de organisatie verdeeld zijn. Bij kleinere organisaties is de expertise veelal geconcentreerd bij slechts één persoon. Dit legt extra druk op de controletaken.

Administratieve organisatie

Alvorens derivatentransacties af te sluiten, dienen de administratieve organisatie en interne controle goed te zijn opgezet. Wanneer dit niet is gerealiseerd, is het gebruik van derivaten af te raden. Het treasurybeleid en de gekozen uitgangspunten zullen aan een ieder in de organisatie moeten worden gecommuniceerd. Alle verantwoordelijkheden en bevoegdheden dienen schriftelijk te worden vastgelegd. Tevens zal er een goede functiescheiding tussen frontoffice en backoffice moeten worden gerealiseerd. Elke derivatentransactie dient door minimaal twee bevoegde functionarissen te worden getekend. De processen en procedures inzake het afsluiten van derivaten en het rapporteren hierover dienen eenduidig (schematisch) te worden vastgelegd. De te ontwikkelen procedures moeten voorzien in een juiste, volledige en tijdige administratieve verantwoording. Ook dient een toetsing van de effectiviteit van de transacties in relatie tot de doelstellingen plaats te vinden. De accountant heeft in dit kader eveneens een belangrijke rol.

Informatievoorziening

Een organisatie die derivaten wil gebruiken moet over tijdige en betrouwbare informatie beschikken om beslissingen te nemen en verantwoording af te leggen. De doelstellingen moeten helder zijn, alsmede het soort instrumenten dat mag worden ingezet. Het mag ook niet ontbreken aan kwalitatief goede operationele informatie. Hierbij moet worden gedacht aan inzicht in de toekomstige financieringspositie, liquiditeitsplanning en analyses van renterisico's. Niet alle decentrale overheden die derivaten willen gebruiken, maken gebruik van modellen en analyses. Dit maakt het ook lastig om tot goede beslissingen en verantwoording te komen. Voorts dient er veel aandacht te zijn voor de administratieve informatiesystemen. Doordat veel derivaten een afwikkeling in de toekomst kennen, vindt in eerste instantie geen uitwisseling van geld plaats. Dit heeft tot gevolg dat er geen betaalstromen zijn waardoor een en ander voor de boekhouding onopgemerkt kan blijven. Deze instrumenten verschijnen dan ook niet op de balans en worden daarom off-balance instrumenten genoemd. Wel is tegenwoordig vermelding van deze instrumenten in de toelichting op de balans verplicht. Derivatentransacties kunnen veelal slecht in de in gebruik zijnde administratieve systemen worden vastgelegd. Wordt de registratie en uitvoering van de betalingsverplichtingen echter niet juist uitgevoerd, dan kan dit vervelende gevolgen hebben (claims van derden). Bovendien is het niet voldoende dat de administratieve systemen de transacties (boekhoudkundig) kunnen verwerken. Het (on)gerealiseerde resultaat van de derivatentransacties en de daarmee samenhangende verplichtingen moeten ook kunnen worden geanalyseerd. Het totale risicoprofiel moet in beeld kunnen worden gebracht. Tenslotte dient het management periodiek te worden geïnformeerd over de afgesloten transacties.

Tenslotte

Net als bij beleggen lopen decentrale overheden een kredietrisico bij derivaten waarbij de tegenpartij een potentiële verplichting heeft. Als de tegenpartij failliet gaat, zal deze de verplichting niet kunnen nakomen. Het spreekt voor zich dat dit een forse schadepost kan opleveren. Het is daarom zaak solide tegenpartijen te selecteren. Organisaties die weinig ervaren zijn in het gebruik van derivaten zouden in het algemeen geen derivatentransacties moeten afsluiten die te complex van opzet zijn. Te ingewikkelde constructies dienen te worden vermeden. Alvorens men tot inzet van een derivaat overgaat moeten de essentiële aspecten van de transactie duidelijk zijn. Allereerst dienen alle factoren die van invloed zijn op de waarde van het contract in beeld te zijn. Daarnaast dient het maximum verlies (al dan niet jaarlijks) in kaart te worden gebracht. Brengt een transactie een potentiële verplichting met zich mee, dan zou de maximale financieringsbehoefte die uit de transacties kan voortvloeien moeten worden berekend.

Concluderend kan worden gesteld dat derivaten prima toepasbaar zijn voor het beperken van risico en het wijzigen van het risicoprofiel. Een organisatie die van derivaten gebruik maakt moet wel aan de volgende voorwaarden voldoen:

- draagvlak bij het management en bestuur;
- inzicht in derivaten en daarmee samenhangende risico's;
- beschikking over lange termijn liquiditeitsplanning;
- risico's moeten worden gemeten en geanalyseerd;
- adequate informatie- en administratieve systemen;
- goed uitgewerkte interne controle en audit procedures.

Noten

- 1 BCS is een onafhankelijk onderdeel van de BNG dat adviseert over financieel-economische vraagstukken waaronder treasurymanagement. Tevens verzorgt BCS maatwerk en standaardopleidingen op het gebied van cash- en treasurymanagement.
- 2 F.C.M. Janse MBA, 'Wet FIDO dwingt tot actief renterisicomanagement', *B&G*, mei/juni 2001, nr. 5/6, pag. 37-39.
- 3 Treasury benchmark voor Nederlandse gemeenten, 1999, BNG Consultancy Services, ISBN 90-9012620-1.