

Derivaten, een gruwel?

In de goede oude tijden wist een chef Financiën van een gemeente of provincie precies hoe te financieren. In de jaarlijkse kapitaalbehoefte werd via de twee of drie bankrelaties voorzien, met vaste leningen tegen lange looptijden. We spraken niet over treasury en cash management, over Wijchenconstructies, over medium term notes of commercial papers, over renteswaps of – erger – swaptions, laat staan over derivaten. In een paar jaar is er veel veranderd in de financiën op het stadhuis en in het ziekenhuis.

Het is opmerkelijk dat de zo voor de hand liggende rentebesparende constructie die in 1985 in Wijchen bedacht werd, voor die tijd nergens werd toegepast. De Wijchenconstructie heeft zich inmiddels als een olievlek over bestuurlijk Nederland uitgebreid, en werkt als volgt. Een gemeente heeft in 1985 een lening afgesloten met een looptijd van twintig jaar tegen een rente van 9%. Vervroegde aflossing is toegestaan in 1996, met een boeteclausule. In 1994 is de rente laag. De gemeente neemt nu voor dezelfde hoofdsom een lening op voor de resterende looptijd van de oude lening (of langer) tegen zeg 6,5%, en zet deze lening tijdelijk uit tegen 4,5% tot 1996, waarna het bedrag wordt gebruikt om de oude lening vervroegd af te lossen. De constructie komt dus neer op een soort voorfinanciering van vervroegde aflossing. Uit het voorbeeld wordt duidelijk dat de constructie voordelig is, tenzij de boeteclausule erg zwaar is¹.

In 1993 of 1994 heb ik de minister van Financiën gevraagd waarom zijn ministerie geen gebruik maakte van de lage rentestand om vervroegde aflossing tegen lagere rente te voorfinancieren. Het antwoord was verbazingwekkend: Financiën wil dat niet, onder andere omdat er sprake zou zijn van speculatie. Dat nu is onjuist, omdat bij de Wijchenconstructie anders dan bij speculatie gebruik wordt gemaakt van bestaande renteversillen. Uiteraard werkt men wel met een rentevisie: in het voorbeeld wordt gewerkt met de veronderstelling dat de rente in 1994 laag is en vermoedelijk gaat stijgen; als de rente echter gelijk blijft of verder daalt zal het rentevoordeel groter zijn zonder toepassing van de Wijchenconstructie. Omdat op het moment van de voorfinanciering precies kan worden berekend wat het rentevoordeel is, is er geen sprake van speculatie. Het is daarom jammer dat Financiën het instrument niet hanteert om de nationale rentelasten wat te drukken. Een ander argument zou kunnen zijn dat de voorfinanciering de rentestanden marginaal kan opdrijven; theoretisch is dat denkbaar, doch minder waarschijnlijk gelet op de marginale betekenis op de totale omzet op de vermogensmarkten.

Kan de Wijchenconstructie gezien worden als een traditionele vorm van rentelastenmanagement, modernere vormen doen zich voor met derivaten. Deze zijn in de belangstelling gekomen door geruchtmakende verliezen die daarmee zijn geleden in de VS door Orange County, en in Nederland door een wo-

ningbouwcorporatie in Enschede en de gemeente Deventer. Een pikante bijkomstigheid is dat de organisaties hierbij adviezen kregen van een adviesbureau. De corporatie en Deventer hebben gebruik gemaakt van renteswaps, doch zijn daarbij een stap te ver gegaan door te gaan handelen en speculeren. Op zich zelf is een renteswap, een van de derivaten, een zinvol instrument voor publieke organisaties met een redelijk omvangrijke schuldportefeuille. Het instrument werkt als volgt. Een gemeente, X, heeft een forse schuld uitstaan tegen een redelijk hoge vaste rente van zeg 8%.

X denkt dat de rente omlaag zal gaan en sluit een renteswap af met bij voorbeeld een pensioenfonds. In deze swap wordt afgesproken dat het pensioenfonds aan X een vaste rentevergoeding van 8% over de fictieve hoofdsom betaalt, terwijl X aan het pensioenfonds de variabele marktrente betaalt. Zolang de marktrente lager is dan 8% heeft X voordeel, en anders een nadeel dat beperkt blijft. Bij deze swap is door X een vaste hoge rentelast omgezet in een variabele rentelast, en voor het pensioenfonds geldt het omgekeerde². Bij deze wijze van gebruik, mogelijk bij een gewone bank, blijven de risico's beperkt.

Onlangs noemde professor Van der Nat een potentieel zeer interessante toepassing voor Financiën³. Zoals bekend is het feitelijke financieringstekort in 1994 extreem laag geworden door de versnelde aflossingen van hoogrentende woningwetleningen. Corporaties hadden het recht van vervroegde aflossing zonder boeteclausule. Financiën had volgens Van der Nat een swap kunnen afsluiten om de nu optredende derving in rente-inkomsten te compenseren. Ik kan me nog wel voorstellen dat Financiën dat niet heeft willen doen, maar toch ... Na de perikelen in Orange County, Enschede en Deventer ligt de reactie in de publieke sector voor de hand om de renteswap direct en onbewust te associëren met risico's en verlies, zoals ook aanvankelijk vele gemeenten (en Financiën nu nog) de Wijchenconstructie associeerden met speculatie. Dat zou een overreactie zijn, die verbetering van het rentemanagement in de weg staat.



P.B. Boorsma

1. Voor de liefhebbers verwijs ik naar B.C. de Groot en P.B. Boorsma, *De Wijchen-constructie gewikt en gewogen*, *Openbare Uitgaven*, 1993, nr. 5.

2. Voor hen die meer willen weten over de fascinerende wereld van rentemanagement, over instrumenten als een cap, een floor, een collar, een swaption, verwijs ik naar de scriptie van J.T. Dijkstra, *Geïntegreerd renterisicomanagement in Nederlandse gemeenten*, uitgegeven door de Stichting Moretfonds, 1994.

3. Tijdens een besloten ABN-Amro seminar voor leden van de Tweede Kamer, Den Haag, 30 januari 1995.