

Derivaten: haat of liefde?

Het afdekken van risico's wordt in het algemeen gezien als een goede zaak. Dat men daarvoor vaak derivaten nodig heeft kan echter op minder bijval rekenen. Pensioenfondsbestuurders hebben vaak een haat-liefde verhouding met derivaten. Eigenlijk willen ze er zo min mogelijk gebruik van maken, omdat ze complex en gevaarlijk zouden zijn. Daarentegen zijn ze zeer effectief in het beperken van de risico's van een pensioenfonds. Geen enkele pensioenfondsbestuurder betreurt op dit moment de keuze om het renterisico af te dekken. Hooguit is er spijt dat er destijds niet meer risico is afgedekt.

Ook politici en overheden hebben moeite met derivaten. 'Financial weapons of mass destruction' werden ze ooit genoemd door Warren Buffet. De politiek nam deze kwalificatie maar al te graag over. Op de G20-vergadering in Pittsburgh in 2009 besloten de wereldleiders dat het derivatengebruik aan banden moest worden gelegd. Immers, derivaten stonden aan de bron van de financiële crisis en hadden er toe geleid dat miljarden aan belastinggeld nodig waren om banken overeind te houden. 'Dat nooit meer!', werd het credo. EMIR en Dodd-Frank waren geboren, met in hun kielzog veel meer regelgeving.

Dat derivaten risico's en complexiteit met zich meebrengen zal ik niet ontkennen. En eigenlijk is de vergelijking die Warren Buffet maakte niet eens zo gek. Voor derivaten geldt in wezen hetzelfde als voor wapens: in handen van onkundige mensen kunnen grote ongelukken gebeuren. Het gebruik van derivaten moet men overlaten aan verstandige professionals die weten wat ze doen. En mits verstandig ingezet, voorkomen derivaten juist allerlei schade.

Deze tegenstrijdigheid klinkt ook door in de regelgeving voor pensioenfondsen. Voor de waardering van de toekomstige pensioenverplichtingen moeten pensioenfondsen gebruik maken van de swapcurve. Dit heeft het gebruik van renteswaps in de hand gewerkt en pensioenfondsen maken dan ook massaal gebruik van swaps om hun renterisico's te managen. Het beperken van het renterisico met renteswaps heeft de afgelopen jaren zeer goed gewerkt.



Door de dalende rente steeg de waarde van de pensioenverplichtingen, maar gelijktijdig steeg ook de waarde van de swapportefeuille. Dat heeft de Nederlandse pensioenfondsen miljarden opgeleverd. Sinds 2008 schat ik dat de swapposities tussen 100 en 200 miljard euro hebben opgebracht. Dat heeft veel pensioenfondsen behoed voor het toepassen van (grotere) kortingen op de pensioenen. Dus hoe 'gevaarlijk' derivaten ook zijn: voor de bescherming van de Nederlandse pensioenen zijn ze zeer belangrijk en effectief gebleken.

Waar Nederlandse regelgeving het gebruik van derivaten door pensioenfondsen in de hand heeft gewerkt, komt gelijktijdig een tegengesteld geluid vanuit Europa. Via EMIR wil de Europese Commissie het gebruik van derivaten veiliger en transparanter maken. Tussen de regels door wil ze de kosten van derivaten zodanig verhogen, dat het gebruik ervan zal afnemen. Slecht nieuws dus voor de Nederlandse pensioenfondsen. Het inzetten van het zo lucratieve swapinstrument wordt aanzienlijk duurder dan voorheen. Deze kosten lopen al gauw op tot enkele miljarden euro's per jaar voor de Nederlandse pensioensector. Gelukkig heeft het Europese Parlement de negatieve effecten voor pensioenfondsen tijdig ingezien en is een uitzonderingspositie voor pensioenfondsen opgenomen in EMIR. Deze uitzondering is echter tijdelijk en loopt uiterlijk tot 2018. Zaak dus om voor die tijd een oplossing te vinden, zodat de kosten voor pensioenfondsen acceptabel blijven.

Ik denk dat de oplossing ligt in het erkennen van de bijzondere positie die pensioenfondsen innemen in het financiële stelsel. Een kenmerk van EMIR is dat alle financiële instellingen over één kam worden geschoren. Banken, verzekeraars, vermogensbeheerders, hedge funds en ook pensioenfondsen worden als één categorie gezien. Wat mij betreft is dat één van de grootste manco's in EMIR. Hierdoor heeft de Europese wetgever in feite zelf een massavernietigingswapen gecreëerd met veel 'collateral damage' als gevolg. Met uitzonderingsposities en andere reparaties probeert de Europese Commissie alsnog deze onbedoelde effecten te beperken.

Het zou goed zijn als in de Europese wetgeving meer rekening wordt gehouden met de positie van pensioenfondsen. Deze zijn niet te vergelijken met banken of hedge funds. Pensioenfondsen zijn van nature prudente beleggers met een laag risicoprofiel. Het moet mogelijk blijven dat pensioenfondsen tegen acceptabele kosten hun risico's kunnen afdekken. Gebeurt dit niet dan zal dat onherroepelijk leiden tot substantieel hogere kosten en uiteindelijk lagere pensioenen. ■

Ido de Geus, Head of Treasury PGGM