

Met derivaten op zich is niets mis

Auteur
Jaap Koelewijn

Als er bij één soort instellingen derivaten een actueel en relevant onderwerp vormen, dan is het wel bij pensioenfondsen. Het afschaffen van de rekenrente en de daarop volgende invoering van het FTK hebben ingrijpende gevolgen gehad voor het balansmanagement van de fondsen. Ze gebruiken op grote schaal derivaten voor het afdekken van valutarisico, rentemanagement en inflatierisico. Ze gebruiken derivaten ook om snel en goedkoop exposure op bepaalde assets te krijgen of dat juist te reduceren. De discussie of ze derivaten moeten gebruiken om daarmee het langlevensrisico te managen is nog steeds aan de gang.

Angelien Kemna is sinds 2009, terwijl de financiële crisis nog hevig woedde, lid van de raad van bestuur van pensioenuitvoerder APG. Zij is verantwoordelijk voor het beleggen van € 375 miljard aan pensioengeld. Met haar team vereenvoudigde zij de beleggingsaanpak van APG, door alleen met uitlegbare en transparante producten te willen werken. Haar duidelijke opvattingen over beleggen en derivaten en haar prominente rol binnen de financiële sector waren de aanleiding voor het interview.

Je bent in 1988 gepromoveerd op opties. Dat is intussen alweer 26 jaar geleden. Waarom wilde je promoveren en koos je juist dat onderwerp?

“Als iemand met een kwantitatieve achtergrond begon ik als universitair docent en kon ik daarnaast promoveren. Dat was natuurlijk een hele mooie situatie, want ik moest niet per se promoveren, maar ik werd daarvoor wel in de gelegenheid gesteld. Daardoor had ik de ruimte om goed te kijken naar wat mij echt boeide. Ik kon me breed inlezen in finance, risk en beleggingen. Het artikel dat me nog steeds bijstaat is ‘Rational option pricing theory’ van Merton (1973). Daarin werd door een wiskundige heel elegant uitgelegd hoe de prijs van opties bepaald werd. Destijds kwam de optiebeurs in Nederland net op (1978). Daar moest ik meer van weten. Dat was gewoon uit nieuwsgierigheid. Ik werd aangetrokken door de elegantie van de theorie, en mijn man en ik handelden op de optiebeurs, daar verdienden we onze vakanties mee. Daarom wilde ik erop promoveren.”

Dus je gebruikte de opties speculatief?

“Inderdaad, als student heb je te weinig geld om in aandelen te beleggen. Het gebruik van opties was een goedkope manier om in aandelen te beleggen en ook te proberen wat extra rendement te realiseren met een beperkte inleg van geld. Zo zagen wij destijds opties.”

Handelde je op basis van een visie?

“Dat klopt, we verdienden zelf al genoeg om gewoon rond te kunnen komen. We accepteerden dat we wat we in opties stopten potentieel helemaal kwijt konden raken, dat mocht. Het was óf een fietsvakantie in Drenthe, óf een mooie trip naar Amerika. We kenden de risico's en als onze visie uitkwam dan boekten we een mooi resultaat. We hebben inderdaad die reis naar Amerika gemaakt, maar het draaide ook wel eens uit op fietsen in Drenthe. Je hebt niet altijd gelijk. We hadden voor de lange termijn wel een kleine aandelenportefeuille ‘voor later’. Daar deden we geen wilde dingen mee.”

Wat was het onderwerp van je proefschrift?

“Mijn proefschrift over derivaten was opgesplitst in drie onderdelen. Het eerste was direct gelinkt aan de optiebeurs. Het smile-effect, direct gerelateerd aan de optiebeurs. Dat was een technisch onderwerp. Dit effect houdt in dat de impliciete volatiliteit van opties relatief sterk verandert als deze opties heel diep in the money of juist out of the money zijn.

Het tweede deel van mijn onderzoek richtte zich op een heel interessante converteerbare obligatielening van Oranje-Nassau. Van deze lening was de conversie afhankelijk van de gemiddelde olieprijs van de laatste drie maanden. Dat is één van de derivaten geweest die later de basis gevormd heeft van exotische opties, want daar zat een

Een bonus moet in relatie staan tot de geleverde prestaties

extra feature aan, namelijk de olieprijs, met als bijzonder kenmerk dat het om de prijs over een langere periode ging. De oorspronkelijke reden daarachter was dat de olieprijs op de laatste dag gemakkelijk te manipuleren is en dat je dus een gemiddelde moet pakken. Later werden exotische opties vaak gebruikt om valutarisico's te hedgen.

Mijn derde onderwerp was reële opties. Het gaat dan om toepassingen van optietheorie in het bedrijfsleven. Bedrijven maken hele complexe keuzes bij het doen van investeringen. Die keuzes kun je met behulp van reële opties waarderen, zodat je beter afgewogen beslissingen

kunt nemen. Daarover heb ik later ook geadviseerd. Ik heb er destijds ook al op gewezen dat opties niet altijd even geschikt zijn om het bonusbeleid van topmanagers mee te implementeren.”

Leg eens uit?

“De invloed van markteffect, de koersontwikkeling van de aandelenmarkt in zijn geheel, is veel te groot. De optie wordt wat waard als je aandeel stijgt. Maar je aandeel stijgt voor het overgrote deel vanwege dit markteffect. Als de markt instort en door hard te werken houdt je je bedrijf staande, dan heb je het goed gedaan voor de aandeelhouder maar zijn je opties niets waard. Als de markt stijgt, kun je het als bestuurder beroerd gedaan hebben, maar toch nog bonus krijgen omdat de waarde van de opties is toegenomen. Er is daardoor onvoldoende relatie met de uitgekeerde bonus en de manier waarop jij hebt gefunctioneerd. Een bonus moet in relatie staan tot de geleverde prestaties.”

Toen je gepromoveerd was, wat waren toen je gedachten? Wat is nu, na al die jaren, het leerpunt van je dissertatie? Welke boodschap zou je studenten nu meegeven?

“Dat je, als je met complexe modellen werkt en die toepast in de praktijk, je heel goed moet realiseren dat de veronderstellingen die je gebruikt aan de praktijk getoetst moeten worden. Het gaat om het realiteitsgehalte van de gebruikte input.”

Dat is een belangrijke boodschap aan risicomangers en toezichthouders.

“Dat geldt voor alle modellen. Het was ook een deel van mijn oratie: modellen zijn zo goed als de ‘weersomstandigheden’ het toelaten. Je moet altijd je verstand erbij houden, waardoor je modellen en de uitkomsten daarvan beter kunt interpreteren.

Tegenwoordig wordt er meer en meer vertrouwd op allerlei statistische modellen om beslissingen te nemen.”

Eigenlijk hou je hier een pleidooi om bij al die zaken hoe dan ook je gezonde verstand erbij te houden.

“Dat vind ik ook wel eens moeilijk, want ik merk soms dat mensen zo blij zijn met de houvast die modellen ze kunnen bieden bij het nemen van lastige en complexe beslissingen. Maar vaak houden de mensen die de modellen het minst goed begrijpen, zich er het meeste aan vast, terwijl de meeste mensen met een kwantitatieve achtergrond veel makkelijker zeggen: ‘er zijn ook nog andere factoren’. Bijvoorbeeld: de hele Griekenlandcrisis was een enorme abnormale omstandigheid, dus moet je voorzichtig zijn wat je daar in termen van standaardmodellen op los laat, want heel veel mechanismen treden dan niet of juist wel op. In die tijd heeft ons fundamentele deel bij developed equities ons erg geholpen, want die wisten toch de modelmatige implicaties te ‘corrigeren’.”

Ik had een discussie met een bankier over ING's Alt-A-portefeuille. Die ging in 2008 in Amerika onderuit terwijl naar het oordeel van de bank, als je keek naar



de werkelijk onderliggende omstandigheden, er fundamenteel niet zoveel fout was. De markt overdreef de risico's enorm, waardoor de bank in de problemen kwam. Uiteindelijk hebben ze ook maar een kwart van het papieren verlies echt hoeven nemen. Zijn dat soort extreme omstandigheden voor de overheid een rechtvaardiging om in te grijpen?

“Dat vind ik een beetje te kort door de bocht. Er zal eerst een analyse gemaakt moeten worden. In hoeverre gaan onze aannames aantoonbaar niet meer op? Is er nu echt iets verkeerd aan het gaan? Dan moet je besluiten, samen met modelbouwers en mensen die de brug slaan tussen theorie en praktijk, of het noodzakelijk en gewenst is om in te grijpen. Je moet onder extreme omstandigheden van de uitkomsten van de modellen afstand kunnen nemen, maar het moet wel altijd duidelijk zijn waarom je het doet en wat daarvan de gevolgen zijn. Kortom, je moet goed gemotiveerd van de uitkomsten van de modellen afwijken.”

Welke vormen van opties en derivaten gebruiken jullie nu bij APG?

“Er is voor ons een heel duidelijk verschil tussen derivaten en opties, omdat wij er binnen APG voorstander van zijn om zo eenvoudig mogelijke derivaten te gebruiken. Onze brede strategie is ook ‘houd het zo simpel mogelijk’. Naast de taak om goede, prudente beleggingsresultaten te halen, moeten we het zo transparant en uitlegbaar mogelijk

doen. Tijdens de crisis was voor veel mensen, waaronder pensioenfondsbestuurders, het beleggingsbeleid niet meer goed te begrijpen. De afweging is dus: we kunnen hele complexe instrumenten gebruiken maar als het fout gaat weet niemand meer wat ze doen, bijvoorbeeld bij swaptions in crisissituaties. Onze voorkeur is: gebruik bijvoorbeeld die swaptions om te hedgen of gebruik ze voor een goedkope portefeuille-implementatie. Wij gebruiken derivaten niet speculatief – dat mogen we ook niet – dus kijken we vooral naar welke derivaten effectief en nuttig zijn om onze doelen te bereiken. Het gaat dan niet alleen om een aantrekkelijk kostenplaatje, maar de gebruikte instrumenten moeten ook uitlegbaar zijn. Wij beheren het geld van de deelnemers van de fondsen. Die hebben dat aan ons toevertrouwd. In dat opzicht dragen we een grote verantwoordelijkheid. We hebben drie grote hedgingprojecten: valuta, rente en inflatie.”

Ten opzichte van wie wil jij dan transparant zijn?

“Ten opzichte van de bestuurders van de fondsen die bij ons de beleggingen hebben ondergebracht. Dat gehoor is al gekwalificeerd, maar toch bleek tijdens de crisis dat mensen niet precies wisten wat er aan de hand was en hoe ze moesten reageren.”

Was dat te voorzien? Of wisten de mensen die verantwoordelijk waren uiteindelijk ook niet precies wat ze aan het doen waren? Hadden ze ook een onprettige verrassing?

“Dat laat ik in het midden, daar was ik destijds niet bij. Dat laatste, dat ze niet wisten wat ze deden en hoe het allemaal werkte, zou niet moeten mogen.”

Het kan zijn dat er bepaalde factoren niet zijn meegenomen, de unknown unknowns die je in de harde werkelijkheid kunt tegenkomen. Dan blijft voor mij de vraag: men had het echt niet zien aankomen of heeft men welbewust sommige scenario's niet getest?

“Het woord welbewust vind ik niet zo op z'n plaats. Als mensen bepaalde dingen testen kun je altijd achteraf zeggen: dit had je ook moeten testen. Vooraf heb je een beperkte blik, tegenwoordig worden extremen wel meegenomen in het testen. We weten nu wat bepaalde extremen zijn en die kun je bij de testfase meenemen. Het is daarom belangrijk dat we bepaalde lessen uit de crisis tot ons laten doordringen. Bijvoorbeeld als het gaat om liquiditeit, dan wel het gebrek daaraan tijdens de crisis: we moeten nu echt op het netvlies houden dat we dat soort situaties in de toekomst moeten voorkomen. Dat heeft te maken met ervaring, waarin je situaties die je eerder gezien hebt meeneemt in modellen.”

Dus je pleit ervoor dat organisaties op dat gebied ervaring moeten vasthouden?

“Uiteraard, en dat betekent niet dat je geen jonge mensen aan moet nemen, maar je hebt mensen die wel eens een echte crisis hebben meegemaakt nodig. Nieuwe mensen heb je nodig om bepaalde nieuwe fenomenen te zien. Die combinatie moet je maken.”

Er zijn geluiden vanuit de markt om de hedge van inflatie en rente te verminderen. Dat komt op mij een beetje opportunistisch over. Wat adviseren jullie je klanten daarover?

“Dit is een van de lastigste adviezen die je als uitvoerder kunt geven. Want het hangt ook samen met de risicohouding van de bestuurders van onze klanten. Er is geen one single truth. Wij proberen in ons advies mee te nemen wat de bestaande portefeuille is (als uitgangspunt) en wat de risicohouding van het bestuur is. Dat heeft ongetwijfeld te maken met hun achterban. De keuzes zijn complex. Als je meer verzekert, kost je dat uiteindelijk rendement. Bij pensioenfondsen bestaat nu de rare situatie dat, door de lage rente en de manier waarop dekkingsgraden berekend worden, je flink kunt hedgen en daar nog aan verdient ook. Dat is een bijzonder fenomeen, noem het maar een Goudlokje-scenario. Als je kijkt naar de rentehedge: de mensen die zich al jaren risicomijdend hebben opgesteld, zijn daarvoor dik beloond. Maar het is afwachten of dat zo blijft. Dat maakt het ook lastig: wat is mijn strategische langetermijnpositie? Wat is mijn risicohouding? En welke tactische ruimte sta je de uitvoerder toe? In mijn ervaring als belegger is het moeilijk om op één variabele, de rente, tactische beslissingen te nemen. Het is gevaarlijk om daar veel risicobudget aan toe te kennen. Aan de andere kant is het wel weer verleidelijk. Op basis van je risicohouding moet je bepalen wat je strategische afdekking is, dat kan tussen 25 en 75 procent zitten. De rentehedge is er eigenlijk alleen maar om de nominale dekkingsgraad te managen.”

Ik zie een toezichthouder die stuurt op een nominale dekkingsgraad en voortdurend roept tegen pensioenfondsen dat ze 105% moeten halen. Als je daaronder zit mag je niets: niet indexeren en geen extra risico's nemen. Bind je pensioenfondsen daarmee niet vast op een variabele die niet de werkelijke ambitie van de fondsen weergeeft?

“Dit is en blijft een lastige zaak. Ik herhaal mijn standpunt. Bestuurders moeten goed aangeven welke risico's ze willen nemen en wat ze doen als er iets anders gebeurt dan ze verwachtten.”

In algemene zin heeft het toezichtskader geleid tot een enorme derisking bij de pensioenfondsen, waarmee hun maatschappelijke taak wordt ingeperkt. Moet er in een nieuw pensioenakkoord meer ruimte komen om de uitkeringen meer mee te laten bewegen met de beleggingsresultaten?

“Zelfs na zo'n heftige crisis als in 2008 zijn de rendementen nog redelijk op peil gebleven (jaarlijks gemiddeld 7%). Kennelijk hebben de fondsen het, ondanks alle kritiek, niet zo slecht gedaan als de media soms suggereren. Het rende-hedgen heeft in dat opzicht erg goed uitgepakt. Het langlevensrisico, en de kosten daarvan, wordt ernstig onderschat in het publieke debat. Het niet-corrigeren voor inflatie doet recht daaraan. De uitkeringsduur is gestegen, terwijl daarvoor te weinig was gereserveerd. Uit je resultaten heb je dus eigenlijk je langlevensrisico betaald gekregen. De vraag is vervolgens: hoe verantwoord is het om nog meer risico te nemen? Meer risico

binnenhalen om bovenop het langlevensrisico nog extra rendement te krijgen is discutabel. Daar zou ik zelf niet zo voor zijn. Veel ingewikkelder wordt het dat we nu in rendementstermen profiteren van een hedge, wat ongebruikelijk is en een hoop extra risico oplevert. Vroeg of laat gaat die rente omhoog, dan moet de hedge naar beneden, anders levert dat substantiële verliezen op. Maar de hedge afbouwen levert ook weer risico op en je moet dan ook je aandelen afbouwen. De vraag is of de methode waarmee we rente hedgen wel de juiste manier is van risicoafdekking.”

Stel je voor dat aandelen het minder gaan doen, obligaties het door een hogere rente ook minder gaan doen en de rentehedge daardoor tegen gaat vallen.

“Dat is een omgekeerd Goldilocks-scenario voor pensioenfondsen en het is ook erg vervelend. Ik zeg niet dat ik het antwoord heb, maar ik zeg wel dat besturen goed moeten nadenken over wat de consequenties zijn en hoe ze daarop gaan inspelen. Daar moet ook bij DNB over nagedacht worden. Er zijn modellen gemaakt, maar door de sterke monetaire sturing door de centrale banken zijn die niet meer toepasbaar. Dit laat wederom zien dat risicomodellen sterk beïnvloed kunnen worden door overheidsingrijpen. Het kan best wel eens zo zijn dat het risicoverlagend is om de hedge te reduceren of sterk te verlagen, maar dan moet DNB bereid zijn om het FTK los te laten. Daarom zal die discussie op gang moeten komen. DNB heeft in het verleden sterk vastgehouden aan modellen. Bijvoorbeeld in de ICT-crisis moesten verzekeraars op het dieptepunt van de markt hun aandelen verkopen, waardoor er ontzettend veel verloren is gegaan. Dat heeft DNB ditmaal, na 2008, niet gedaan. Ze hebben daar echt van geleerd.”

Gebruiken jullie derivaten voor longevity?

“Dit is een eenzijdig risico, we worden sowieso ouder, die kans is 100%. Misschien zijn de voorspellingen van de actuarissen wel telkens te voorzichtig geweest. Welke tegenpartij durft dit risico op z'n balans te nemen? Die is er niet. Ik denk persoonlijk dat we maar moeten accepteren dat het zo is. Ik denk niet dat het inzetten van derivaten bijdraagt aan een verantwoord beheer van risico's, want de markt kan maar één kant uit gaan. Het ABP gebruikt ze niet.”

Er is veel discussie over de verplichte central clearing. Beperkt dit jullie in jullie flexibiliteit?

“We verwachten van wel. Het gaat ons niet alleen beperken maar het gaat ook heel veel geld voor de deelnemer kosten. We moeten, ondanks onze hoge kredietwaardigheid, meer zekerheden stellen. Initial margining kost ons geld, en het liquiditeitsrisico wordt verhoogd. Er is ook maar een beperkt aantal potentiële CCP-partijen, en dat levert ook weer systeemrisico op. Je verliest op drie terreinen: kosten, market impact en opportunity loss. De deelnemer betaalt voor de verzekering die overheden willen omdat ze nooit meer een situatie als met AIG willen. Van ons had dit allemaal niet gehoeven en we gaan er duidelijk op achteruit, zonder dat we minder risico lopen.”

Dr. Angélien Kemna (1957) is lid van de Raad van Bestuur en Chief Investment Officer van APG Groep N.V. sinds 1 november 2009. Per 1 september 2014 verruult ze deze rol voor die van Chief Finance & Risk Officer binnen de RvB van APG Groep. Van 2002 tot juli 2007 was Kemna CEO van ING Investment Management Europe met een verantwoordelijkheid voor beleggingen van meer dan EUR 150 miljard. Van 2001 tot 2004 was zij directeur beleggingen wereldwijd. Hiervoor was zij werkzaam in diverse posities binnen de Robeco Groep. En in deze jaren was zij tevens deeltijd hoogleraar Financiële Markten aan de Universiteit Maastricht (1993–1999). Voordat Angélien Kemna haar werk in de beleggingsindustrie startte, doorliep zij een academische carrière. Van 1988 tot 1991 was zij verbonden aan de Erasmus Universiteit. Zij is in 1988 gepromoveerd aan de Erasmus Universiteit op het terrein van financiële en reële opties. Angélien Kemna bekleedt diverse toezichts- en adviesposities. Zij was lid van de Raad van Toezicht van de Universiteit in Leiden en die van de Autoriteit Financiële Markten; momenteel is zij voorzitter van de Raad van Commissarissen van Yellow and Blue, een Nederlandse venture capital onderneming op het terrein van duurzame energie. Daarnaast is Kemna bestuurslid van de Duisenberg School of Finance.

Is er nog een boodschap die je mee zou willen geven?

“Ik betreur het bijzonder dat derivaten in brede zin zo'n slechte reputatie hebben gekregen. Met derivaten op zich is niets mis. Het is een heel efficiënt en goedkoop instrument om exposure te krijgen. Zo ben ik begonnen als student. Maar de bedenkers en ontwikkelaars hebben de verantwoordelijkheid om ze uit te leggen aan degenen aan wie ze derivaten adviseren. Een slecht geadviseerd derivaat is niet het probleem van het derivaat, maar het probleem van de adviseur. Met name bij de VBA en in opleidingen moet daar aandacht aan besteed worden.” ■

Literatuur

_Merton, R., 1973, Theory of rational option pricing, Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 4 nr. 1: 141–183.