

Mistig specialisme

Weinig financiële zaken zo ondoorgroendelijk als derivaten en de verslaggeving daarover. Sommigen zien een 'systeemrisico' wegens gebrek aan zicht. Terecht of 'onnodige paniek'? De compromissen rond IAS 39 verhogen de helderheid in elk geval niet. En dan is er nog de vraag of accountants voldoende zijn toegerust voor dit specialisme.

BERT BAKKER

Op het speelplein van een Amsterdamse basisschool deed de laatste maanden het volgende grapje de ronde: Ken je de mop van die mummie? Nee? Hij is ingewikkeld hoor!

De clou van het woordspelletje waarmee zes- en zevenjarigen elkaar op het verkeerde been zetten, doet denken aan de manier waarop discussies tussen accountants en hun beursgenoteerde cliënten, maar ook tussen accountants onderling en met regelgevers, nogal eens eindigen. Men is het over veel oneens, behalve over het feit dat zowel de afgeleide financiële instrumenten zélf, als de manier waarop die in de jaarrekening weergegeven horen te worden 'ingewikkeld' zijn.

Sluimerend

Twijfel over de correcte waardering en toekomstige waardeschommeling van derivaten was er al langer wel, maar leidde de laatste jaren toch een sluimerend bestaan. De tijd van het rond hedge-fondsdebaacle LTCM en de Azië-crisis, waarin derivaten indirect een rol speelden en waardoor centrale banken zich genoopt voelden op mondiaal niveau afspraken te maken om het toezicht te verscherpen, ligt al lang achter ons. In 2000, twee jaar na die twee crises die de kapitaalmarkten kortstondig deden sidderen, liet directeur van De Nederlandsche Bank Henk Brouwer in een interview optekenen: "Hoewel derivatenconstructies soms zeer complex zijn, is het toch geen probleem om een goed inzicht te krijgen in de

risico's. ... Greeks, de symbolen die de gevoeligheden van een derivatenportefeuille uitdrukken, zijn geen geheimtaal en bieden heldere informatie."

Toegenomen

Sindsdien is het derivatengebruik alleen maar verder toegenomen. Treasurers zetten ze steeds vaker in als hedge-instrument om commerciële bedrijfsrisico's af te dekken, bijvoorbeeld bij ongewenste gevoeligheid voor prijschomme-

Bart van Praag (Universiteit van Amsterdam): 'Ook onder kenners blijkt er bij de waardebeoordeling heel wat ruimte voor interpretatie.'



lingen op de valuta- of de grondstoffenmarkten, of bij krediet- en renterisico's. Wel was er juist in het afgelopen jaar over de boekhoudkundige verantwoording van derivatenposities een flinke discussie, in de aanloop naar het besluit van de Europese Commissie in december 2004 over de details van richtlijn IAS 39. Daarin zijn de regels opgenomen over wanneer en hoe de resultaten op derivatenposities in de balans dan wel de winst- en verliesrekening moeten worden verwerkt. Maar die discussie bleef toch hoofdzakelijk beperkt tot vakspecialisten en lobbyisten.

'Systeemrisico'

Pas sinds Jules Muis, ex-NIVRA voorzitter en ex-vicepresident van de Wereldbank, op de laatste Accountantsdag zijn gehoor toeriep dat hij er helemaal niet gerust op is dat derivatenposities bij bedrijven goed worden gemonitord, is de kwestie bij een breder publiek weer gaan leven. Muis impliceerde in zijn betoog dat het kennisniveau bij accountantskantoren

Ton Vorst (ABN AMRO): 'We houden de waarden van de contracten dagelijks bij, en vragen de tegenpartij zo nodig cash als onderpand bij te storten.'

mogelijk onvoldoende is om te kunnen zien waar en wanneer welke winsten of verliezen zouden ontstaan. Als dat volledige inzicht er op bedrijfsniveau niet is, zei hij, dan houdt dat dus op macroniveau een systeemrisico in. De stabiliteit van de wereldwijde kapitaalmarkten is geenszins gegarandeerd, stelt Muis. "Kijk maar naar wat er nu bij de staatgesponsorde Amerikaanse hypotheekbanken Fannie Mae en Freddy Mac gaande is." Hij doelt daarmee op de berichten dat er bij Fannie Mae na een wijziging in de boekhoudmethodiek, ineens een potentieel verlies op derivatenposities van 25 miljard dollar (!) te voorschijn kwam.

'Onnodige paniek'

De Amerikaanse overheid heeft al laten weten dat de markt er niet op moet rekenen dat zij voor de instellingen garant staat. "Dus", zegt Muis: "hebben we hier potentieel systeemrisico of niet?" Zijn voorstel is om ook onder professionele partijen een systeem van dog-tagging - een soort financiële bijsluiters - bij elk individueel contract te introduceren. Diverse kranten en weekbladen maakten melding van Muis' zorgen over derivaten. Voor controlerend accountant en derivatenspecialist Pieter Veuger van PricewaterhouseCoopers een aanleiding kort daarop in het Het Financieele Dagblad te schrijven dat er volgens hem géén groot risico is van een bubbel in de derivatenmarkt. Muis zaait met zijn opmerkingen onnodig paniek, vindt Veuger. Toch is Muis oprecht bezorgd. Maar is hij ook mét recht bezorgd?

Commerciële risico's

Wie de meningen peilt bij mensen die dagelijks werken met derivaten en de verslaggeving daarover, merkt al snel dat Muis' opvattingen - althans op onderdelen - wel worden gedeeld. "Ja", zegt Bart van Praag, werkzaam aan de economische faculteit van de Universiteit van Amsterdam en kenner van derivatenmarkten, "het valt niet te ontkennen dat ook onder kenners van derivaten steeds behoorlijk wat ruimte blijkt voor de interpretatie van de - toekomstige - waarde van afgeleide producten. Bijvoorbeeld als die een looptijd van twintig of dertig jaar hebben. De prijs van derivaten is mede gebaseerd op statistiek. Zoals een verzekeringspremie ervan uitgaat dat een grote storm eens per honderd jaar voorkomt. Maar die storm kan ook morgen opsteken." Maar in de praktijk komt het volgens Van Praag ook nogal eens voor dat bedrijven er niet in slagen een hedge te construeren die voor honderd procent dekkend is voor de commerciële risico's die ze lopen. "Dan blijft er per saldo dus een nettorisicopositie over."

Basiskennis

Dat laatste komt niet alleen voor bij treasuries van bedrijven die derivaten als eens soort verzekering gebruiken, maar ook bij beheerders van hedgefondsen. Van Praag: "Terecht dus dat de Amerikaanse beursautoriteit SEC nu heeft besloten, wellicht mede vanwege de systeemrisico's, werk te zullen maken van het toezicht op hedgefondsen." Als het gaat om het kennisniveau van derivaten bij de gemiddelde registeraccountant wil Henk Verhoek, hoofd verslaggeving bij het NIVRA, wel kwijt dat er naar zijn indruk nog veel te verbeteren is. "In discussies over de behandeling van derivatenposities in de jaarrekening hoor ik té vaak nog zeggen: dat moet maar door een expert beoordeeld worden. Maar ik vind dat elke RA een behoorlijke basiskennis van derivaten zou moeten hebben. Al is het maar om potentieel risicovolle posities te kunnen herkennen, of zelfs om tegen een klant te zeggen: dit gaat mijn kennisniveau te boven, ik kan uw jaarrekening dus niet certificeren." Verhoek ziet wel dat er via cursussen aan dat kennisniveau wordt gewerkt. "Maar we zijn er nog niet."

Onzeker en voorzichtig

Verhoeks indruk dat RA's met grondige kennis van zaken van derivatenproducten nog tamelijk dun gezaaid zijn, wordt gedeeld door ►



FOTO: MARIA BROUWER

IAS 39 en de 'carve outs': van de regen in de drup

De bedoeling van IAS 39, per 1 januari 2005 verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen, was onder meer om jaarrekeninggebruikers heldere informatie te geven over derivatenposities. Dit door die niet langer *off balance* te rapporteren in termen van historische aanschafprijs, maar tegen *fair value* op de balans te zetten.

Het streven naar eenduidigheid is echter doorkruist door de lobby van een aantal continentaal-Europese banken en de Europese Centrale Bank. Commerciële banken voorzagen scenario's waarin hun vermogen sterk zou fluctueren, ook als dat niet een weerspiegeling is van feitelijke veranderingen in hun financiële positie. De ECB vreesde dat er vreemde effecten zouden optreden als ook vreemd vermogen tegen *fair value* gewaardeerd zou worden. Op Europees niveau bedongen ze *carve outs* (uitzonderingen) op IAS 39, die enerzijds een beperking en anderzijds een verruiming inhielden ten opzichte van de mondiaal geldende IFRS.

Nu was IAS 39 bij eerdere compromissen toch al overgegaan op een *mixed valuation* (ook wel attribution-model), waarin soms zowel historische kostprijs als *fair value* gebruikt kan worden bij de waardering van financiële instrumenten (waarmee hier behalve derivaten ook leningen en beleggingen bedoeld kunnen zijn).

Dit alles leidde tot frustratie. Niet alleen bij Jules Muis, maar ook bij de accountants Pieter Veuger en Michiel van der Lof, en treasurer Dick van Ommen. Ze vrezen dat het loslaten van IAS 39 als wereldstandaard wellicht tot opportunistisch en inconsequent gebruik van waardeeringsmaatstaven leidt. Ook maken zij zich zorgen over de gebruiker. Het *mixed model* zal veel vragen bij jaarrekeninggebruikers oproepen, en dus veel uitleg vergen. Die gebruikers belanden volgens Muis nu van "de IAS-39-regen in de Europese *carve out*-drup".

Derivaten

Derivaten hebben bij brave burgers geen goede naam. Dat komt door beruchte affaires waarbij bedrijven grote verliezen leden op derivatenposities: Barings Bank, Sumitomo, First Allied, het hedgefonds LTCM en onlangs nog de kerosinehandelaar China Aviation Oil. Dat verliezen soms zo oplopen komt deels door de complexiteit, deels door de hefboomwerking die derivaten eigen is. De waarde van derivaten is immers een afgeleide van iets anders. Opties, swaps, forwards, futures kunnen worden afgesloten met bijvoorbeeld aandelen, obligaties, valuta, olie of andere grondstoffen als onderliggende waarde. Derivaten zijn bij bedrijven zeer populair geworden omdat ze zich ermee kunnen beschermen tegen bijvoorbeeld valuta- of renteschommelingen. Tegenpartij van die bedrijven zijn veelal banken, die derivatenposities op hun beurt weer doorverhandelen; onderling of met institutionele beleggers of hedgefondsen als tegenpartij. De waarde van uitstaande contracten groeit dan ook exponentieel. Bij alleen al Nederlandse banken nam dat toe van circa \$ 4.500 miljard in december 2000, tot bijna \$ 8.700 miljard per einde 2003. Rente-swaps blijken het meest gebruikte instrument. Niet-ingewijden kunnen terecht geïntimideerd zijn door de complexiteit van dit soort *structured products*, en ook door de huis-, tuin- en keukenproducten onder de derivaten. Maar ook 'wel ingewijden' hebben er soms moeite mee. De omvang van de uitstaande bedragen echter zegt op zichzelf niet veel over de risico's die individuele marktpartijen lopen.

Extra aandacht nodig

Het NIVRA vindt dat het complexe en groeiende terrein van de verslaggeving van financiële instrumenten, en de controle daarvan, speciale aandacht behoeft. De komende tijd zal dit nader worden uitgewerkt. Tijdens een rondetafelbijeenkomst met deskundigen in mei 2005, zal in kaart worden gebracht of, waar en op welke wijze extra actie nodig is. Zowel het versterken van de bewustwording bij de leden via publicaties als het onder de aandacht brengen van VERA-cursussen en voorlichting via de ledensite (bijvoorbeeld via een aantal uitgewerkte voorbeelden) kunnen daarvan deel uitmaken. Overigens wordt in VERA-cursussen al jaren aandacht besteed aan derivaten. Zo is het een belangrijk onderdeel van de cursus 'Introductie financieel beleid' (15-17 augustus 2005), en staat voor eind dit jaar de cursus 'Financiële innovaties, actief rente- en valutamanagement' op het programma.

Dick van Ommen, zelf registeraccountant, treasurer bij de Koninklijke BAM Groep in Bunnik en sprekend als bestuurslid van de Nederlandse vakvereniging van treasurers DACT. "Je merkt - en ik hoor dat ook van collega-treasurers - dat zodra vragen over derivatenkwesties specifiek worden, de mensen van je externe accountantskantoor toch steeds moeten terugvallen op het handjevol echte specialisten binnen hun organisatie."

Nu moeten beursgenoteerde bedrijven dit jaar voor het eerst rapporteren volgens de IAS 39-voorschriften. Van Ommen denkt dat het voor de big four-kantoren die voor die categorie werken, ook een gewinningskwestie is. "Je merkt dat je accountant nog onzeker en voorzichtig is. De grenzen worden nog gezocht. Na verloop van tijd zal duidelijker worden wat wel en niet kan." Verder wijst hij er op dat veel accountants voor het MKB werken waar IFRS nog niet van toepassing is. "De urgentie om vertrouwd te raken met de

Michiel van der Lof (Ernst & Young): 'Dat de Europese Unie ruimte biedt voor verschillende manieren om het resultaat op derivaten te boeken, zie ik als een grote misser.'

behandeling van derivatenposities is daar dus minder groot."

Bubbel?

Niemand beweert dat het toezicht op microniveau zonder feilen is, en niemand sluit dus voor honderd procent uit dat de wereld op macroniveau geen risico's loopt. Maar Muis' gevoel dat er in de derivatenmarkt, waarin nominaal triljarden dollars omgaan - maar grote bedragen zijn nu eenmaal inherent aan een business die leeft van waarden die een afgeleide zijn van iets anders - best eens sprake kon zijn van een enorme bubbel, vindt toch niet veel weerklank.

Een meermalen gehoorde reactie op de bubbelhypothese was: "Tja, het kan gebeuren dat ergens winsten tegen marktwaarde wordt geboekt, en verliezen tegen historische kostprijs. Misschien speelt iets dergelijks bij Fannie Mae. Maar is dat een bubbel?"



FOTO: MARIA BROUWER

Jules Muis: 'Als volledig inzicht er op bedrijfsniveau niet is dan houdt dat op macroniveau een systeemrisico in.'

Risicobeheersing

Ton Vorst is hoofd Market Risks bij ABN Amro in Amsterdam. "Ik zie in de praktijk dat er de laatste jaren bij de grotere, professionele partijen veel vooruitgang is geboekt om tegenpartijrisico's te beheersen, en dat op zich kan ook het systeemrisico beperken, lijkt mij. Wij vragen de tegenpartijen bij onze derivatentransactie nu standaard een *collateral agreement* te tekenen. We houden de waarden van de contracten dagelijks bij, en vragen de tegenpartij zo nodig cash als onderpand bij te storten."

Over hedgefondsen zegt Vorst: "Dat is een ander type tegenpartij dan de 'gewone' derivatengebruiker. Maar ook al zou er opnieuw zo'n hedgefonds in problemen komen, dan lijden de beleggers in het fonds daar wel onder, maar niet per se de instellingen die er zaken mee deden en ontstaat er dus geen bron van systeemrisico."

Overigens overheerst in de financiële wereld sowieso het idee dat een wereld zonder derivaten juist minder stabiel zou zijn dan mét.



FOTO: MARIA BROUWER

Henk Verhoek (NIVRA): 'Elke RA zou een behoorlijke basiskennis van derivaten moeten hebben.'

Vooruitgang

Pieter Veuger van PwC, auteur van het eerdergenoemde FD-artikel, baseert zijn gemoedsrust ook op wat er inmiddels gedaan wordt om zowel micro- als macro-ongelukken te voorkomen. "Muis heeft gelijk als hij zegt dat derivatenkenners soms meningsverschillen hebben over de waarde van op maat gesneden, dus niet-liquide contracten. Maar terwijl de producten complexer werden, werd ook de monitoring en dus de transparantie beter. Er is vooruitgang qua contractvoorwaarden, uitvoeringseisen, en het management van krediet- en tegenpartijrisico. Partijen kijken bij elkaar hoe het risk management is georganiseerd. Soms vragen ze: waarvoor wilt u dit derivaat gebruiken?"

Veuger gelooft niet in het idee van *dog-tagging* van contracten: "Hoe moet dat werken? Wie leest bijsluiters? Wie houdt toezicht? Wie stelt de normen?" Veuger ziet de oplossing in toezicht op individuele marktpartijen. Eventueel in een vorm van zorgplicht. "Proctor & Gamble kreeg gelijk van de rechter toen men een te



FOTO: SIMONE VAN ES

Pieter Veuger (PwC): 'Er is vooruitgang qua contractvoorwaarden, uitvoeringseisen en het management van krediet- en tegenpartijrisico.'

ondoorzichtig contract wilde laten ontbinden. Dat lijkt mij een goed signaal."

Grote misser

Ook Michiel van der Lof, een van de IFRS-specialisten bij Ernst & Young in Amsterdam, maakt zich over de macrorisico's per saldo minder zorgen dan over de complicaties op bedrijfs-, dus microniveau. "Ik denk dat de risico's eerder zitten bij bedrijven - en bij accountantskantoren die maar incidenteel met derivaten te maken krijgen. Het midden- en kleinbedrijf is wat de controle betreft nog een grijs gebied. Voor grote, beurgenoteerde bedrijven voorzie ik vooral problemen bij de interpretatie van IAS 39. Dat de Europese Unie daarin nu besloot af te wijken van IFRS en ruimte te bieden voor verschillende manieren om het resultaat op derivaten te boeken, zie ik als een grote misser. Nu leidt IFRS niet meer tot de beoogde vergelijkbaarheid van resultaten. Daar wijst Muis ook op en daarin ben ik het volledig met hem eens." ■