Uw bedrijf heeft meer kapitaal dan u denkt

Vaak dient een groot deel van het eigen vermogen alleen als verzekering tegen de risico's die verbonden zijn aan het managen van activa en activiteiten waarmee geen waarde wordt gecreëerd. Met de moderne financiële instrumenten kan dat vermogen worden vrijgemaakt voor waardescheppende activiteiten.

R.C. Merton is hoogleraar aan de Harvard Business School, ontving in 1997 de Nobelprijs voor economie, en is mede-oprichter van Integrated Finance Limited, een gespecialiseerde investment bank die strategisch advies geeft aan ondernemingen en overheden en diensten levert op het gebied van vermogensbeheer.

Vraag de topmanager van zomaar een fabrikant of dienstverlener wat zijn of haar onderneming doet met derivaten, en u wordt waarschijnlijk doorverwezen naar de directeur financiën. Bedrijven in de financiële sector en bedrijven die grondstoffen produceren of verhandelen, kennen derivaten allang als strategisch instrument. Topmanagers bij de meeste andere bedrijfstakken volharden echter nog steeds in het beeld van derivaten als een hoofdzakelijk tactisch instrument dat niets te maken heeft met de kerntaak van het management: concurrentievoordeel ontwikkelen en op peil houden. Daarom laten zij het beheer van de derivatenportefeuille van de onderneming graag over aan de financiële experts van de onderneming.

De risico's van die houding zijn natuurlijk genadeloos aan de kaak gesteld door de diverse schandalen die zich her en der in het bedrijfsleven hebben voorgedaan, waarbij zonder afdoende kennis van zaken of gezag grote risico's werden genomen. Wat niet zo goed wordt beseft, is dat topmanagement en directies een enorme strategische kans laten liggen doordat zij onvoldoende aandacht besteden aan de manier waarop hun ondernemingen met risico omgaan.

Dankzij de inventiviteit van de moderne financiële markten kan het management de kapitaalstructuur van de onderneming in principe zodanig inrichten dat de aandeelhouders, houders van vreemd vermogen, schuldeisers, gepensioneerden en andere belanghebbenden aan de passivazijde van de balans alleen het – wat ik zou willen noemen – waardescheppende risico hoeven te dragen. Dat zijn de risico's die verbonden zijn aan activiteiten met een netto contante waarde waarin de onderneming een concurrentievoordeel heeft. Alle andere risico's kunnen worden afgedekt of verzekerd in de financiële markten.

Bij de meeste grote ondernemingen wordt het eigen vermogen gebruikt als buffer tegen allerlei risico's waar de onderneming niet noodzakelijkerwijs beter tegen bestand is dan welke andere partij dan ook. Als het risico dat geen waarde schept (het passieve risico) kon worden geëlimineerd, zou een onderneming haar bestaande eigen vermogen kunnen gebruiken om veel meer waardescheppende activa en activiteiten te financieren dan de concurrentie. Haar aandelen zouden dan sterk in waarde stijgen. Met 'financial engineering' kan enorm veel waarde worden gecreëerd voor de aandeelhouder.

Dit is niet alleen maar een theoretische kans. Eén innovatie – 'de rente-swap', die ongeveer twintig jaar geleden zijn intrede deed – heeft al één grote sector, het bankwezen, in staat gesteld om het waardescheppend vermogen per dollar eigen vermogen sterk op te voeren. Met het toenemend scala derivateninstrumenten is er geen reden waarom andere ondernemingen dat niet ook zouden kunnen doen. Op die manier zouden tientallen miljarden dollars aan waarde voor de aandeelhouders kunnen worden gecreëerd. De mogelijkheden zijn vooral groot voor niet-beursgenoteerde bedrijven, aangezien zij geen toegang hebben tot de openbare aandelenmarkten en derhalve niet gemakkelijk hun eigen vermogen kunnen vergroten door meer aandelen uit te geven.

Met andere woorden: slimme financiële engineering maakt eigen vermogen vrij voor strategische investeringen. Daardoor kan een onderneming meer waardescheppende groei financieren met dezelfde hoeveelheid eigen vermogen. Bovendien neemt het risico dat de onderneming draagt niet toe. Het enige wat verandert is de aard van het risico. En alsof dat nog niet genoeg is, kan het management, zoals we later in dit artikel zullen zien, al deze waardescheppende groei creëren zonder de manier van werken van de onderneming te hoeven veranderen.

Op de volgende pagina's ga ik in op het onderscheid dat het management zal moeten maken tussen waardescheppend en passief risico. Vervolgens zal ik uitleggen hoe men een risicobalans kan creëren die het volledige scala risico's in beeld brengt en precies aangeeft hoeveel hoe groot de buffer aan eigen vermogen moet zijn. Met behulp van de risicobalans kan de onderneming de risico's bepalen die zij niet direct zelf wil dragen, en berekenen hoeveel eigen vermogen er kan worden vrijgemaakt om met behulp van financiële instrumenten meer waardescheppend risico aan te gaan. Daarna zal ik beschrijven hoe verschillende soorten derivatencontracten strategisch worden gebruikt, en zullen worden gebruikt, om uiteenlopende risico's te ondervangen of de onderneming ertegen te verzekeren. Alleen al met deze instrumenten kan de onderneming een enorm potentieel aan waardecreatie aanboren. Deze instrumenten vormen slechts nog maar het topje van de ijsberg – vele instrumenten bestaan al, maar er zullen er zeker nog meer bijkomen.

Met slimme financiële engineering kan een onderneming meer waardescheppende groei financieren met dezelfde hoeveelheid eigen vermogen

Waardescheppend versus passief risico

Topmanagers beschouwen strategie doorgaans in termen van concurrentievoordeel: welke activa en capaciteiten hebben wij, waarmee wij dingen beter kunnen doen dan onze concurrenten? De New York Times Company, bijvoorbeeld, heeft een concurrentievoordeel in zijn verslaggeving en nieuwsredactie, en mogelijk ook in druk en distributie, maar niet in de productie van krantenpapier, om maar eens wat te noemen. Een fabrikant van krantenpapier als Bowater in South-Caroline (de grootste producent van krantenpapier in de Verenigde Staten) is op dat laatste gebied vermoedelijk weer in het voordeel. De literatuur over strategie weerspiegelt deze manier van denken. Begrippen als 'concurrentievoordeel' en 'kerncompetentie' impliceren dat niet alle activa en activiteiten van een onderneming waarde opleveren, en dat ondernemingen beter zullen presteren naarmate zij zich concentreren op activa en activiteiten die dat wel doen.

Topmanagers lijken echter niet te beseffen dat eenzelfde onderscheid van concurrentievoordeel kan worden gemaakt ten aanzien van de risico's van de onderneming. De Times kan de risico's van de nieuwsgaring relatief goed dragen omdat de krant zulke goede journalisten heeft, maar als het gaat om het kostprijsrisico van papier heeft de krant geen noemenswaardig voordeel. Daarmee is echter niet gezegd dat de kosten van krantenpapier onbelangrijk zouden zijn voor de Times. Het gaat er alleen om, dat de Times dat risico vermoedelijk niet beter kan dragen dan de gemiddelde onderneming, en vermoedelijk veel minder goed dan Bowater.

Het algemene bankbedrijf biedt een treffend voorbeeld van dit onderscheid. Een traditionele bank gaat in essentie twee soorten risico's aan. Eén soort risico betreft het vermogen van de bank om klanten te vinden en te bedienen (selectie van locaties voor bijkantoren, ontwikkeling van productpakketten enzovoort). Dit zijn de waardescheppende risico's. Door deze risico's aan te gaan, en met succes de bijbehorende activiteiten en activa te voeren, kan de bank een rendement verdienen waarmee de kapitaalkosten ruimschoots worden terugverdiend. Het tweede type risico heeft te maken met de verschillende behoeften van klanten. Iemand die zijn geld bij een bank in bewaring geeft, zal op elk gewenst moment over dat geld willen kunnen beschikken. Iemand die geld leent van een bank zal vooral uit zijn op een vast renteniveau en een zo langdurig mogelijk betalingsuitstel. De bank loopt het risico dat de rente die ze op ontvangt op uitstaande langlopende leningen lager uitvalt dan de korte rente die zij betaalt op de ingelegde gelden.

De meeste bankiers zullen erkennen dat zij het renterisico niet goed kunnen voorspellen en ondervangen. Ook zullen zij erkennen dat de materiële en immateriële activa van de bank (klant-databanken en relaties, bijvoorbeeld) hen niet helpen om dat risico te dragen. Een bank die wel heel goed de rente-ontwikkeling kan voorspellen kan heel veel geld verdienen door deze expertise toe te passen in het vermogensbeheer voor derden. Enkele grote banken hebben dat ook gedaan. Vanuit het perspectief van het kernbedrijf van een algemene bank heeft het renterisico echter geen waardescheppend potentieel (de risico's die wél waarde toevoegen

voor deze bank zouden dat weer niet hebben in de markt voor vermogensbeheer).

Waarom is dit onderscheid belangrijk? Of de risico's van een onderneming nu waarde toevoegen of niet, ze vereisen altijd een buffer aan risicokapitaal. Dat wordt meestal verschaft door de eigenaren van de verplichtingen van de onderneming, hoofdzakelijk de aandeelhouders. Tenzij de onderneming haar risico's op andere manieren kan ondervangen of zich ertegen kan verzekeren, wordt haar vermogen om die risico's te dragen hoofdzakelijk beperkt door de omvang van die buffer aan eigen vermogen. Hoe groter de risico's die de onderneming direct moet dragen, des te groter moet dus ook de buffer aan eigen vermogen zijn.

Neem bijvoorbeeld een onderneming waar de bescherming tegen risico's volledig bestaat uit eigen vermogen. Het totale vreemd vermogen heeft daardoor kredietwaardigheid AAA. Veronderstellen we verder dat aan de andere kant van de balans, de activazijde, hoegenaamd geen waardescheppende activa of capaciteiten staan. Die activa zouden niet bijzonder renderen – hoger noch lager dan wat iedere passieve belegger zou verdienen. De aandelen van de onderneming zouden in de markt echter minder waard zijn dan de verkoop- of boekwaarde van de activa. Dat komt doordat de kosten van eigen vermogen niet volledig worden bepaald door de risico's van de activa en activiteiten die mede met het eigen vermogen worden gefinancierd. Allereerst leidt eigen vermogen tot een fiscale last – rente aan schuldeisers is fiscaal aftrekbaar, dividend niet. Bovendien, en dit is nog belangrijker, brengt het karakter van het eigen-vermogencontract aanzienlijke agency-kosten met zich mee, waardoor managers sterk in het voordeel zijn ten opzichte van aandeelhouders. (Bij vreemd vermogen, daarentegen, zijn er expliciete convenanten waarmee obligatiehouders in het voordeel zijn tegenover managers.) De transactiekosten bij de uitgifte van eigen vermogen zijn veel hoger dan bij andere vormen van risicodekking. Zonder deze kosten zouden de aandelen van de onderneming op of pal onder de boekwaarde worden verhandeld. Het management zou ook veel meer eigen vermogen aantrekken dan men nu doet. De optimale kapitaalstructuur zou zelfs inhouden dat dermate veel eigen vermogen zou worden aangetrokken dat alle schulden en andere verplichtingen van de onderneming een AAA-kredietwaardigheid zouden krijgen. Het aangetrokken kapitaal zou dan in passieve financiële activa worden gestoken, om daar vervolgens aan te worden onttrokken zodra zich nieuwe mogelijkheden voordoen om te investeren in bedrijfsactiviteiten.

Door de extra kosten ervan is eigen vermogen echter een buitengewoon kostbare vorm van risicofinanciering. Daarom maken managers er in de praktijk slechts in beperkte mate gebruik van. (Zie voor meer informatie over agency- en transactiekosten het kader 'De hoge kosten van eigen vermogen'.)

De hoge kosten van eigen vermogen

Eigen vermogen is verreweg de meest veelzijdige vorm van risicodekking. Er zijn geen eisen aan verbonden – het management heeft de volledige zeggenschap over het aangetrokken geld en hoeft het niet terug te betalen. Aandeelhouders kunnen alleen maar de directie benoemen en winstdelingen ontvangen. Eigen vermogen kan dus worden gebruikt om ieder denkbaar bedrijfsrisico te ondervangen. Daarom krijgen ondernemingen met een hoog eigen vermogen doorgaans ook de hoogste kredietwaardigheid toegekend.

Eigen vermogen kost de onderneming echter ook de hoogste premie van alle vormen van risicodekking die er zijn. Omdat zij afstand doen van hun rechten eisen aandeelhouders een hogere beloning dan ze zouden krijgen louter voor het feit dat ze het risico dragen van de investering waar hun geld in wordt gestoken.

De agency-kosten van het eigen vermogen, zoals dit wordt genoemd, worden vergroot door de transactie waarmee de betreffende financiën worden aangetrokken. Beursgenoteerde ondernemingen moeten hun aandelen aanbieden aan alle potentiële beleggers en mogen geen enkele groep in het voordeel stellen. Dit sterk gereguleerde en soms langdurige proces kost het management veel tijd. De management- en emissie-honoraria van een beursgang vertegenwoordigen vaak ongeveer zeven procent van de waarde van het uitgegeven aandelenkapitaal. Een onderneming kan de emissiepartijen omzeilen (of in elk geval hun honoraria verlagen) door te kiezen voor een claim-emissie, waarbij uitsluitend bestaande aandeelhouders worden aangezocht om nieuw geld in te brengen. In dat geval kan de onderneming haar beleggersbestand echter niet uitbreiden. Tegelijkertijd moet ze toch korting aanbieden om aandeelhouders over te halen om deel te nemen aan de emissie dan wel hun claims te verkopen aan derden.

Een onderneming kan ook een fiscale last op zich laden wanneer zij eigen vermogen uitgeeft. Rentebetalingen op schulden zijn fiscaal aftrekbaar – dividend niet. Een onderneming kan zelfs waarde creëren door vreemd in plaats van eigen vermogen aan te trekken en daarbij een lagere kredietwaardigheid-rating te accepteren zolang de kosten van dat vreemd vermogen lager zijn dan de fiscale voordelen.

Als het management behoefte heeft aan de flexibiliteit van eigen vermogen, dan zal men de belegger daarvoor de vereiste prijs moeten betalen. Het is echter verspilling om te betalen voor een risicobuffer die in alle gevallen inzetbaar is, zoals eigen vermogen, in die gevallen waarin een meer specifieke, en daardoor vaak ook minder kostbare, buffer voldoet.

Vormt het eigen vermogen echter een buffer voor het risico bij investeringen die (gecorrigeerd voor het risico) een hoger rendement moeten opleveren dan een passieve belegging in de markt met hetzelfde risico, dan zal het aandeel uitstijgen boven de waarde van het kapitaal dat in de onderneming is geïnvesteerd. Dat heeft aanzienlijke consequenties voor de strategie. Zoals gezegd dragen de activa verbonden aan het passieve risico er niet toe bij dat de waarde van de onderneming uitstijgt boven de netto boekwaarde. De onderneming kan nu in principe waarde scheppen zonder extra eigen vermogen aan te trekken. Door alleen maar bestaand passief risico te elimineren, wordt het risico-draagvlak voor waardescheppende investeringen versterkt. We zullen zien dat de waarde, die op deze manier kan worden gecreëerd, meer doet dan alleen de belegger compenseren voor de onproductieve kosten van eigen vermogen. Ook als er geen nieuwe investeringskans is, kan het management hiermee waarde creëren: het verkleinde risico kan worden gebruikt om ook het eigen vermogen in de totale vermogensstructuur te verkleinen zonder de kredietwaardigheid aan te tasten.

Alle soorten risico's in kaart

Wanneer een onderneming al haar risico's in kaart heeft gebracht en heeft bepaald welke ervan waarde toevoegen, kan ze haar risicobalans opstellen en uitrekenen met hoeveel het eigen vermogen kan worden verminderd door passieve risico's af te dekken, af te stoten of te verzekeren. (Het management dient zich hierbij niet te beperken tot de risico's die verbonden zijn aan de activa en passiva op de formele balans; men moet kijken naar alle soorten risico, al dan niet expliciet opgenomen in de bedrijfsrekeningen, waaronder ook de risico's verbonden aan immateriële activa zoals de reputatie van de onderneming of belangrijke kenniswerkers.)

De modelinstrumenten waarmee een onderneming haar behoefte aan eigen vermogen kan berekenen zijn doorgaans gebaseerd op het concept van 'Value At Risk' (VAR), een maatstaf uitgedrukt in geld van het totale risico van een onderneming. De meest geavanceerde VAR-instrumenten vinden we waarschijnlijk in de effectenwereld en het bankwezen. Daar wordt het concept van 'Value At Risk' allang toegepast bij het opstellen van de risicorapportage voor het interne topmanagement en de rapportages over de kapitaalvereisten aan de regelgevers. Werken met VAR houdt in dat eerst de volatiliteit van de waarde van de bedrijfsportefeuille van de onderneming wordt geschat. Vervolgens wordt op grond daarvan berekend hoeveel de activa van de onderneming, gegeven een bepaalde waarschijnlijkheidsgraad, gedurende een bepaalde periode maximaal in waarde zouden kunnen dalen. Een bank kan bijvoorbeeld al haar activiteiten op een rij zetten en schatten dat ze met 99 procent zekerheid gedurende een periode van tien dagen niet meer dan vijfhonderd miljoen dollar aan waarde zal verliezen. Dat wil zeggen, er is een kans van slechts één procent dat de bank gedurende die periode meer dan vijfhonderd miljoen dollar verliest. Deze vijfhonderd miljoen dollar vormen de tiendaagse VAR van één procent. De geschatte behoefte aan eigen vermogen van de onderneming is meestal een veelvoud ('multiple') van de VAR. Deze 'multiple' wordt bepaald door de overige verplichtingen die de onderneming moet dekken. Bij een gelijke volatiliteit in de waarde van de activa krijgt een onderneming met een grote buffer aan eigen vermogen een hogere kredietwaardigheid van schuldeisers dan een onderneming met een kleine buffer. De kredietwaardigheid bepaalt de hoeveelheid krediet die geldschieters de onderneming zullen willen geven, en tegen welke voorwaarden. Stel dat onze bank kennis neemt van het oordeel van Moody's en Standard & Poor's over haar kredietwaardigheid en vervolgens bepaalt dat een eigen vermogen van drie keer de VAR voldoende is voor een AAA-'rating'. In dat geval zou zij anderhalf miljard dollar eigen vermogen nodig hebben (drie keer vijfhonderd miljoen). Met andere woorden, de bank zou tot anderhalf miljard dollar aan activa kunnen verliezen voordat zij niet langer aan haar verplichtingen jegens schuldeisers en andere belanghebbenden zou kunnen voldoen.

Het is belangrijk om voor ogen te houden dat de vereiste hoeveelheid eigen vermogen niet wordt bepaald door de kosten of de omvang van de activa van onderneming, maar door het risico dat daaraan verbonden is (hier afgemeten aan de VAR). Met haar activa draagt de bank het risico verbonden aan de dienstverlening aan klanten en het renterisico. Veronderstel dat de financiering van die activa vijftien miljard dollar bedraagt. Dat bedrag zou kunnen worden aangetrokken met het eigen vermogen van

1,5 miljard dollar en 13,5 miljard dollar aan leningen tegen AAA-condities. Wanneer echter dezelfde activa (die dezelfde VAR opleveren) twintig miljard dollar kosten, zou de bank nog steeds maar 1,5 miljard dollar eigen vermogen nodig hebben. De resterende 18,5 miljard dollar zouden ook nu kunnen worden aangetrokken door AAA-schuldpapier uit te geven. In beide gevallen geldt, dat als het eigen vermogen in de financiering lager uitvalt dan anderhalf miljard dollar, en bijvoorbeeld één miljard dollar bedraagt, de schuld van veertien respectievelijk negentien miljard dollar niet langer tegen AAA-condities zou kunnen worden aangetrokken. Nu zou immers een deel van de VAR worden gedragen door de schuldeisers. Zij zouden daarvoor gecompenseerd willen worden met een hogere rentevergoeding.

De hoeveelheid benodigd eigen vermogen staat ook los van de kapitaalkosten. Een onderneming met relatief hoge gewogen gemiddelde kapitaalkosten ('weighted average cost of capital', of WACC) hoeft niet noodzakelijkerwijs meer eigen vermogen te hebben dan een onderneming met relatief lage kapitaalkosten. Dat komt doordat de WACC niet wordt bepaald door het totale risico van de onderneming, oftewel de VAR, maar alleen door de mate van stelselmatig risico. Dit stelselmatige risico wordt afgemeten aan de gevoeligheid van de waarde van de activa van onderneming voor de algemene ontwikkelingen op de beurzen. (Financieel economen spreken in dit verband, in de context van het Capital Asset Pricing Model van Sharpe, van de 'beta' van een actiefpost). Neem bijvoorbeeld een onderneming die voor één miljard dollar aan activa heeft geïnvesteerd in een project met slechts twee mogelijke uitkomsten: de hele investering gaat ofwel verloren of wordt verdubbeld. De uitkomst is, zogezegd, een kwestie van kop of munt. In dat geval wordt de uitkomst van het project in het geheel niet beïnvloed door de algemene ontwikkelingen op de beurs. Het project heeft dan een stelselmatig risico van 0, en de beloning voor de risico's van het project zal daarom gelijk zijn aan de risicovrije beloning. Het vereiste (of equilibrium) verwachte rendement op deze investering zou betrekkelijk laag zijn vergeleken met dat van een onderneming in een activiteit die wél gevoelig is voor de algemene beursontwikkeling. Er zou echter veel eigen vermogen nodig zijn omdat er vijftig procent kans bestaat dat de totale investering verloren gaat.

In figuur 1 is een vereenvoudigde risicobalans weergegeven voor een algemene bank. Aan de linkerzijde zou het management de activa weergeven: natuurlijk de uitstaande leningen, maar ook materiële en immateriële activa als kantoren, IT-uitrusting, databanken en merken waarmee de bank klanten aantrekt en diensten levert. Ter rechterzijde zouden de verschillende verplichtingen staan: deposito's van klanten, vreemd en eigen vermogen. Het management zou voor elk type activa en passiva de marktwaarde of intrinsieke waarde weergeven, alsmede de VAR die elke actiefpost de onderneming oplegt en die elke passiefpost draagt. Waar mogelijk zal de onderneming de specifieke risico's van een bepaalde actiefpost specificeren. In dit geval kleven er twee evidente risico's aan uitstaande kredieten: het renterisico en het kredietrisico.

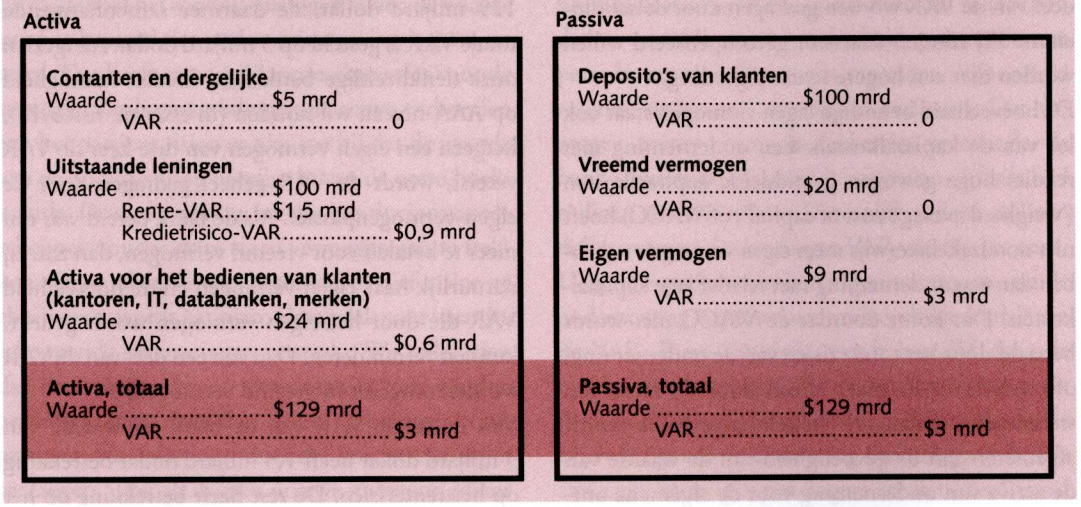
De activa van de bank hebben een totale waarde van 129 miljard dollar; de daarmee samenhangende totale VAR is gesteld op 3 miljard dollar. Aangezien onze denkbeeldige bank haar kredietwaardigheid op AAA-niveau wil houden (in essentie risicovrij), hetgeen een eigen vermogen van drie keer de VAR vereist, wordt de VAR geheel gedragen door de eigen-vermogenpassief. Als de bank bereid was om meer te betalen voor vreemd vermogen, dan zou zij natuurlijk haar eigen vermogen en de hoeveelheid VAR die door het eigen vermogen wordt gedekt, kunnen verminderen. Dan zou een deel van de VAR worden omgezet in vreemd vermogen.

Van de totale VAR van de bank ter waarde van 3 miljard dollar heeft 1,5 miljard dollar betrekking op het renterisico. De rest heeft betrekking op het waardescheppende risico dat verbonden is aan het managen en bedienen van mensen die de bank geld hebben toevertrouwd dan wel geld hebben geleend, en met het inschatten en dragen van het kredietrisico. Stel nu eens dat de bank die passieve VAR uit haar activiteitenportefeuille zou kunnen halen door dat risico af te dekken of zich ertegen te verzekeren zonder de waardescheppende kant van het bedrijf aan te tasten. De totale VAR zou dan slechts 1,5 miljard dollar bedragen. In dat geval zou de bank toe kunnen met een eigen vermogen van 4,5 miljard dollar (drie keer 1,5 miljard) om zowel haar bestaande waardescheppende activiteiten in stand te houden alsook haar kredietwaardigheid op AAA te houden. De onderneming zou dan eigen vermogen kunnen teruggeven aan de aandeelhouders (en dit vervangen door vreemd vermogen met een AAA-rating); de marktwaarde van de onderneming zou stijgen met de bespaarde onproductieve kosten van het eigen vermogen verminderd met de kosten van de risicodekking of verzekering die in de plaats van het eigen vermogen is gekomen. De waardestijging zou aanzienlijk kunnen zijn.

Aangezien de bank al beschikt over het eigen vermogen voor een VAR van 3 miljard dollar zou men

Figuur 1. De risicobalans

Een onderneming die haar eigen vermogen beter wil gebruiken, kan een risicobalans opstellen waarin de activa worden aangegeven in termen van zowel waarde als risico, en waarin ook wordt aangeven voor welk deel van de totale waarde en risico een passiefpost een buffer vormt. Dit document omvat alle activa en risico's van de onderneming (bijvoorbeeld, in het geval van een bank, de depositoverzekering voor de banken die daarvoor een aanmerking komen tegen een vergoeding, en natuurlijk alle contractuele overeen komsten – swaps, opties, 'futures' en pensioenfondsactiva – op of buiten de balans om, en alle belangrijke passiva (waaronder de leningsgaranties aan klanten en leveranciers, uitgestelde beloning voor medewerkers, en pensioenverplichtingen). In dit vereenvoudigde, denkbeeldige voorbeeld, kijken we naar een bank met waardescheppende activa met betrekking tot het bedienen van klanten en het inschatten van het kredietrisico en passieve activa met betrekking tot het beheer van het renterisico. De 'Value At Risk' per actiefpost staat links, rechts staan de verschillende passiva en de hoeveelheid VAR die ermee wordt gedekt. In dit geval veronderstellen we dat de VAR volledig wordt gedekt door eigen vermogen indien het eigen vermogen drie keer de VAR bedraagt.



ook voor 1,5 miljard dollar een ander soort risico kunnen aangaan in plaats van het zojuist geëlimineerde passieve renterisico. Als dat andere type risico een waardescheppend karakter heeft, dan zal de marktkapitalisatie van de onderneming stijgen – wellicht aanzienlijk – ten opzichte van het bestaande niveau. Aangezien de bank die 1,5 miljard dollar aan nieuwe waardescheppende VAR kan dragen, hoeft ze geen nieuw eigen vermogen aan te trekken. Met andere woorden, de bank kan, om maar eens wat te noemen, de overname van een nieuw kantorennetwerk in een andere regio volledig met vreemd vermogen financieren zolang de expansie niet meer dan de 1,5 miljard dollar aan VAR creëert die wordt vrijgemaakt door de passieve risicodragende activa af te stoten.

Dit is precies wat banken de afgelopen twintig jaar hebben gedaan dankzij een financiële constructie die bekend staat als de 'rente-swap'.

Ruim baan voor de banken

Een kwart eeuw geleden kon een bank het renterisico alleen ondervangen zonder de waardescheppende kant van het bedrijf aan te tasten door veel kapitaal opzij te zetten als voorziening of door vaardigheden te ontwikkelen in het voorspellen van rentebewegingen. Daarmee werd in feite risicodragende capaciteit weggehouden van de waardescheppende activiteiten, en daarmee van de belangrijkste pijler onder het concurrentievoordeel.

Een bank moest deze voorzieningen wel treffen aangezien het renterisico door de klanten was opgelegd. In principe zou een bank natuurlijk kunnen weigeren om langlopende leningen tegen een vaste rente af te geven of kortstondige deposito's tegen een variabele rente te aanvaarden. Maar een bank die dat doet, is geen lang leven beschoren. In wezen werd het renterisico verbonden met de waardescheppende activiteiten van de onderneming en was onvermijdbaar. Het legde een hoop duur eigen vermogen vast.

Toen deed de rente-swap zijn intrede. Dit was een contract waarbij de twee contractpartijen overeenkwamen om kasstromen uit te wisselen. Neem bijvoorbeeld de stroom aan kasmiddelen die een bank verwacht te verdienen met een uitstaande langlopende lening tegen een vast rentetarief. De bank kan deze

inkomsten ruilen met een pensioenfonds dat behoefte heeft aan rente-inkomsten tegen een vaste rente om zijn langlopende verplichtingen jegens gepensioneerden te dekken. In ruil daarvoor betaalt het pensioenfonds de bank de variabele rente over eenzelfde hoofdsom als die van de langlopende lening van de bank. In de praktijk salderen de bank en het pensioenfonds gewoon het verschil tussen de beide betalingen: als de vaste rente van de swap hoger is dan de variabele rente, betaalt de bank het verschil aan het pensioenfonds. In het omgekeerde geval betaalt het pensioenfonds aan de bank. Dit type contract staat bekend als een 'hedge' omdat het (in tegenstelling tot een verzekeringspolis of optie) de bank afschermt van zowel gunstige als ongunstige fluctuaties in de rente.

Het mooie van de swap-overeenkomst is dat het verder geen consequenties heeft. Een bank kan haar renterisico elimineren zonder gevolgen voor haar klanten. De klanten die geld hebben geleend betalen nog steeds een vaste rente op een langlopende lening; de depositohouders hebben nog steeds een veilige bewaarplek op basis van de korte rente. Bovendien hoeven de medewerkers van de bank hun waardescheppende gedrag op geen enkele wijze te veranderen. Zij mikken nog steeds op dezelfde klanten en blijven dezelfde producten en diensten verkopen.

Daar komt bij dat de rente-swap gemakkelijk kan worden teruggedraaid. Als de voorkeuren van de klanten veranderen – bijvoorbeeld wanneer mensen opeens besluiten dat ze tegen een variabel tarief willen lenen van de bank – kan de bank haar renterisico gemakkelijk omschakelen door een andere swap in omgekeerde richting aan te gaan. Om een rente-risicopositie af te bouwen, hoeft een bank niet te heronderhandelen met de tegenpartijen bij de swaps. Evenmin hoeven bestaande swap-contracten te worden verkocht. En ook hoeft de bank haar klanten niet over te halen om hun voorkeuren aan te passen aan de risicobehoeften van de bank.

Dit heeft allerlei strategische consequenties. Dankzij de swap is het renterisico niet langer een onvermijdelijke kostenpost van de bedrijfsactiviteit. Dit betekent dat de bank met minder eigen vermogen toe kan om het passieve risico te dragen. Bovendien kan het aangetrokken vermogen nauwkeuriger worden ingezet op gebieden waar dit het grootste voordeel oplevert. Wanneer precies de allereerste rente-swap is afgesloten, is niet bekend. Maar begin jaren negentig waren de swap-afdelingen bij de grote algemene banken een vast onderdeel van het effectenbedrijf en de valutahandel geworden.

Inmiddels blijkt uit de cijfers dat de meest uiteenlopende ondernemingen rente-swaps hebben uitgevoerd voor ongeveer 147 biljoen[1] dollar aan activa. Het swap-contract is nu een standaard document en er is inmiddels veel jurisprudentie over de voorwaarden, zodat er geen onzekerheid meer bestaat over de rechten en verplichtingen van de partijen bij een dergelijke overeenkomst. De swap-markt is inmiddels een bijzonder liquide, diepe en veilige markt om in te opereren.

Ontsnappen aan de tirannie van de kredietlimiet

Het renterisico is niet het enige klantgerelateerde risico dat een rem heeft gelegd op het groeivermogen van banken. Even belangrijk is het kredietrisico dat de banken aangaan wanneer zij een lening verstrekken. Naarmate een bank meer leent aan een bepaalde klant, loopt zij ook meer risico dat die klant niet terugbetaalt. Om het risico te beperken hebben banken van oudsher formele limieten gesteld aan de hoeveelheid krediet die zij aan afzonderlijke klanten geven. Zonder dergelijke limieten zouden banken door de regelgevers worden verplicht om meer eigen vermogen aan te houden. Evenals het renterisico is het kredietrisico altijd beschouwd als een noodzakelijk onderdeel van het bankbedrijf, een last die de bankier nu eenmaal moet dragen om zijn klanten te kunnen bedienen.

Een nieuw soort derivaat, de kredietrisico-swap ('credit-default swap') bevrijdt banken nu echter grotendeels van de tirannie van de kredietlimiet. Zonder meer eigen vermogen te hoeven aantrekken, kan een bank nu naar believen zaken doen met haar belangrijkste klanten. Net als de rente-swap is de kredietrisico-swap een bilateraal contract tussen twee partijen. Maar het is geen 'hedge'. Het lijkt eerder op een verzekering: de bank betaalt het equivalent van een premie aan de tegenpartij in ruil voor het recht op een volledige uitkering van de hoofdsom indien de lening niet wordt terugbetaald. (Een bank sluit veelal een kredietrisico-swap wanneer zij omwille van de relatie krediet wil blijven verstrekken aan een bepaalde partij terwijl ze eigenlijk vindt dat er bij die klant al relatief veel geld uit staat.)

Een groter probleem voor banken dan het risico dat de individuele klant vertegenwoordigt, is het risico van een hele sector. Als een bank meent dat krediet aan een bepaalde klant de kans op een oninbare lening doet toenemen, kan men gewoon besluiten om niets meer aan die klant te lenen. Maar een bank zou vaak 'nee' moeten zeggen tegen extra omzet bij, bijvoorbeeld, een gezonde uitgeverij die een goed risico vertegenwoordigt, louter vanwege alle kredieten

1. Miljoen x miljoen (noot van vertaler.).

die al uitstaan bij andere uitgeverijen. De bank zou dus in haar dienstverlening aan de individuele klant worden belemmerd door haar totale risico in de bedrijfstak. Tegenwoordig kan een bank het risico van een afzonderlijke klant echter scheiden van het risico in de sector. Men kan een kredietrisico-swap aangaan op een portefeuille van uitgeverijen waarin die ene sterke uitgever met opzet niet is opgenomen. Op die manier verzekert de bank zich tegen het kredietrisico van alle uitgevers behalve de klant waarmee men zaken wil doen.

Bijna iedere onderneming die op krediet verkoopt, kan haar marktwaarde verbeteren met behulp van een kredietrisicoswap

Opnieuw zien we dat met een derivatencontract de hoeveelheid passieve VAR wordt verminderd, waardoor de bank in staat wordt gesteld om meer waardescheppende VAR aan te gaan. In het zojuist beschreven voorbeeld wordt de bank duidelijk niet beschermd tegen het risico dat de betreffende uitgever een of andere ramp overkomt. Het is echter de taak van de bankmanager om dat soort risico's in te schatten. Kennis van de klant is een van de concurrentievoordelen van de bank – het is een waardescheppende activiteit. Door zijn of haar goede kennis van de klant kan de bankmanager beter dan de concurrentie bepalen hoeveel zaken de bank met die klant kan doen. Het risico dat de uitgeverij als sector vertegenwoordigt, is echter een passief risico – en geen waardescheppende activiteit, althans niet vanuit het perspectief van de bank. Net als bij het renterisico geldt ook hier dat, als de bank een waardevolle (en waarschijnlijk kostbare) expertise had op het gebied van sectoranalyse, zij meer waarde voor de aandeelhouder zou kunnen creëren door die capaciteit in te zetten in een andere activiteit, bijvoorbeeld vermogensbeheer.

Natuurlijk moet er wel betaald worden voor het contract. Dit is een alternatieve kostenpost ('opportunity cost'). Geld dat wordt geïnvesteerd in een premie kan immers niet worden geïnvesteerd in de werving van nieuwe klanten. De kosten van een verzekering op basis van een swap is doorgaans echter aanzienlijk lager dan de kosten die moeten worden gemaakt om dezelfde dekking te bewerkstelligen met behulp van eigen vermogen. Ik beschouw eigen vermogen als een soort generieke risicodekking. Naarmate de dekking breder wordt, wordt deze ook duurder. De kredietrisico-swap, daarentegen, is een heel specifiek bepaald (en inmiddels gestandaardiseerd) contract dat een onderneming afsluit met een andere professionele partij. De kredietrisico-swap is gericht op een specifiek risico, en niet bedoeld voor enig ander risico dan dat de betreffende klanten hun verplichtingen niet nakomen. En daarmee brengt dit financiële instrument niet dezelfde onproductieve contract-gerelateerde (of agency-) kosten met zich mee als eigen vermogen. Bovendien worden met de kredietrisico-swap de transactiekosten van het aantrekken van nieuw eigen vermogen vermeden, want zo'n swap is in luttele minuten per telefoon geregeld.

Recente en verdere veranderingen in de regelgeving zullen de vraag van banken naar kredietrisico-swaps doen toenemen. Volgens de Basel II-overeenkomst voor de regelgeving aan banken moeten banken het kredietrisico samen met het renterisico en andere marktrisico's meenemen in hun VAR-berekening. Daardoor stijgt hun potentiële behoefte aan eigen vermogen. De druk op de banken kan sterk worden verminderd indien zij hun generieke kredietrisico's, zoals een sectorrisico, door middel van swaps van hun boeken kunnen halen. Hun resterende kredietgerelateerde VAR zal een waardescheppend karakter hebben en bijdragen aan de groei. Dat is een veel aangenamer perspectief voor het aantrekken van extra eigen vermogen om risicodragende activiteiten te ondervangen.

Banken zijn niet de enige ondernemingen die baat kunnen hebben bij een kredietrisico-swap. Bijna iedere onderneming die op krediet verkoopt, kan haar marktwaarde met dit type overeenkomst verbeteren. Een eenvoudig voorbeeld. Stel, u bent een vliegtuigfabrikant als Boeing of Airbus. Uw concurrentievoordeel is gelegen in uw expertise in het ontwerpen, maken en leveren van uitstekende vliegtuigen. Helaas vertegenwoordigen uw klanten – de luchtvaartmaatschappijen – bijna per definitie een slecht kredietrisico. Bovendien zijn ze allemaal actief in één en dezelfde sector. Dit betekent dat uw onderneming een sterk geconcentreerd risico loopt met betrekking tot de specifieke grillen van de burgerluchtvaart. Omgaan met het risico dat uw klanten hun verplichtingen niet nakomen is echter niet uw kerntaak. Vanuit uw perspectief als vliegtuigfabrikant is dat een passief risico; u gaat het uitsluiten aan omdat uw klanten dat van u eisen.

Ook in dit geval biedt de kredietrisico-swap een altijd weer terug te draaien mogelijkheid om zonder verdere consequenties voor de bedrijfsvoering het kredietrisico af te stoten of het sectorrisico te verminderen. U zou ervoor kunnen kiezen om uzelf te beschermen door een kredietrisico-swap af te sluiten voor een groep van bedrijven, zoals hiervoor beschreven in het voorbeeld van de bank. Indien één lucht-

vaartmaatschappij door specifieke omstandigheden over de kop gaat, zullen de activa (haar routes en vliegtuigen) worden overgenomen door een andere luchtvaartmaatschappij, en het maakt u niets uit wie uw vliegtuigen koopt of least. Het gaat u er alleen maar om, dat u zoveel mogelijk vliegtuigen verkoopt aan zoveel mogelijk klanten. Uw klanten hoeven niets te zien van de swap- transactie. Wat hun betreft, levert u hun precies hetzelfde als voorheen en tegen dezelfde voorwaarden. En als uw kredietrisico ten opzichte van de luchtvaartmaatschappijen al verandert, dan kunt u eenvoudig uit de swap stappen door een andere onderneming een swap te leveren waarbij u de garantie op het verleende krediet levert.
Natuurlijk kan een vliegtuigfabrikant zich ook op andere manieren verzekeren tegen het kredietrisico dat klanten vertegenwoordigen. Banken hebben van oudsher kredietbrieven en kredietfaciliteiten geboden aan bedrijven. Met uitzondering van de export-importbanken van overheden zijn de bancaire garanties aan derden echter betrekkelijk zeldzaam, moeilijk, en kostbaar om te regelen. Een dergelijke garantie is wellicht aantrekkelijker dan de optie om meer eigen vermogen aan te trekken, maar goedkoper is het om een kredietrisico-swap af te sluiten.
Natuurlijk kunnen ook de grote banken de kredietrisico-swap gebruiken, met als gevolg dat de tarieven voor deze vorm van dienstverlening zijn gedaald en de beschikbaarheid ervan is toegenomen naarmate de markt is gegroeid.
De markt in kredietrisico-swaps groeit zeer sterk: op basis van de meest recente gegevens waren er kredietrisico- derivaten beschikbaar voor zo'n vier- à vijfhonderd ondernemingen en bedroeg de totale waarde van uitstaande contracten zo'n 8,2 miljard dollar, volgens een recent rapport van de International Swaps and Derivates Association. De markt is nu voldoende groot en liquide voor een groei die vergelijkbaar is met wat we tien jaar geleden hebben gezien in de rente-swaps.

Van krediet naar eigen vermogen

Laten we nu eens veronderstellen dat u, de denkbeeldige vliegtuigfabrikant, net als vele andere grote fabrikanten (waaronder inderdaad ook Boeing) grote pensioenverplichtingen heeft, met vaste nominale condities en lange looptijden. Laten we verder aannemen dat de pensioenactiva die geacht werden deze passiva te dekken waren geïnvesteerd in de beurzen, waar de rendementen zeer sterk schommelen en sterk samenhangen met de risico's verbonden aan de zakelijke activa van de meeste bedrijven.
Het algemene beursrisico is een passief risico voor een vliegtuigfabrikant – en voor iedere onderneming: iedere belegger kan dat risico gemakkelijk krijgen bij een professionele vermogensbeheerder. Zelfs bij een volgestort pensioenfonds kan een gat tussen de activa en passiva dus een groot passief risico betekenen voor de andere partijen bij wie de onderneming verplichtingen heeft uitstaan. Deze last zou in hoofdzaak worden gedragen door de aandeelhouders. Zo'n verschil tussen de activa en passiva van pensioenen is vaak een groter probleem (afgemeten aan het bedrag in dollars van het verschil) dan een tekort aan inleg. (Zie voor een bespreking van de kosten van ondernemingen om dit passieve risico te dragen mijn artikel 'The Real Problem with Pensions' in de *Harvard Business Review* van december 2004.)
Dit brengt ons bij weer een ander derivaat: de aandelen-swap ('equity swap') waarmee u, de fabrikant, het rendement op uw in de beurs geïnvesteerde pensioenactiva kunt ruilen voor een vast en langlopend rendement dat kan worden afgestemd op uw pensioenverplichtingen. Indien uw onderneming (of de aangestelde fondsbeheerder) de aandelenportefeuille bijzonder goed kan beheren, dan kan de onderneming die toegevoegde waarde zelfs behouden, aangezien in dat geval een swap kan worden afgesloten om in plaats van het specifieke rendement op de eigen portefeuille het rendement op een beursindex te ruilen. Op deze manier kan het marktrisico van de portefeuille dat geen waarde toevoegt worden geëlimineerd, terwijl het waardescheppende risico van de superieure prestatie op het gebied van vermogensbeheer wordt aangehouden.
Er is geen gebrek aan mogelijke tegenpartijen voor een dergelijke transactie. Iedere professionele belegger die zijn positie in aandelenrendementen wil uitbreiden zou geïnteresseerd zijn. Een onderneming zou veel eigen vermogen kunnen vrijmaken door haar pensioenrisico op deze manier te elimineren. Bij veel ondernemingen is de geschatte VAR voor alleen al het gat tussen de pensioenactiva en -passiva groter dan de totale marktwaarde van de onderneming.
Met de aandelen-swap kunnen de specifieke marktgerelateerde risico's, zoals die verbonden aan de pensioenvoorzieningen van een onderneming, dus van de risicobalans van de onderneming worden gehaald. Maar aandelen-swaps hebben meer toepassingsmogelijkheden. Ze kunnen ook worden gebruikt om de marktgerelateerde risico's van de eigenlijke bedrijfsactiviteiten te elimineren. Zoals we zagen bij het kredietrisico kan een onderneming de risico's van de bedrijfsactiviteiten uitsplitsen en de verschillende componenten afzonderlijk aansturen

teneinde alleen die risico's aan te gaan, die waarde toevoegen voor de onderneming.
De internet-commissionair Ameritrade biedt hier een voorbeeld van. De bedrijfsvoering van deze onderneming gaat gepaard met twee soorten algemeen marktrisico. Om te beginnen worden de klanten van Ameritrade armer als de beurs daalt, hetgeen betekent dat de waarde van hun transacties uitgedrukt in dollars daalt, met als gevolg dat de provisie-inkomsten afnemen. Ten tweede zijn klanten minder geneigd om te handelen als de beurs daalt, aangezien een dalende markt doorgaans samengaat met een afnemend handelsvolume. Ook dit leidt weer tot lagere provisie-inkomsten voor Ameritrade. Deze risico's verhogen de totale VAR voor de onderneming, die voor het merendeel moet worden afgedekt met eigen vermogen.
Maar hoewel Ameritrade als bedrijf gevoelig is voor de ontwikkelingen op de beurs, is de waardescheppende bedrijfsactiviteit van deze onderneming niet om te voorspellen wat de beurs zal gaan doen. Ameritrade creëert waarde door klanten over te halen om via Ameritrade te handelen en door die transacties uitstekend uit te voeren. Als Ameritrade haar handelswaarde- en handelsvolumerisico's zou kunnen elimineren, zou het bedrijf meer eigen vermogen kunnen vrijmaken waarmee het extra risico kan worden gedragen van extra investeringen in betere klant-databanken, snellere computers en gemakkelijker contactmogelijkheden voor de klant en een uitbreiding van het klantenbestand door middel van marketing of een fusie of overname.
Om het koersrisico op de beurs te verkleinen, zou Ameritrade een aandelen-swap kunnen afsluiten met een beleggingsfonds of een andere beleggingsinstelling. Ameritrade zou het rendement op een denkbeeldige beleggingsportefeuille in de algemene beursindex kunnen ruilen met het rendement op een zelfde hoeveelheid geld geïnvesteerd in een vlottende rente, die een VAR van 0 heeft. Als de beurs het goed doet, kan Ameritrade haar verplichtingen voldoen uit de gestegen provisie-inkomsten. Daalt de beurs, dan zouden de betalingen door de tegenpartij bij de swap de klap opvangen. (Andere aspecten van dit type swap worden besproken in het kader 'Risico in de boeken – enkele lastige praktische aspecten.)

Risico in de boeken – enkele lastige praktische aspecten

Er kleven enkele lastige praktische aspecten aan transacties, zoals enkele beschreven in dit artikel, waarbij een onderneming zich met behulp van een financieel contract beschermt tegen een algemeen risico dat moeilijk van tevoren kan worden ingeschat.
Op grond van de huidige boekhoudregels (en in het bijzonder FAS 133) is het bijvoorbeeld nagenoeg onmogelijk voor een onderneming om een aandelen-swap boekhoudkundig te behandelen als een 'hedge' wanneer deze wordt gebruikt om een algemeen strategisch risico af te dekken, zoals in het voorbeeld van Ameritrade. (Dat zou zo goed als zeker wel mogelijk zijn indien diezelfde aandelen-swap werd gebruikt voor een tactisch en meer precies afgebakende 'hedge' van een bestaand contract of actiefpost die expliciet, in tegenstelling tot impliciet, gekoppeld is aan een aandelenrendement.) Als Ameritrade een dergelijke swap zou aangaan, zou het de waarde van het contract op basis van de marktwaarde ('marked to market') in de boeken moeten opnemen; maar die waarde zou meebewegen met de fluctuaties op de beurzen. Anderzijds zou Ameritrade de daar tegenover staande ongerealiseerde winst of verlies uit de verwachte toekomstige kasstromen uit bedrijfsactiviteiten niet in de rekeningen mogen salderen. Wanneer echter alleen de veranderingen in de waarde van een swap in de financiële transactie worden gerapporteerd, lijkt de onderneming een groter risico te zijn dan zij is. De indruk zou dan namelijk kunnen ontstaan dat de onderneming op de beurs speculeert, terwijl ze alleen maar een van oudsher bestaand strategisch bedrijfsrisico afdekt dat op grond van de bestaande regels niet wordt gerapporteerd. Daarom denk ik dat ondernemingen die dergelijke transacties aangaan intensiever dan tot nu toe moeten communiceren met aandeelhouders en de bureaus die de ratings voor de kredietwaardigheid afgeven. Ze moeten ervoor zorgen dat beleggers beschikken over de informatie die ze nodig hebben om de financiële handel en wandel van de onderneming correct te kunnen beoordelen. De grotere transparantie zal managers ook helpen om hun discipline ten aanzien van transacties in de financiële markten op peil te houden. In elk geval mag onzekerheid over de boekhoudkundige behandeling ondernemingen niet blind maken voor de mogelijkheden om waarde te creëren met derivaten.

Andere soorten organisaties kunnen ook profiteren van aandelen-swaps. In de lijst met baanbrekende ideeën die de *Harvard Business Review* in februari 2005 publiceerde heb ik in het artikel 'Swapping Your Country's Risks' beschreven hoe beleggers en overheden in ontwikkelingslanden aandelen-swaps kunnen gebruiken om marktrisico's te spreiden zonder kapitaal weg te halen bij sterke binnenlandse bedrijfstakken. De regering van Taiwan, bij-

voorbeeld, zou het land minder afhankelijk kunnen maken van de mondiale vraag naar elektronica-producten zonder miljarden te hoeven investeren in een diversificatie van de nationale economie. Taiwan zou namelijk het rendement op een goed gespreide wereldwijde beleggingsportefeuille in elektronica kunnen ruilen tegen het rendement op een goed gespreide wereldwijde aandelenportefeuille. In plaats van aandelen in Taiwanese bedrijven aan buitenlandse investeerders te verkopen, zou het land op deze manier de voordelen én risico's van haar speciale expertise in de productie van chips kunnen behouden. Als het goed gaat in de elektronica, kan Taiwan gemakkelijk aan zijn verplichtingen voldoen. Gaat de mondiale elektronicamarkt door een dal, dan wordt de klap opgevangen. Aangezien alleen het rendement op de portefeuilles worden geruild, blijft de hoofdsom geïnvesteerd in de eigen elektronica-industrie. Taiwan zou hierdoor zijn concurrentievoordeel (in fabrieken en expertise) kunnen uitbreiden terwijl het zich beschermt tegen bijkomende risico's waar het geen greep op heeft.

Vergeleken met de nominale bedragen die uitstaan in de markten voor rente- en kredietrisico-swaps, is de markt voor aandelen-swaps klein. Volgens de statistieken van de Bank for International Settlements waren in juni 2003 activa met een nominale waarde van 601 miljard dollar afgedekt met aandelen-swaps en vergelijkbare instrumenten. Maar de voorwaarden voor groei zijn duidelijk aanwezig.

De derivatenmarkten – zowel de gevestigde markten als de markten die nog gaan komen – bieden veel mogelijkheden om waarde te creëren met strategisch risicobeheer. Veel ondernemingen dragen veel passief risico. Een deel daarvan vloeit voort uit beslissingen die zijn genomen toen deze risico's nog niet op een kosteneffectieve manier konden worden afgewenteld. Een ander deel is een onvermijdelijke consequentie van de concurrentiedynamiek in de eigen bedrijfstak. Bij veel grote ondernemingen is veel eigen vermogen vastgelegd als een buffer voor het risico-gat tussen de pensioenactiva en -passiva. In andere gevallen moeten ondernemingen die complete en integrale oplossingen willen leveren aan hun klanten allerlei activa en activiteiten aannemen zonder dat zij daar speciale managementcapaciteiten voor in huis hebben. Al deze passieve risico's kunnen in principe worden gemaximaliseerd of zelfs helemaal worden geëlimineerd en van de balans worden gehaald door ze te 'hedgen' of te verkopen, of door de onderneming ertegen te verzekeren. Iedere topmanager is het aan zijn aandeelhouders verplicht om zich te verdiepen in het verbeteringspotentieel dat strategisch risicobeheer kan bieden dankzij de buitengewoon inventieve wereldwijde financiële instellingen en markten.

Translated and reprinted by permission of Harvard Business Review. This article was originally published under the English title 'You have more capital than you think', by Robert C. Merton, in the November 2005 issue of the Harvard Business Review. Copyright © 2005 by the President and Fellows of Harvard College; all rights reserved. This translation, Copyright © 2005 by the President and Fellows of Harvard College. Vertaling: Raymond Gijsen.