

# Financiële derivaten en gemeentelijke geldstroombeheersing

**Peter Beumer**

Drs P.T. Beumer is beleidsmedewerker bij de Bestuursdienst van de gemeente Bussum.

Dit artikel is gebaseerd op zijn afstudeeronderzoek bij de Stafdienst Financiën van de gemeente Apeldoorn.

**Als in grote gemeenten wordt geïnvesteerd in stedenbouw en infrastructuur gaat het vaak om grote bedragen. Het maakt dan nogal wat uit of die investeringen worden gefinancierd tegen zes of acht procent rente. In de gemeente Apeldoorn verwacht men door grootschalige investeringsprojecten over een aantal jaren een financieringsbehoefte van enkele tientallen miljoenen gulden. In een situatie met lage rentetarieven bestaat een risico dat tegen de tijd dat het geld nodig is, deze financieringsmiddelen tegen een hogere prijs ingekocht moeten worden.**

Dit risico van een verwachte rentestijging verbonden aan de toekomstige financieringsbehoefte wordt het economisch renterisico genoemd.<sup>1</sup> Dit artikel gaat in op de mogelijkheden van financiële derivaten om de gevolgen van dit risico te verminderen.

## De treasury-functie

Waren in het financiële beheer van gemeenten de jaren tachtig de 'controljaren', de jaren negentig lijken de 'treasuryjaren' te worden. *Treasury management* of geldstroombeheersing richt zich sinds de jaren '90 in het bedrijfsleven meer en meer op de beheersing en bewaking van risico's die aan financiële posities en geldstromen verbonden zijn. De stijgende interesse van de kant van gemeentelijke overheden voor deze financiële functie is met name door deze ontwikkeling ingegeven.

De treasuryfunctie kan opgedeeld worden in drie hoofdverantwoordelijkheden: financiering, kasmanagement en risicomangement.<sup>2</sup> *Risicomangement* heeft in dit artikel de bijzondere aandacht.

## Risicomangement: met en zonder derivaten

Het risicomangement in het kader van de treasuryfunctie richt zich op de beperking van financieringsrisico's. Voor een gemeente zijn dit in het bijzonder de renterisico's. Om renterisico's te beperken, wordt wel een onderscheid gemaakt tussen traditionele instrumenten en moderne instrumenten.<sup>3</sup> Traditionele instrumenten zijn bijvoorbeeld anticiperend lenen, uitgestelde storting bij leningen en afstemming van de jaarlijkse aflossingen op de hoogte van de jaarlijkse afschrijvingen.

De bedoelde moderne instrumenten worden in de monetaire economie gewoonlijk aangeduid met de term financiële derivaten. *Financiële derivaten* zijn financiële producten (waardepapieren) waarvan de waarde wordt afgeleid van de toekomstige, onzekere prijs of koers van de onderliggende waarde. De onderliggende waarde wordt het *basisproduct* genoemd en dit kan zijn: een index, rente, valuta's, aandelen of obligatie. Zo is een optie een derivaat

van een aandeel. Het bijvoeglijk naamwoord 'financiële' wordt gehanteerd omdat er ook niet-financiële derivaten zijn, bijvoorbeeld opties en termijncontracten op goederen en onroerend goed.

Belangrijker dan de definitie van derivaten is de werking. Met een derivaat kan een toekomstige rente worden vastgelegd (*fixeren*) of een renteniveau worden afgeschermd. *Fixerende derivaten* zijn feitelijk termijncontracten op een of ander rentetarief; er wordt met andere woorden een toekomstige rente gekocht. Hiermee wordt bereikt dat tijdens de looptijd van het contract ongevoeligheid ontstaat voor marktbevingen. Bij fixerende rentederivaten vindt renteverrekening plaats tussen de koper en de verkoper (meestal een bank) van het derivaat. Bij in dekking tegen een rentestijging is het uiteraard het meest gunstig als de rente op het laagste niveau wordt vastgepind. Met een *afschermend derivaat* wordt ook het risico van een nadelige rentebeweging afgedekt, maar wordt het effect van een gunstige renteverandering behouden.

Stel: een gemeentelijke treasurer verwacht over een jaar een financieringsbehoefte van enkele miljoenen gulden. De kapitaalmarktrente is laag op dat moment en hij wil dit vastleggen. Door de aankoop van een derivaat dekt de treasurer de gemeente in tegen een stijging van de rente boven bijvoorbeeld 6,5% binnen dat jaar. Indien de rente binnen dat jaar boven de 6,5% stijgt, vergoedt de verkoper van het derivaat aan de gemeente de nadelige gevolgen hiervan. Indien de kapitaalmarktrente lager is, kan de gemeente gewoon tegen dat lagere tarief lenen.

In het bovenstaande voorbeeld wordt duidelijk dat de inzet van afscherpende instrumenten vergelijkbaar is aan verzekeren. Voor afscherpende instrumenten moet dan ook een premie betaald worden. Afscherpende instrumenten zijn altijd optievormen.



**RISICO  
MANAGEMENT**



Het met behulp van derivaten afdekken van een risicohoudende positie (de financieringsbehoefte) wordt *hedgen* genoemd.

### Rentederivaten

Financiële derivaten die zijn gericht op renterisico's worden *rentederivaten* genoemd. Zoals BOORSMA in *Openbaar bestuur* van maart 1997 al aangaf, zijn er honderden verschillende derivatenvormen.<sup>4</sup> Toch zijn er een vijftal vormen van rentederivaten gericht op het indekken van een rentestijging waarin door financiële instellingen veel wordt gehandeld ('liquide zijn'). Dit zijn de *Future Rate Agreement* (voor het fixeren van de geldmarktrente), de *Interest Rate Swap* (voor het fixeren van de kapitaalmarktrente), de *Cap-optie* (voor het afschermen van de geldmarktrente), de *OTC Obligatie (put-)optie* en de *Swaption* (beide voor het afschermen van de kapitaalmarktrente).

### Huiver voor financiële derivaten

Uit een recent onderzoek van het ministerie van Financiën onder 56 gemeenten met meer dan 50.000 inwoners blijkt dat twee gemeenten derivaten gebruiken. Slechts enkele gemeenten overwegen daarnaast het gebruik van derivaten in de toekomst.<sup>5</sup> Er is bij bestuurders een grote huiver voor het toepassen van deze financiële instrumenten. Dit is met name te wijten aan angst voor risico's, gevoed door negatieve berichten in de pers over enorme verliezen die worden opgelopen bij derivatentransacties, bijvoorbeeld de speculatie-debacles bij het regiobestuur *Orange County* in Californië (een verlies van 1,8 miljard dollar) en de gemeente *Deventer* in 1994 (een verlies van f 7 miljoen, na een eerdere beleggingswinst van f 6 miljoen). Daarnaast is er nog het gegeven dat de materie van financiële derivaten ingewikkeld is en een hoog ontwikkelingstempo kent.

De huiver ten aanzien van het inzetten van financiële derivaten is er zowel bij de overheid als bij particuliere ondernemingen. Bij sommige ondernemingen wordt het gebruik van financiële derivaten zonder meer verboden door aandeelhouders, commissarissen en directieleden. Zo meldt DUFFHUES dat het een aantal institutionele beleggers niet is toegestaan te handelen in opties.<sup>6</sup> DE HAAN & MOISON geven aan dat dit vaak wordt gedaan zonder dat zij zich in de materie verdiepen.<sup>7</sup>

### Het onderzoek

Financiële derivaten zijn in de belangstelling van gemeenten wat naar de achtergrond gedrongen sinds de publicatie van berichten over derivatende-bacles. In het bedrijfsleven zijn financiële derivaten daarentegen redelijk ingeburgerde instrumenten. Mede daarom en vanwege het grote financiële belang is in opdracht van de gemeente Apeldoorn een onderzoek verricht naar het indekken van het risico van een rentestijging middels financiële derivaten.

In het onderzoek is nagegaan welke mogelijkheden

financiële derivaten bieden om het risico van een rentestijging te reduceren bij het voorzien in de toekomstige financieringsbehoefte van de gemeente Apeldoorn. Hierbij is in het bijzonder gelet op regelgeving, kosten en risico's. Omdat bestuurders huiverig zijn voor de inzet van deze financiële producten, werd tevens onderzocht welke voorwaarden derivateninzet beheersbaar en controleerbaar houden ten behoeve van de controlefunctie van de gemeenteraad en die in het operationele vlak de nodige flexibiliteit geven.

### Regelgeving derivateninzet

Het eerste aandachtspunt in het onderzoek was de regelgeving op het terrein van het gemeentelijk treasury management. Dit is met name de Wet Financiering lagere overheid (*Wet Filo*) en het Besluit Leningvoorwaarden lagere overheden (*Leningenbesluit*). Wat betreft regelgeving doet zich het probleem voor dat de ontwikkelingen op de financiële markten de laatste jaren zeer snel zijn gegaan en de regelgeving voor gemeenten hieraan nog niet is aangepast. Zo reppen de *Wet Filo* en het *Leningenbesluit* met geen woord over financiële derivaten. Het gebruik van derivaten is dan ook niet verboden. De Staats-

**Er is bij bestuurders een grote huiver voor het toepassen van derivaten. Men is bang voor speculatie-debacles zoals in Deventer in 1994...**

secretaris van Financiën geeft hiervoor wel een aantal richtlijnen in zijn *Derivatenrichtlijn*.<sup>8</sup> De belangrijkste op dit punt zijn dat de gemeente geen opties mag schrijven, een op derivateninzet toegesneden organisatie moet hebben, geen financiële derivaten in mag zetten op basis van open posities (i.e. zonder daadwerkelijke financieringsbehoefte) en een meldingsplicht heeft naar de provincie. Uit uitlatingen van de staatssecretaris van Financiën blijkt tevens dat gemeenten financiële derivaten slechts in mogen zetten om zich tegen renterisico's in te dekken. Dit laatste wordt een defensieve inzet genoemd. Door vele marktpartijen worden financiële derivaten nogal eens ingezet om te speculeren. Hierbij wordt actief gezocht naar voordeel. Het is overigens opmerkelijk dat in een special over gemeentelijke financieringen van *NG Magazine* nog wordt gesproken van 'geld uitzetten' en 'geld verdienen' met rentederivaten.<sup>9</sup> Deze insteek bij derivaten is niet defensief.

Een belangrijk aspect van derivaten is dat door de inzet van deze instrumenten de rentekenmerken van leningen te wijzigen zijn. Financiële derivaten mogen echter niet ingezet worden om de rentekarakteristieken van een portefeuille leningen te veranderen. Per individuele lening kan dan niet meer bepaald worden of deze tot de vaste schuld van de gemeente behoort. Dit levert problemen op bij het bepalen van de wettelijke *kasgeldlimiet*. De kasgeldlimiet bepaalt de maximale omvang van de gemeentelijke vlottende schuld en bedraagt 5,6% van de vaste schuld en de reserves en de voorzieningen. De vaste schuld wordt



gevormd door alle opgenomen leningen met een gemiddelde looptijd bij het aangaan van de leningen van tien jaar en langer.

Bij het punt regelgeving en derivaten wordt hier nog wat langer stil gestaan. Financiële derivaten maken het namelijk mogelijk langlopend, dat wil zeggen tien tot vijftien jaar, op de geldmarkt te lenen. Als een gemeente normaal voor een langere periode geld aantrekt dan gebeurt dat via een vastrentende lening met veelal een lineair aflossingsschema (in dat geval zijn looptijden van vijftientwintig jaar ook gebruikelijk). Het voor een langere periode middelen aantrekken op de geldmarkt is ongebruikelijk, maar wel aantrekkelijk bij een normale rentestructuur of steile *yield curve*. De *yield curve* geeft de rentetarieven weer voor verschillende looptijden en toont dus de verhouding tussen de korte en de lange rente. Bij een steile *yield curve* is het tarief op de geldmarkt lager dan op de kapitaalmarkt (de normale situatie).

### Het risico is dat de organisatie onvoldoende geëquipeerd is voor derivateninzet

Langlopend lenen op de geldmarkt met bescherming tegen de negatieve gevolgen van een rentestijging is mogelijk door inzet van rentederivaten (met name de Cap en de Swap) in combinatie met een *roll-over lening*. Een *roll-over lening* is een (middel-)lange lening waarvoor een variabele rente betaald wordt. Het is met andere woorden een lange lening met een kort rentetype. Tijdens het onderzoek kwam de vraag op naar de toelaatbaarheid van een dergelijke transactie. Zo uitte VAN DER NAT al zijn twijfel of een variabel rentende lening in combinatie met het derivaat Cap als onderdeel van de vaste schuld kan worden beschouwd.<sup>10</sup> Een Cap legt een plafond op de geldmarktrente en dekt de koper in tegen de gevolgen van een stijging boven de geldmarktrente. In de Wet Filo wordt echter met betrekking tot de vaste schuld nergens over vastrentend of variabelrentend gesproken. De wet heeft het over een geheel andere modaliteit: looptijden.

Een *roll-over fixe lening* is rentetechnisch een korte lening. De gemeente beschikt echter wel gedurende de hele looptijd over de hoofdsom. Een *roll-over lening* van vijftien jaar fixe met halfjaarlijkse rentefixatie is dus rentetechnisch te beschouwen als dertig halfjaarlijkse leningen. Omdat de hoofdsom echter vijftien jaar in bezit is, heeft de lening een gemiddelde looptijd van vijftien jaar.

De problemen bij variabel rentende leningen werden echter opgeworpen door het *Leningenbesluit*. Dit besluit geeft aan welke leningen de gemeente is *toegestaan* af te sluiten. Bij een *roll-over lening* wordt de rente door de bank per fixatiedatum vastgesteld op het geldende geldmarkttarief. Op grond van het *Leningenbesluit* mag de gemeente geen lening aangaan waarvan de rente eenzijdig door de geldgever wordt vastgesteld.

Resumerend bleek in de regelgeving de inzet van de Cap niet verboden, maar het afsluiten van een *roll-over lening* wel. Omdat de *combinatie* *roll-over lening* met derivaat niet te toetsen is aan de letter van de wet, is deze aan de toezichthouder voorgelegd. De provincie Gelderland had (na consultatie van het ministerie van Binnenlandse Zaken) geen bezwaar tegen de combinatie, omdat de gemeente voor langere tijd beschikt over gelden en zich tegen rentepieken heeft ingedekt.<sup>11</sup>

### Kosten rentederivaten

Ter beoordeling van de kosten van financiële derivaten zijn deze afgezet tegen de (rentederivaten)kosten van een nul-alternatief: het vervroegd aantrekken van financieringsmiddelen. De gehanteerde onderzoeksstrategie hierbij is geweest: het opstellen van een casus met financieringsscenario's met risicobescherming door financiële derivaten. Deze zijn ter doorberekening aan diverse banken gestuurd. De belangrijkste conclusie hieruit is dat de inzet van financiële derivaten voor een gemeente als Apeldoorn met zeer hoge kosten gepaard gaat.

In een drietal scenario's werd het risico van een kapitaalmarktrentestijging binnen twee jaar ingedekt met diverse derivatenvormen en op verschillende manieren bij een financieringsbehoefte van f 50 miljoen. De ingedekte periode hierbij was vijftientwintig jaar. Aan banken werden de prijzen van de diverse rentederivaten gevraagd voor de op 1 november 1996 geldende rentetarieven. De kosten van alle scenario's lagen rond de f 5 miljoen.

Uit het onderzoek bleek dat de prijzen van de instrumenten erg hoog zijn als gevolg van de steile *yield curve*. Als daarbij tevens het renterisico voor een periode van meer dan tien jaar afgedekt moet worden, worden de kosten exorbitant hoog. Voor deze looptijden is namelijk geen liquide derivatenmarkt. De inzet van rentederivaten voor de gemeente voor het afdekken van het renterisico bij haar traditionele langlopende financieringsgedrag gaat dus met hoge kosten gepaard.

Het vervroegd aantrekken van een (laag rentende) lening en de hoofdsom een periode op een deposito zetten (het nul-alternatief), biedt een goedkopere oplossing om de gemeente in te dekken tegen een rentestijging. Bovendien is het mogelijk bij dit instrument langere perioden (vijftientwintig à dertig jaar) af te dekken. Bij dit vervroegd lenen wordt het rentetarief gefixeerd en zit de gemeente dus wel vast aan de aangetrokken lening. Afscherpende derivaten bieden het voordeel dat als de gemeente zich hiermee tegen een rentestijging heeft ingedekt en de rente daalt, de gemeente hier nog van kan profiteren. Daarnaast bieden derivatenconstructies op basis van een *roll-over lening* de mogelijkheid tot zo'n vijftien jaar lang te lenen op de geldmarkt. Dit langlopend lenen op de geldmarkt is door de inzet van derivaten voor de gemeente mogelijk geworden en biedt interessante mogelijkheden voor financieringen op de middellange



termijn. Hierbij is het van de zijde van de gemeente te hopen dat de wetgever overgaat tot wijziging van de definitie van het begrip 'vaste schuld' uit de Wet Filo, zodat ook leningen uit het middensegment van de kapitaalmarkt hieronder vallen. Leningen met een gemiddelde looptijd van twee tot tien jaar mogen nu niet tot de vaste schuld gerekend worden en leggen dus –structureel beslag op de kasgeldruimte van een gemeente. De eventueel aan deze leningen verbonden rentevoordelen worden derhalve uit het blikveld van de gemeenten verwijderd.

Inmiddels bericht de VNG dat het Ministerie van Financiën in het kader van de evaluatie van de Wet Filo een notitie heeft opgesteld waarop IPO, VNG, Unie van Waterschappen en het Nederlands Politie Instituut hun reactie zullen geven. Hierbij zal onder meer de definitie van 'vaste schuld' ter discussie gesteld worden. Mede-overheden en politieregio's dringen erop aan de verplichte gemiddelde looptijd van leningen van tenminste tien jaar tot vijf jaar terug te brengen. Van de kant van de VNG wordt opgemerkt dat deze kwestie des te meer klemmt omdat het Rijk wel blijkt te profiteren van de kortere looptijden.<sup>12</sup> Regelgeving op het terrein van gemeentelijke financiering blijft wel noodzakelijk vanwege EU-regelgeving en ervaringen uit de jaren '60 toen de gemeenten zich flink in de kortlopende schulden staken.<sup>13</sup> Het verdient overigens aanbeveling bij de evaluatie van de wet Filo ook de derivatenmaterie te betrekken.

### Risico's derivateninzet

Op basis van de opgestuurde casus met financierings-scenario's is tevens een risico-inventarisatie gemaakt. Hieruit blijkt dat aan de inzet van derivaten in algemene zin een aantal risico's is verbonden. Het belangrijkste risico is dat de organisatie onvoldoende geëquipeerd is voor derivateninzet (*organisatierisico*). Hoe groot dit risico is, is dan ook afhankelijk van de kwaliteit van de treasury-organisatie. Bij derivateninzet op basis van een toekomstige financieringsbehoefte bestaat het risico dat de geplande of ingeschatte toekomstige financieringsbehoefte afwijkt van de werkelijke financieringsbehoefte (*positierisico*), en het risico dat het werkelijk renteverloop afwijkt van het renteverloop dat is ingeschat (*rentevisie-*

*risico*). Beide laatste risico's zijn echter vooraf in te calculeren en adequaat te beperken.

Uit het onderzoek kwamen conclusies die gemeenten op dit moment niet aanmoedigen financiële derivaten in te zetten. Er kleven nogal wat haken en ogen aan derivateninzet. Renterisicomanagement is echter een continu proces en de situatie van de financiële markten van vandaag is die van morgen niet. Aan de keuze voor de inzet van een rentederivaat zal veelal eenzelfde afweging voorafgaan als bij het afsluiten van een verzekering. Ten tijde van het onderzoek was echter voor de gemeente Apeldoorn de premie (of renteverrekening) voor het afdekken van langere perioden te hoog in verhouding tot het risico.

### Randvoorwaarden voor defensieve inzet

Bij het vormgeven van de treasury-functie in gemeenten is het belangrijk de controlefunctie van de gemeenteraad inhoud te geven. Dit is in Apeldoorn gedaan in de vorm van het opstellen van voorwaarden voor defensieve inzet van financiële derivaten.

In Apeldoorn werd in goed overleg met de raadscommissie Financiën via een inleidende discussienotitie en een gedetailleerde vervolgotitie over de derivatenmaterie een zestal voorwaarden voor inzet van deze instrumenten opgesteld. De insteek was niet direct met de instrumenten aan de slag te gaan, maar het toe te voegen aan de 'instrumentenkist'.

De voorwaarden in algemene zin waren: (1) een voldoende kwaliteit van de treasury-organisatie (met nadruk op de administratieve organisatie) en (2) het opereren binnen de kaders van de regelgeving (Dit is met name erg lastig bij de vastlegging van derivaten. Derivaten staan niet op de balans en tot nu toe zijn er geen regels hoe deze instrumenten in de jaarstukken verantwoord moeten worden). Daarnaast is een viertal specifieke voorwaarden geformuleerd gericht op het afdekken van een toekomstige financieringsbehoefte, te weten: (3) de gemeente moet een positie, dat wil zeggen een concrete financieringsbehoefte hebben. Op zichzelf staand gebruik van derivaten is speculatief. Daarnaast moet de gemeente beschikken over een (4) geformaliseerde rentevisie, dat wil zeggen dat deze regelmatig aan het papier wordt toe-

### Samenvatting

Een gemeente die in de nabije toekomst door investeringen forse sommen geld moet lenen, loopt het risico van een rentestijging. Om de gevolgen van dit renterisico te beperken, kan de gemeente rentederivaten inzetten. Bij gemeentebestuurders bestaat echter nogal wat huiver voor deze instrumenten. Dit is misschien wel terecht, want er zitten nogal wat haken en ogen aan derivateninzet. Uitgaande van het traditionele financieringsgedrag van gemeenten blijken met name de kosten erg hoog. Toch kunnen derivaten gemeenten gedegen risicobescherming bieden en zijn met derivaten interessante financieringsconstructies mogelijk. Het is daarom de moeite waard ze aan het instrumentarium voor renterisicomanagement toe te voegen. Hiervoor is de toestemming van de gemeenteraad vereist. In de gemeente Apeldoorn is derivateninzet mogelijk geworden binnen een beleidsmatige bandbreedte die is opgesteld om de controlefunctie van de raad gestalte te geven.



vertrouwd. Tenslotte moeten vooraf zowel (5) de kosten als (6) de risico's voldoende in beeld zijn.

De bovengenoemde voorwaarden vormen samen een *beleidsmatige bandbreedte* voor de inzet van rentederivaten gericht op een toekomstige financieringsbehoefte. Raadsleden hebben voor het vaststellen van een dergelijke bandbreedte enig inzicht nodig in de werking (en consequenties) van financiële derivaten. Door de insteek van een beleidsmatige bandbreedte is het niet vereist dat ze volledig op de hoogte zijn van de verschillen tussen de diverse derivatenvormen. Een gemeenteraad kan ertoe besluiten deze bandbreedte aan te vullen met concrete limieten. Hierbij valt te denken aan bijvoorbeeld: maximaal 75% van de toekomstige financieringsbehoefte mag ingedekt worden tegen een rentestijging middels rentederivaten of de kosten van een derivatentransactie mogen op voorhand niet meer bedragen dan 7,5% van de hoofdsom van de toekomstig aan te trekken lening.

### Slot

Renterisicomangement wordt door bedrijven en overheden steeds belangrijker geacht. De voornaamste reden is dat de financiële markten steeds grilliger (gevonden) worden en daarmee wordt ook het renteverloop de laatste jaren moeilijker in te schatten.

Zo vroeg WIJFFELS, voorzitter van de hoofddirectie van Rabobank Nederland zich tijdens de presentatie van hun rentevisie af of de modelcoëfficiënten in de bestaande rentemodellen nog wel kloppen. Aanleiding voor zijn vraag vormden de veranderingen in de conjunctuurcycli, de flexibilisering van de arbeidsmarkten, een meer responsieve aanbodzijde en een overheidsbeleid dat meer gericht is op beleidsstabiliteit dan op interventionisme.<sup>14</sup>

De financiële markten hebben zich namelijk sinds het midden van de jaren tachtig razendsnel ontwikkeld. De omgeving van het financiële werkteerrein wordt hierdoor complexer en door een steeds verdergaande automatisering maakt het meer kwantitatieve werk van de financiële functie bij de gemeente plaats voor nieuwe en hoger gekwalificeerde werkzaamheden.

Al deze veranderingen dringen ook de Nederlandse gemeenten binnen en vragen om een reactie. Achterover leunen en niets doen is het meest risicovolle beleid. De gemeente Apeldoorn heeft daarom laten onderzoeken wat in de praktijk de mogelijkheden van derivaten zijn. Parallel aan dit onderzoek is geprobeerd toestemming van de gemeenteraad te verkrijgen voor de toevoeging van rentederivaten aan het instrumentarium van het rentemanagement. In een tweetal discussienotities is hiertoe ook de gemeenteraad bekend gemaakt met de materie, waarna gewenste toestemming werd verkregen. Door de raad zorgvuldig te informeren, werd de huiver voor deze instrumenten niet geheel weggenomen, maar in ieder geval gold hierdoor niet langer het gezegde: onbekend maakt onbemind.

### Noten

1. Het economisch renterisico kent naast hogere rentekosten ook de dimensie van het profiteren van toekomstige rente-ontwikkelingen. Zie J.T. Dijkstra, *Geïntegreerd renterisicomangement in Nederlandse gemeenten*. Afstudeerscriptie Universiteit Twente, Faculteit Bestuurskunde, Enschede, 1993, p. 44.
2. M. Flens, A. Klaassen en P.J.J.M. van Loon (red.), *De treasury-functie*, Deventer: Kluwer 1992, p. 15 en 17.
3. Dijkstra 1993 (zie noot 1), p. 85 en 61.
4. P.B. Boorsma, 'Risicomangement in de Publieke Sector', *Openbaar bestuur*, jrg. 7 nr 3., 1997, p. 11.
5. Brief Minister van Financiën aan de Voorzitter van de Tweede Kamer, BGW 96/1214-M, 12 juni 1996.
6. P.J.W. Duffhues, 'Ontwikkelingen in het gebruik van warrants op de nationale en internationale kapitaalmarkten', in: P.J.W. Duffhues e.a (red.), *Financiële instrumenten; moderne vormen van financiering en risicobeheersing*, Deventer: Kluwer 1993, p. 176.
7. H.P. de Haan en J.W. Moison, 'Financiële derivaten kunnen positief werken', *Tijdschrift Financieel Management*, jrg. 14, nr. 6, 1994, p. 51.
8. In februari 1995 stuurde de staatssecretaris van Financiën de 'Circulaire inzake het gebruik van derivaten in het treasurybeleid van openbare lichamen' aan de gemeenten en andere openbare lichamen. Hoewel een circulaire geen bindend karakter heeft, werd deze circulaire al gauw de 'Derivatenrichtlijn' genoemd. Dit is misschien te verklaren door het verwarrende punt dat de circulaire richtlijnen bevat en richtlijnen zijn wél bindend.
9. *NG Magazine*, weekblad VNG, jrg. 50, oktober 1996, p. 18.
10. M. van der Nat, 'Derivaten-richtlijn voor gemeenten en bedrijven', *Controllers Magazine*, jrg. 9, nr 2, maart/april 1995, p. 15.
11. Brief Gedeputeerde Staten provincie Gelderland, d.d. 3 december 1996.
12. Nieuwsbrief *Bestuursmiddelen*, jrg. 2, nr 3, 8 maart 1997.
13. J. Zijlstra, *Per slot van rekening; memoires*, Contact, tweede druk, 1992, p. 169 en 180.
14. H.H.F. Wijffels, *Visie op 1997*, presentatie Utrecht, 10 december 1996.

### In Memoriam Bart Visser

Bij het ter perse gaan van dit nummer bereikte ons — via een advertentie in *De Volkskrant* — het verbijsterende bericht dat ons redactielid mr B.L.W. Visser, gemeentesecretaris van Lochem, op 25 april 1997 uit het leven was gestapt. Wat hem daartoe heeft bewogen, daarnaar kunnen wij hoogstens gissen — wij hadden slechts van zijn secretaresse vernomen dat hij wegens ziekte de redactievergadering van 29 april niet kon bijwonen. Op de voorgaande vergadering was hij vrolijk en, ja, sprankelend als altijd verschenen en had hij ten volle gefunctioneerd.

Bart maakte vanaf de eerste jaargang — 1991 — deel uit van ons team. Hij was een enthousiast en enthousiasmerend redacteur, een beminlijk en erudiet man. Voor ons zal hij, met zijn scherpe oordeel en zijn rijkdom aan ideeën, moeilijk te vervangen zijn.

Namens de redactie van *Openbaar bestuur*,  
Peter van Oosten de Boer, hoofdredacteur