

CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

Renterisico's beheerst of
financiële risico's
vergroot?

Derivaten bij woningcorporaties

2012

Renterisico's beheerst of
financiële risico's vergroot?
Derivaten bij woningcorporaties

Baarn, 31 mei 2012

2012

Inhoud

| | |
|--|-----------|
| Samenvatting en aanbevelingen | 4 |
| 1 Inleiding | 14 |
| 1.1 Aanleiding | 14 |
| 1.2 Eerdere onderzoeken | 15 |
| 1.3 Onderzoeksopzet | 16 |
| 2 Rentederivaten; doelstellingen en risico's | 18 |
| 2.1 Renteswap | 18 |
| 2.2 Swaption | 24 |
| 2.3 Cap, Floor, Collar en Forward Rate Agreement | 25 |
| 2.4 Gestructureerde derivaten, het schrijven van renteopties en overige risico's | 27 |
| 3 Inventarisatie gebruik derivaten corporaties | 31 |
| 3.1 Sectorale derivatenportefeuille ultimo 2011 | 31 |
| 3.2 Stresstest liquiditeitsrisico's ultimo 2011 | 35 |
| 4 Derivatenbeleid, risicobeheersing en informatievoorziening | 38 |
| 4.1 Derivatenbeleid | 38 |
| 4.2 Risicobeheersing | 44 |
| 4.3 In- en externe informatievoorziening derivaten | 49 |
| 5 Wettelijk kader derivaten | 56 |
| 5.1 Woningwet, Bbsh en MG-circulaires | 56 |
| 5.2 Zorgplichtregels aanbieders derivaten | 57 |
| 5.3 Mogelijke aanpassing wettelijk kader derivaten | 59 |
| Bijlagen | |
| Vragenlijst | 64 |
| Kenmerken corporaties die gebruik maken van derivaten | 74 |
| Format aanvullende gegevensopvraging | 75 |

Samenvatting en aanbevelingen

Inleiding

Het gebruik van derivaten bij het renterisicobeheer door woningcorporaties is in de afgelopen jaren toegenomen. De onderliggende nominale waarde van de sectorale derivatenportefeuille (exclusief Vestia) bedraagt per 31 december 2011 € 17,9 miljard en is daarmee met bijna 20% gestegen ten opzichte van de onderliggende nominale waarde per 31 december 2010, die toen € 15,0 miljard bedroeg. Van de 400 corporaties maken er 162 gebruik van derivaten. Corporaties geven aan dat langjarige vastrentende leningen in de huidige markt door de hoge krediet- en liquiditeitsopslagen duurder zijn dan een combinatie van een variabel rentende lening met een payerswap. Daarnaast willen woningcorporaties in veel gevallen ook de renterisico's afdekken die in de toekomst vallen en zijn de mogelijkheden met gewone leningen daarbij beperkt. Derivaten bieden woningcorporaties de mogelijkheid om een scheiding aan te brengen tussen de funding en het renterisicomanagement. De funding geschiedt veelal via een (kortlopende) lening met een variabele rente, waarbij het renterisico wordt afgedekt middels een renteswap. Kenmerkend voor de sector is dat er meestal renteswaps met lange looptijden worden aangegaan. Deze instrumenten zijn zeer gevoelig voor schommelingen in de rentemarkt en kunnen daardoor tussentijds een forse negatieve marktwaarde krijgen. Indien er sprake is van contractuele bepalingen zoals CSA's en break clauses kan dit leiden tot grote liquiditeitsrisico's. Bekend is de situatie in december 2008, waarbij een aantal woningcorporaties, in liquiditeitsproblemen dreigde te raken toen de lange rente in een zeer korte periode sterk daalde en er onderpand bijgestort moest worden. Een vergelijkbare situatie deed zich voor in het najaar van 2011.

Grote verschillen tussen corporaties

Uit het onderzoek is gebleken dat er grote verschillen in het derivatenbeleid tussen corporaties zijn. Bij een deel van de corporaties is het derivatenbeleid zeer behoudend, zonder grote liquiditeitsrisico's (beleid is om geen CSA's af te sluiten), zonder gestructureerde derivaten (uitsluitend 'recht toe recht aan' payer swaps), zonder termination bepalingen die een relatie hebben met het toezichtsinstrumentarium van de minister en met een omvang van de derivatenportefeuille (onderliggende nominale waarde) die kleiner is dan de omvang van de leningenportefeuille. Bij andere corporaties levert het derivatenbeleid veel meer risico's op doordat er

bijvoorbeeld sprake is van gestructureerde derivaten en het schrijven van renteopties, er uitsluitend derivatencontracten met een CSA worden afgesloten, er in de derivatencontracten termination bepalingen zijn opgenomen die een relatie hebben met het toezichtsinstrumentarium van de minister en waarbij de omvang van de derivatenportefeuille groter is dan de omvang van de leningenportefeuille. De marktwaarde van de derivatenportefeuille bedroeg per 31 december 2011 € 3,1 miljard negatief. De omvang van het gestorte onderpand bedroeg per 31 december 2011 € 225,8 miljoen. Sectoraal gezien zou een fictieve rentedaling van 100 basispunten per 31 december 2011 een marktwaarde van € 6,4 miljard negatief opleveren, hetgeen zou resulteren in een te storten onderpand van € 569,1 miljoen (alle genoemde waarden exclusief Vestia).¹ Sectoraal gezien is de liquiditeitsbuffer om een dergelijke margin call op te kunnen vangen voldoende. Voor individuele corporaties kan dit echter anders uitpakken. Uit onderzoek door het Fonds is gebleken dat er per 31 december 2011 (naast Vestia) acht woningcorporaties zijn die over onvoldoende liquide middelen beschikken om de onderpandverplichtingen bij een fictieve rentedaling met 100 basispunten te kunnen voldoen. Opvallend is dat ruim 94% van de corporaties aangeeft dat het derivatenbeleid mede is gebaseerd op een rentevisie. Financiële markten zijn onvoorspelbaar en het feit dat een rentestand op een bepaald moment in historisch perspectief laag is, betekent niet automatisch dat de rente binnen korte of lange tijd weer op een hoger niveau zal komen, of zelfs nog lager kan. Het is van belang zeer voorzichtig te zijn met rentevisie. Een neutrale benadering zou zoveel mogelijk spreiding in de tijd van renteherziening- en (her) financieringsmomenten inhouden. Van belang is vooral welk niveau aan rentelasten binnen de exploitatie op redelijkerwijze gedragen kunnen worden.

De mogelijkheden om liquiditeitsbuffers aan te houden

Circa een derde van de corporaties die gebruik maken van derivaten heeft afspraken met banken gemaakt waarbij de verplichting voor de corporatie kan ontstaan om tussentijds af te rekenen op basis van marktwaardeverschil. Het gaat daarbij vooral om overeengekomen CSA's en break clauses. In beginsel biedt dit een belangrijke bescherming tegen het krediet-risico dat men op banken kan lopen in geval van een positieve marktwaarde van de derivatenportefeuille. Aangezien woningcorporaties in principe niet in staat zijn om grote liquiditeitsbuffers aan te houden, vergt het echter een zorgvuldige afweging om dergelijke contractuele bepalingen aan te gaan. Op de eerste plaats borgt het Waarborgfonds Sociale Woningbouw (WSW) geen derivaten en daaruit voortvloeiende margin calls en daarnaast kent het WSW het 'eigen middelen eerst' principe, waarbij corporaties pas borging krijgen indien zij geen eigen middelen meer beschikbaar hebben om te investeren.

¹ Het verschil tussen de negatieve marktwaarde en het te storten onderpand is als volgt te verklaren:

- ♦ Niet alle contracten kennen de verplichting om onderpand te storten;
- ♦ Contracten waar wel de verplichting is opgenomen om onderpand te storten, kennen veelal een drempel (threshold) waar beneden geen onderpand hoeft te worden gestort;
- ♦ Voorgaande betekent ook dat de verhouding tussen negatieve marktwaarde en gestort onderpand tussen corporaties onderling sterk kan verschillen.

Hierdoor is het voor woningcorporaties theoretisch niet mogelijk om over eigen liquide middelen (bijvoorbeeld uit verkoop van woningen) te beschikken waarmee margin calls voldaan zouden kunnen worden.

Uit het derivatenonderzoek is gebleken dat een aantal corporaties ervan uit is gegaan dat geborgde financiering wel (tijdelijk) ingezet mocht worden om margin calls te voldoen.

Het aanhouden van ongeborgde kredietfaciliteiten is voor corporaties theoretisch wel een mogelijkheid om tijdelijke liquiditeitsbehoefte vanuit margin calls te voldoen. Hierbij bestaat echter het risico dat banken deze faciliteiten opzeggen op het moment dat deze het hardst nodig zijn. Uit het derivatenonderzoek is verder gebleken dat banken het gebruik van kredietfaciliteiten om margin calls te voldoen, niet in alle gevallen toestaan, of hier zeer stringente voorwaarden aan verbinden.

Open posities en kwantitatieve risicomaatstaven

Sectoraal gezien is de omvang van de derivatenportefeuille niet groter dan de omvang van de leningenportefeuille. Dit geldt echter niet voor alle individuele corporaties. Het WSW geeft op haar website aan niet toe te staan dat er bij het gebruik van derivaten sprake is van 'open posities'. De uitleg van het begrip 'open positie' blijkt echter verschillend ingevuld te worden. Zo is het bij 41% van de corporaties toegestaan om derivatencontracten al af te sluiten in verband met verwachte investeringen. Binnen die groep geeft 89% aan dat het derivatenbeleid ruimte biedt om dit te doen voordat een juridische verplichting tot het doen van de investering bestaat. Bijna een kwart van dezelfde groep geeft aan dat het in het verleden weleens voorgekomen is dat investeringen waartegen derivatenposities waren aangegaan, niet doorgingen. Indien daar sprake van is bestaat het risico dat corporaties 'overhedged' raken, waardoor mogelijk (een deel) van de (negatieve) marktwaarde van de derivatenportefeuille in het vermogen en resultaat verantwoord dient te worden. Het tegensluiten van de ingenomen positie (bijvoorbeeld het neutraliseren van een payer swap middels een receiver swap) is in dergelijke gevallen mogelijk, maar daardoor kan een ongewenste stapeling van derivaten ontstaan, hetgeen het beheer van de derivatenportefeuille complex kan maken.

Bij 7% van de corporaties worden in het geheel geen kwantitatieve risicomaatstaven gehanteerd bij het financierings- en derivatenbeleid. Bij 91% van de corporaties wordt weliswaar een norm gehanteerd voor het financieringsbeleid (de renterisiconorm van het WSW), maar een kwantitatief kader voor het gebruik van derivaten ontbreekt bij veel corporaties. Bij ruim een derde van de corporaties is de renterisiconorm van het WSW de enige kwantitatieve risicomaatstaf die wordt gebruikt. Deelnemers aan het WSW mogen een renterisico hebben van maximaal 15% van het vreemd vermogen, gerekend over een aaneengesloten voortschrijdende periode van 12 maanden. Deze regel is voor veel corporaties mogelijk een trigger geweest om derivaten te gebruiken.

Gestructureerde derivaten en het schrijven van renteopties

Naast het gebruik van renteswaps, swaptions, caps, floors en forward rate agreements maakt een aantal woningcorporaties gebruik van gestructureerde derivaten. Onder die verzamelnaam kan een grote verscheidenheid aan exotische derivaten schuil gaan. In deze derivaten worden kasstromen uitgewisseld tussen de woningcorporatie en de bank die gebaseerd kunnen zijn op een veelheid aan onderliggende indices en variabelen.

Deze vertonen doorgaans weinig correlatie met het rente-niveau. Gestructureerde derivaten zijn zodoende veelal niet gericht op renterisicoafdekking. Daarnaast is de complexiteit van dergelijke producten meestal groot, waardoor de risico's over het algemeen minder goed zijn te beheersen. Zo kan het lastig zijn om een volledige en juiste onderbouwing te krijgen van de marktwaarde en gevoeligheid van dergelijke producten. Uit het onderzoek is gebleken dat veel corporaties niet zelfstandig in staat zijn om de marktwaarde van de gestructureerde derivaten te berekenen. Gegeven de complexiteit van gestructureerde derivaten en het feit dat er veelal geen renterisicomanagementdoelstellingen aan ten grondslag liggen, zijn deze producten niet passend voor een woningcorporatie. Hetzelfde geldt voor het schrijven van swaptions dat er niet op gericht is om renteniveaus 'in te locken' of te 'capen', maar om de rentelasten te verlagen door middel van het incasseren van de premie.

Belemmering van het toezicht

In de derivatencontracten blijken in een aantal gevallen termination bepalingen opgenomen te zijn die een directe relatie hebben met het toezichtinstrumentarium van de minister op grond van de Woningwet en het Besluit beheer sociale-huursector. De inzet van het toezichtinstrumentarium kan ertoe leiden dat de derivatencontracten afgewikkeld moeten worden tegen de dan geldende (negatieve) marktwaarde. Gezien de materiële gevolgen daarvan kan het externe toezicht worden belemmerd. Slechts een kleine 41% van de corporaties blijkt extern juridisch advies ingewonnen te hebben bij het afsluiten van derivatencontracten.

Overige risico's

Met behulp van derivaten kunnen niet alle risico's worden afgedekt. Zo is het mogelijk dat banken de (krediet- en liquiditeits)opslagen op de onderliggende lening tussentijds aanpassen door krapte in de financieringsmarkt of doordat de kredietwaardigheid van de woningcorporatie na verloop van tijd anders wordt ingeschat. Bij de scheiding tussen funding en renterisicomanagement speelt verder het beschikbaarheidsrisico. Aan het afsluiten van langdurige renteswaps tegenover (kortlopende) roll-over leningen ligt de impliciete veronderstelling ten grondslag dat er ook in de (verre) toekomst voldoende vreemd vermogen beschikbaar zal zijn. Het verkrijgen van financiering is veelal echter geen vanzelfsprekendheid meer. Om het beschikbaarheidsrisico te verkleinen zoeken woningcorporaties naar alternatieve financieringsbronnen zoals bijvoorbeeld EMTN-programma's. Rentederivaten kunnen daarnaast ook nieuwe risico's veroorzaken.

Voorgaand is al ingegaan op het markt-, liquiditeits- en juridische risico uit hoofde van contractuele bepalingen zoals CSA's en break clauses. In een tijdsgewricht waarin een faillissement van banken niet uitgesloten kan worden, is ook het kredietrisico van belang. Daarnaast is bij het gebruik van derivaten sprake van operationele risico's. Deze kunnen gemitigeerd worden door een toereikende administratieve organisatie en interne beheersing.

Administratieve organisatie en interne beheersing

Nagenoeg alle onderzochte corporaties beschikken over een treasurystatuut, maar slechts 59% van de corporaties beschikt zowel over een treasurystatuut als een treasuryjaarplan. Het Fonds acht het van belang om naast het treasurystatuut ieder jaar ook een, door de raad van commissarissen goed te keuren, treasuryjaarplan op te stellen waarin duidelijk is afgekaderd wat de doelstellingen inzake treasury voor dat jaar zijn. In het jaarlijkse treasuryverslag kan vervolgens verantwoording worden afgelegd over het al dan niet behalen van die doelstellingen. Slechts bij een vijfde van de corporaties is in het treasurystatuut vastgelegd wat de vereisten zijn ten aanzien van de juridische documentatie van derivatentransacties. Bij slechts bij 9% is vastgelegd wat het beleid is ten aanzien van CSA's.

Bij een zeer groot deel van de onderzochte corporaties blijkt een treasurycommissie ingesteld te zijn. Het informeren van de raad van commissarissen over de besluiten die in de vergadering van de treasurycommissie zijn genomen, blijkt bij ruim een kwart van die corporaties echter geen standaardprocedure te zijn. Verder is bij ruim een vijfde van de corporaties die gebruik maken van derivaten, in het beleid niet expliciet vastgelegd welke typen derivaten zijn toegestaan. Van de corporaties waarbij dit wel expliciet in het beleid is vastgelegd, staat 18% het gebruik van gestructureerde derivaten toe. Bij ruim een kwart van de corporaties blijken er geen interne voorschriften te zijn omtrent de inhoud van transactievoorstellen. Bij slechts 16% van de corporaties maakt een stressanalyse onderdeel uit van het transactievoorstel. Een dergelijke stressanalyse voorafgaand aan het afsluiten van een derivatentransactie is bijvoorbeeld van belang in relatie tot het liquiditeitsrisico. Circa 87% van de corporaties geeft aan dat periodiek op treasuryniveau de marktwaarde van derivatenposities wordt bepaald. Bij een derde van de corporaties blijft de frequentie daarvan beperkt tot één keer per jaar. Indien er sprake is van onderpandverplichtingen uit hoofde van CSA's en break clauses is het van belang de marktwaarde van de derivatenportefeuille frequenter te monitoren.

Ruim 61% van de onderzochte corporaties geeft aan dat de raad van commissarissen één keer per kwartaal wordt geïnformeerd over het gevoerde derivatenbeleid. Bij 38% is dit jaarlijks of minder. Slechts 30% van de corporaties geeft aan dat er in de afgelopen twee jaar verbijzonderde interne controles of externe audits zijn uitgevoerd naar de naleving van de interne richtlijnen bij het gebruik van derivaten. Het is van belang dat de raad van commissarissen de opzet en werking van de administratieve organisatie en interne beheersing rondom de derivatenportefeuille periodiek en door een onafhankelijke partij laat toetsen.

Externe adviseurs en tussenpersonen

Alhoewel het zinvol kan zijn extern advies in te winnen, is het van belang dat corporaties niet geheel afhankelijk zijn van externe adviseurs. Uit het onderzoek is gebleken dat er situaties zijn waarbij de adviseur het treasuryjaarplan opstelt, dit plan presenteert aan de raad van commissarissen, de adviseur een belangrijke rol speelt in de treasurycommissie, de transactievoorstellen maakt, deze uitvoert en de verantwoordingsrapportages opstelt. In dergelijke gevallen is de rol van de adviseur te groot en is het de vraag of er door de corporatie voldoende deskundigheid, kritisch vermogen en checks en balances in de eigen organisatie zijn ingebouwd.

Verder zijn er in de sector tussenpersonen actief die bemiddelen bij het afsluiten van derivatencontracten. Los van de vraag wat de toegevoegde waarde van deze partijen is in relatie tot de ontvangen beloning, werken tussenpersonen veelal op provisiebasis en zijn ze daarmee niet onafhankelijk, gezien de omzetprikkel die dit oplevert. Verder worden deze tussenpersonen soms direct door de bank betaald en is de hoogte van de vergoeding niet zichtbaar voor de klant. Woningcorporaties dienen dan ook zeer terughoudend te zijn om in zee te gaan met dergelijke partijen.

Op grond van de EU-richtlijn Mifid, die is opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft) gelden voor de aanbieders van derivaten bepaalde zorgplichtregels. In de Wft wordt onderscheid gemaakt tussen drie categorieën: 'in aanmerking komende tegenpartij' (laagste bescherming), 'professionele belegger' (minder bescherming) en 'niet professionele belegger' (hoogste bescherming). Voor 349 van de 400 woningcorporaties (87%) geldt dat deze op grond van de omvangscriteria in de Wft zijn aan te merken als 'professionele belegger'. Het is voor het Fonds de vraag hoe verstandig het is om al deze corporaties ook daadwerkelijk die kwalificatie te geven. Is in materiële zin in alle gevallen qua kennis en ervaring ook echt sprake van een professionele partij? Het is wenselijk om corporaties bij banken/financiers te laten verzoeken om 'niet als professionele belegger' te worden gekwalificeerd zodat zij uit hoofde van de in de Wft vastgelegde zorgplichtregels de hoogste bescherming krijgen.

De kwaliteit van de informatie in de jaarrekening

Veel corporaties kiezen ervoor om kostprijs hedge accounting toe te passen in de jaarrekening. De motivering daarvoor is waarschijnlijk gelegen in het feit dat het vermogen en resultaat dan niet beïnvloed worden door de marktwaardeontwikkelingen van de derivatenportefeuille. In Richtlijn 290 van de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving is beschreven aan welke vereisten voldaan dient te zijn om kostprijs hedge accounting toe te mogen passen. Het Fonds heeft de indruk dat er in een aantal gevallen soepel is omgegaan met de toets op de hedge effectiviteit, zeker bij het gebruik van gestructureerde derivaten en geschreven renteopties en de afdekking van toekomstige aanvullende financieringsbehoefte uit hoofde van toekomstige (onzekere) investeringen. Toepassing van kostprijs hedge accounting betekent overigens niet dat er in de jaarrekening in het geheel geen informatie over derivaten opgenomen dient te worden.

Op grond van zowel de wet als de richtlijnen voor de jaarverslaggeving worden uitgebreide toelichtingen inzake financiële instrumenten verlangd.

De kwaliteit van de informatie over derivaten in de toelichting bij de jaarrekeningen van woningcorporaties dient (mede in relatie tot de eisen die daaraan worden gesteld in hoofdstuk 9 van RJ 290) verbeterd te worden.

Wettelijk kader

De huidige wet- en regelgeving op het gebied van derivaten voor woningcorporaties is zeer beperkt. In de Woningwet en het Besluit beheer sociale-huursector zijn in het geheel geen beperkingen gesteld aan het gebruik van derivaten. Uit MG 2001-26 zou afgeleid kunnen worden dat de wetgever in zijn algemeenheid een prudent beleid ten aanzien van afgeleide financiële producten zoals derivaten verwacht. Dit is echter niet verder uitgewerkt. In het wetsvoorstel Herzieningswet toegelaten instellingen volkshuisvesting en de bijbehorende concept Algemene Maatregel van Bestuur, zoals die op 12 maart 2012 aan de Tweede Kamer zijn aangeboden, is opgenomen dat de corporatie een treasurystatuut dient op te stellen, waarbij er een aantal onderwerpen is benoemd dat daarin behandeld moet worden. De voorschriften in de concept AMvB zijn vooral procedureel van aard. De feitelijke invulling van het derivatenbeleid is echter niet begrensd. Zo zijn er bijvoorbeeld geen voorwaarden gesteld aan:

- ◆ contractuele voorwaarden zoals CSA's en break clauses en de normering van de liquiditeitsrisico's die daaruit voortvloeien;
- ◆ het inperken van het gebruik van specifieke typen rentederivaten;
- ◆ het hebben van open posities;
- ◆ de maximale volumes die ingedeekt mogen worden, en
- ◆ termination bepalingen die een directe relatie hebben met het toezichtinstrumentarium van de minister en het Fonds.

In de concept AMvB is aangegeven: *“Ook kan de inhoud nog wijzigen naar aanleiding van adviezen van de in te stellen Commissie Kaderstelling en Toezicht naar aanleiding van o.m. de casus Vestia”*. Dit biedt de wetgever de mogelijkheid om de regelgeving op het gebied van derivaten voor woningcorporaties in de toekomst aan te passen. Bij de behandeling van het wetsvoorstel Herzieningswet toegelaten instellingen volkshuisvesting op 12 april 2012 heeft de minister aangegeven te overwegen om op het niveau van de wet zelf een aantal bepalingen in relatie tot treasury op te nemen. Om de periode voorafgaand aan de inwerkingtreding van de herziene Woningwet te overbruggen, zal het ministerie beleidsregels over het gebruik van derivaten door woningcorporaties uitvaardigen. Medio mei 2012 heeft een eerste afstemming tussen het ministerie en het Fonds plaatsgevonden over de conceptversie van deze beleidsregels.

Aanbevelingen

Het Fonds komt op grond van het derivatenonderzoek en vanuit het huidige wettelijk kader tot de volgende aanbevelingen voor woningcorporaties:

- ◆ Maak een zorgvuldige afweging over het aangaan van CSA's. Monitor het liquiditeitsrisico uit hoofde van CSA's door periodiek 'stressanalyses' met verschillende rentescenario's uit te voeren en de buffer tegenover een negatieve marktwaarde op derivaten daarop af te stemmen middels het aanhouden van voldoende liquide middelen. Creëer een liquiditeitsbuffer waarmee margin call verplichtingen bij een renteschok van 100 basispunten opgevangen kunnen worden. Maak ook een analyse van de effecten op de marktwaarde en het te storten onderpand bij een renteschok van 200 basispunten. Neem kosten van het aanhouden van een liquiditeitsbuffer mee in de afweging voor het gebruik van derivaten.
- ◆ Besteed meer aandacht aan de mogelijke liquiditeitsrisico's van break clauses. Hier ligt een belangrijk en latent liquiditeitsrisico in de toekomst. Het is van belang dat corporaties dit risico kwantificeren en daar in voldoende mate op anticiperen. Spreid break clauses in de tijd zodat het liquiditeitsrisico wordt beperkt en vertrouw er niet op dat banken zonder meer bereid zullen zijn om (vervaldata van) break clauses te heronderhandelen. Het is, mede onder invloed van nieuwe regelgeving (Basel 3, EMIR), de vraag of banken daartoe bereid zullen zijn. Vermijd een eenzijdige break clause waarbij uitsluitend de bank het recht heeft om het derivatencontract te beëindigen.
- ◆ Sluit het gebruik van gestructureerde derivaten en het schrijven van renteopties uit in het treasurystatuut. Gegeven de complexiteit van gestructureerde derivaten en het feit dat er veelal geen renterisicomanagement doelstellingen aan ten grondslag liggen, zijn deze producten over het algemeen niet passend voor een woningcorporatie. Hetzelfde geldt voor het schrijven van swaptions dat er niet op gericht is om renteniveaus 'in te locken' of te 'cappen', maar om de rentelasten te verlagen door middel van het incasseren van de premie.
- ◆ Leg in het treasurybeleid duidelijk vast wat de periode is waarbinnen renterisico's vooraf mogen worden afgedekt door middel van derivaten, welke volumes en looptijden zijn toegestaan en welke randvoorwaarden daarbij gelden. De omvang van de derivatenportefeuille dient gelimiteerd te worden op basis van een kwantitatief gedefinieerd risicokader met vooraf geformuleerde risicomaatstaven.
- ◆ Besteed meer aandacht aan de looptijd mismatch tussen renteswaps en onderliggende leningen. Aan het afsluiten van langdurige renteswaps tegenover (kortlopende) roll-overleningen, ligt de impliciete veronderstelling ten grondslag dat ook in de (verre) toekomst voldoende vreemd vermogen beschikbaar zal zijn. Het verkrijgen van financiering is echter geen vanzelfsprekendheid meer. Daarom is het van belang dat corporaties in het treasurybeleid randvoorwaarden formuleren voor de eventuele mismatch tussen de looptijden van de leningen en de looptijden van de derivaten.

- ◆ Sluit geen derivaten af voordat er voldoende zekerheid bestaat over de lening en het investeringsproject aangezien er een 'open positie' ontstaat indien later blijkt dat de deze geen doorgang kunnen vinden. Leg een duidelijke koppeling tussen leningen en derivaten, in hoofdsommen, maar ook in de manier waarop de rente wordt bepaald. Indien de kritische kenmerken van derivaten afwijken van de positie die wordt gehedged, is het gevolg dat (een deel van) de (negatieve) marktwaarde in het vermogen en resultaat verantwoord dient te worden.
- ◆ Sluit termination events die een relatie hebben met het toezichtinstrumentarium van de minister en het Fonds op grond van de Woningwet en het Besluit beheer sociale-huursector uit aangezien het externe toezicht daardoor wordt belemmerd. Laat de juridische risico's van de afgesloten ISDA's door een gespecialiseerd advocatenkantoor in kaart brengen. Zorg ervoor dat de schedule van de ISDA-overeenkomsten met de verschillende banken zoveel mogelijk uniform is. Dit voorkomt verwarring met betrekking tot de contractuele voorwaarden van de verschillende derivaten in de portefeuille.
- ◆ Stel een treasuryjaarplan op en overweeg de introductie van een afzonderlijke interne treasury en derivatenrapportage binnen de reguliere planning- en controlcyclus. Verstrek deze rapportage aan de raad van commissarissen en verhoog de kennis over derivaten bij raden van commissarissen opdat deze de toezichthoudende verantwoordelijkheden waar kunnen maken. Laat de opzet en werking van de administratieve organisatie en interne beheersing rondom de derivatenportefeuille periodiek toetsen.
- ◆ Verbeter de kwaliteit van de toelichting bij de jaarrekening. Samengevat dienen de bedrijfsdoelstellingen die de derivaten dienen, de risico's die ermee verband houden en het beleid van het management voor de beheersing van deze risico's, uiteengezet te worden in de jaarrekening. Er dient specifieke informatie verstrekt te worden over contractuele bepalingen zoals CSA's, break clauses en termination events en (via verschillende rentescenario's) de liquiditeitsrisico's die daaruit voortvloeien.

Verder dient het wettelijk kader met betrekking tot gebruik van derivaten door corporaties aangescherpt te worden. Het Fonds heeft de volgende aanbevelingen:

- ◆ Neem in het lopende traject van herziening van de Woningwet aanvullende bepalingen op in relatie tot het gebruik van derivaten door woningcorporaties. Blauwdruk hierbij kan zijn de bepalingen over derivaten in de Wet Fido (Financiering decentrale overheden) en in de Ruddo (Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden).
- ◆ Sluit het gebruik van gestructureerde derivaten, het schrijven van renteopties en opname in de derivatencontracten van termination events die een relatie hebben met het toezichtinstrumentarium van de minister en het Fonds, uit in de wet- en regelgeving.

- ◆ Werk in de wet- en regelgeving uit wat onder een open positie wordt verstaan. In de meest strikte definitie houdt het niet toestaan van open posities in dat er uitsluitend afdekking van het renterisico plaatsvindt op de bestaande variabele leningen. Een ruimere definitie houdt in dat daarnaast de indekking van zekere herfinancieringen op bestaande variabele leningen (begrensd in tijd en omvang) is toegestaan. Het toestaan om het renterisico op aanvullende toekomstige financieringsbehoefte uit hoofde van toekomstige onzekere investeringen af te dekken door middel van het afsluiten van derivatencontracten is onwenselijk.
- ◆ Indien contractuele bepalingen zoals CSA's en break clauses wettelijk toegestaan blijven, is het van belang dat de wetgever duidelijk aangeeft op welke wijze corporaties de liquiditeitsbehoefte die daaruit voortvloeit kunnen financieren. De mogelijkheden voor woningcorporaties om liquiditeitsbuffers aan te houden ter financiering van margin calls zijn in de huidige situatie beperkt. Afstemming tussen het wettelijk kader en de beleidsregels van het WSW hieromtrent is van belang.
- ◆ De omvangscriteria in de Wft voor de indeling als 'professionele belegger' in het kader van de zorgplichtregels werken nu zeer digitaal. Er is een nieuwe versie van de EU-richtlijn Mifid (Markets in Financial Instruments Directive) in de maak waarin wordt gesteld dat lokale overheden niet zonder meer als 'professionele belegger' aangemerkt mogen worden. Leg die bepaling bij de vertaling naar de Nederlandse wet- en regelgeving breder uit richting woningcorporaties.

Los van mogelijke aanpassingen in het wettelijk kader rondom derivaten zal het Fonds in 2012 via het traject van de solvabiliteitsbeoordeling en in combinatie met de beoordeling van de jaarstukken over verslagjaar 2011 specifiek aandacht besteden aan mogelijke risico's vanuit de derivatenportefeuilles van corporaties. In het onderzoeksprogramma zullen daartoe, onder meer in relatie tot het liquiditeitsrisico, concrete toetspunten worden opgenomen. Dit zal in de beleidsregels 2013 in combinatie met het toezicht op liquiditeit en het toezicht op behoud van maatschappelijk gebonden vermogen verder worden uitgewerkt. Verder zal de reguliere gegevensopvraging door het Fonds, met ingang van de dVi over verslagjaar 2012, worden aangepast, waarbij onder meer aandacht zal worden besteed aan CSA's, break clauses en andere contractuele bepalingen in de derivatencontracten die kunnen leiden tot liquiditeitsrisico's. Deze gegevens zullen worden gebruikt om jaarlijks, naast de reguliere solvabiliteits- en continuïteitsoordelen, bij alle corporaties periodiek een vooraf geformuleerde stresstest in relatie tot de liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuille uit te voeren. Bij corporaties waarbij de uitkomsten van de stresstest daartoe aanleiding geven zal het Fonds overgaan tot verscherpt toezicht en een frequentere gegevensopvraging.

Inleiding

1.1 Aanleiding

Woningcorporaties zijn kapitaalintensieve organisaties en de rentelasten vormen een belangrijke onderdeel van de totale bedrijfslasten. Zo wordt er per verhuureenheid over het verslagjaar 2010 gemiddeld genomen € 1.442,- uitgegeven aan rentelasten op een huuropbrengst van € 5.038,-². Afgerond is dit 29% van de bruto huuropbrengsten. Een stijging van de rentelasten kan de financiële positie van corporaties snel uithollen. Actief renterisicobeheer is derhalve een vanzelfsprekend onderdeel van het financiële beleid van woningcorporaties. Het gebruik van derivaten³ bij het renterisicobeheer is in de afgelopen jaren toegenomen⁴. Een aantal grote woningcorporaties is zeer actief op de derivatenmarkt, maar ook minder grote woningcorporaties hebben derivaten in hun portefeuille. Aan het gebruik van derivaten zijn risico's verbonden die aandacht behoeven. Vooral omdat steeds nieuwe derivatenstructuren bedacht worden waarbij het in kaart brengen en het beheersen van de risico's gecompliceerder wordt. Ook het gebruik van eenvoudige rentederivaten is niet zonder risico's. Het gaat daarbij onder meer om het liquiditeitsrisico ten gevolge van het moeten storten van onderpand bij daling van de marktwaarde van de derivatenportefeuille ten gevolge van daling van de markttrente.

Kenmerkend voor de sector is dat er meestal renteswaps met extreem lange looptijden (tot 50 jaar) worden aangegaan. Deze instrumenten zijn zeer gevoelig voor schommelingen in de rentemarkt en kunnen daardoor tussentijds een forse negatieve marktwaarde krijgen. Bekend is de situatie in december 2008, waarbij een aantal woningcorporaties in liquiditeitsproblemen dreigde te raken toen de lange rente in een zeer korte periode sterk daalde en er onderpand bijgestort moest worden. Een vergelijkbare situatie deed zich voor in het najaar van 2011. Het gebruik van derivaten vergt een effectief treasurybeleid en een goed opgezette administratieve organisatie en interne beheersing binnen de corporatie.

² Sectorbeeld realisaties woningcorporaties verslagjaar 2010, CFV 2011.

³ Onder derivaten wordt in het kader van dit onderzoek verstaan afgeleide financiële rente-instrumenten zoals renteswaps en renteopties die gemeen hebben dat er op een zeker moment een recht op, of een verplichting tot een periodieke rentebetaling ontstaat of kan ontstaan, zonder dat er een hoofdsom wordt uitgewisseld. Voorbeelden zijn alle verschillende types (simpele en gestructureerde) renteswaps, alle verschillende rente-opties (inclusief caps, floors, collars, swaptions (een optie op een toekomstige renteswap), Forward Rate Agreements en futures.

⁴ Dit geldt ook wereldwijd. Uit een rapport van de Bank for International Settlements van 16 november 2011 blijkt dat het totale nominale uitstaande bedrag van alle rentederivaten vanaf 2009 is gestegen en medio 2011 ruim \$550.000 miljard dollar bedraagt).

Bijzondere aandacht is nodig voor het risicokader, het kennisniveau omtrent derivaten, de verdeling van taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden en de tijdigheid, betrouwbaarheid en volledigheid van de in- en externe informatie.

Naar aanleiding van bovenstaande ontwikkelingen is begin 2011 door het Fonds besloten een themaonderzoek uit te voeren naar het gebruik van derivaten door woningcorporaties. Doelstelling van het onderzoek is om het gebruik van derivaten in de sector te inventariseren, om de belangrijkste risico's daarbij in kaart te brengen en inzicht te krijgen in de administratieve organisatie en interne beheersing in relatie tot het gebruik van derivaten.

1.2 Eerdere onderzoeken

Het Fonds heeft in het verleden eerder onderzoek gedaan naar treasury binnen woningcorporaties. In 2002 heeft het Fonds het rapport 'Treasury bij woningcorporaties' gepubliceerd. De onderzochte deelterreinen waren financiering, belegging, renterisicobeheer, AO/IC en rapportage. Een van de aanbevelingen was dat normen en limieten (zoals voor renterisicovolumen en derivaten) concreter ingevuld zouden moeten worden. Daarnaast heeft het Fonds in 2007 een themaonderzoek uitgevoerd naar de financieringsrisico's van woningcorporaties. In het Verslag Financieel toezicht 2007 zijn onder meer de volgende aanbevelingen opgenomen:

- ◆ De informatie in de jaarrekening over de financieringsactiviteiten is vaak beperkt. In de toelichting op de jaarrekening zou deze informatie moeten worden opgenomen. In een aantal gevallen ontbreken in de toelichting de onderliggende afwegingen en keuzes die tot de specifieke aangetrokken financieringen in het verslagjaar hebben geleid. De beperktheid van informatie geldt nog sterker voor corporaties die actief zijn in derivaten.
- ◆ De rapportage aan de raad van commissarissen over treasury in het algemeen en financiering in het bijzonder is bij relatief veel corporaties inhoudelijk beperkt. Hierbij geldt met name dat informatie over de begroting versus realisatie vaak ontbreekt. Deze informatie is wezenlijk voor een goede beoordeling van het gevoerde beleid.

Het derivatenonderzoek 2011 kan gezien worden als vervolg op de eerdere onderzoeken, waarbij het onderzoek in 2011 zich specifiek richt op het gebruik van rentederivaten. Vooruitlopend op de publicatie van voorliggend rapport heeft het Fonds op 30 maart 2012 een rapportage met de uitkomst van een stresstest naar de minister verstuurd. Hierbij is beoordeeld of corporaties een voldoende financiële buffer hebben om een rentedaling van 100 basispunten op te vangen. De minister heeft de Tweede Kamer op 5 april 2012 geïnformeerd over de uitkomsten van deze stresstest.

1.3 Onderzoekopzet

Het onderzoek is uitgevoerd door middel van een enquête onder de toegelaten instellingen waarvan op grond van de Verantwoordingsinformatie⁵ over verslagjaar 2010 bekend is dat zij gebruik maken van derivaten. De vragenlijst is door het Fonds in samenspraak met een gespecialiseerd adviesbureau (Capitad) opgesteld en afgestemd met het ministerie van BZK en het WSW. De enquête is opgebouwd uit drie onderdelen. Onderdeel A is gericht op het algemene financieringsbeleid en het specifieke beleid ten aanzien van derivaten. Onderdeel B is gericht op de interne rapportage en de externe verslaggeving met betrekking tot derivaten. Onderdeel C van de vragenlijst is gericht op de inventarisatie van de treasuryactiviteiten en de derivatenportefeuille. De gehanteerde vragenlijst is in bijlage 1 bij dit rapport opgenomen.

Het aantal toegelaten instellingen waarvan op grond van de Verantwoordingsinformatie over verslagjaar 2010 bekend is dat zij gebruik maken van derivaten bedraagt 156 en dit is 39% van het totale aantal toegelaten instellingen (400) per 31 december 2010. Aan deze corporaties is verzocht de enquête via een webapplicatie in te vullen. De kenmerken (aantal verhuureenheden, aantal fte's en referentiegroepen) van deze groep corporaties zijn weergegeven in bijlage 2.

De vragenlijsten zijn op 22 juli 2011 uitgezet bij de 156 geselecteerde toegelaten instellingen, met het verzoek de webapplicatie uiterlijk 15 september 2011 ingevuld te hebben. Aan één corporatie is achteraf toestemming verleend om de vragenlijst niet in te vullen aangezien deze corporatie werd opgeheven (activiteiten overgedragen naar de leden, die eveneens zijn geselecteerd ten behoeve van dit onderzoek). Voorts is aan twee corporaties die per 1 juli 2011 zijn gefuseerd, toestemming verleend om gezamenlijk één vragenlijst in te vullen. Daarnaast is aan twee corporaties toestemming gegeven om de vragenlijst niet in te vullen gezien het zeer beperkte derivatengebruik. Na enkele rappelacties zijn alle 152 te ontvangen enquêtes op 3 november 2011 bij het Fonds binnengekomen.

In aanvulling op de algemene vragenlijst is op 17 januari 2012 een aanvullende gegevensopvraging onder deze corporaties⁶ uitgezet, aangezien een deel van de (kwantitatieve) informatie die in de eerste ronde was verkregen, niet actueel meer was gezien de sterk gedaalde rente. Het gaat daarbij onder meer om informatie over de marktwaarde van de derivatenportefeuille en het gestort onderpand per 31 december 2011. Het gehanteerde format van deze aanvullende gegevensopvraging is in bijlage 3 bij dit rapport opgenomen.

5 Dit betreft de Verantwoordingsinformatie op grond van bijlage II bij het Besluit beheer sociale-huursector, ook wel aangeduid met 'dVi'.

6 Deze aanvullende gegevensopvraging is uitgezet bij 162 corporaties. Dit betreft naast de eerder genoemde groep van 156 (die gebaseerd was op de situatie per 31 december 2010), de corporaties die voor het eerst in 2011 derivatencontracten zijn aangegaan.

Naast de bovengenoemde enquêtes is bij tien corporaties een diepgaander onderzoek uitgevoerd op basis van vooraf opgevraagde stukken in combinatie met gesprekken met sleutelfunctionarissen op diverse niveaus binnen de corporatie. De uitkomsten van dat deel van het onderzoek zijn (geanonimiseerd) tevens gebruikt bij het opstellen van dit rapport.

In hoofdstuk 2 wordt een beschrijving gegeven van de meest gebruikte typen rentederivaten zoals de renteswap, de swaption, de cap, de floor, de collar en de forward rate agreement. Hierbij wordt aandacht besteed aan de doelstellingen die met dergelijke derivaten kunnen worden nagestreefd, welke contractuele voorwaarden in omloop zijn en welke risico's hierbij relevant zijn. In een afzonderlijke paragraaf wordt ingegaan op de risico's van gestructureerde derivaten en het schrijven van renteopties.

In hoofdstuk 3 wordt aandacht besteed aan de sectorale derivatenportefeuille zoals blijkt uit de inventarisatie in onderdeel C van de vragenlijst en de aanvullende gegevensopvraging zoals die op 17 januari 2012 is uitgezet. In paragraaf 3.2 wordt daarbij ook ingegaan op de uitkomsten van de stresstest gericht op liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuilles zoals die door het Fonds per 31 december 2011 is uitgevoerd en waarover het Fonds op 30 maart 2012 aan de minister heeft gerapporteerd.

In hoofdstuk 4, dat is gebaseerd op de beantwoording door corporaties van de onderdelen A en B uit de vragenlijst, wordt aandacht besteed aan het derivatenbeleid, de administratieve organisatie en interne beheersing en de interne en externe informatievoorziening over derivaten. Aan bod komen onder meer de door corporaties toegestane typen derivaten, de gehanteerde risiconormen, de maatregelen in het treasurystatuut, de waarborgen bij het afsluiten van derivatentransacties, de monitoring van de derivatenportefeuille en de verwerkingswijze in de jaarrekening.

In hoofdstuk 5 van dit rapport wordt ingegaan op het huidig wettelijk kader met betrekking tot derivaten. Daarnaast is aandacht besteed aan de zorgplichtregels zoals die gelden voor de aanbieders van derivaten. In paragraaf 5.3 wordt ingegaan op het lopende traject van herziening van de Woningwet en wordt mogelijke aanpassing van het wettelijk kader voor derivaten besproken.

Rentederivaten; doelstellingen en risico's

Derivaten (komt van het Latijnse woord 'derivare' wat 'afleiden' betekent) zijn financiële instrumenten die gebruikt worden om financiële risico's af te dekken. Het zijn overeenkomsten, die tussen twee partijen tot stand komen, waarvan de waarde is gebaseerd op de ontwikkeling van een bepaalde basiswaarde. Bij rentederivaten is dat de rentevoet. De rente van een financiering kan hiermee op enig moment vastgelegd worden en daarmee krijgt de corporatie zekerheid over de toekomstige rentekasstromen. In dit hoofdstuk wordt een beschrijving gegeven van de meest gebruikte typen rentederivaten. Hierbij wordt aandacht besteed aan de doelstellingen die met dergelijke derivaten kunnen worden nagestreefd en welke risico's hierbij relevant zijn.

2.1 Renteswap

De renteswap is, gemeten naar de hoogte van de onderliggende nominale waarde (notional), veruit het meest gebruikte rentederivaat door woningcorporaties⁷. Corporaties geven aan dat langjarige vastrentende leningen in de huidige markt door de hoge krediet- en liquiditeitsopslagen duurder zijn dan een combinatie van een variabel rentende lening met een payerswap. Daarnaast willen woningcorporaties in veel gevallen ook de renterisico's managen die in de toekomst vallen en zijn de mogelijkheden met gewone leningen daarbij beperkt. Om die reden brengen veel woningcorporaties een scheiding aan tussen de funding en het renterisicomanagement. De funding geschiedt veelal via een (kortlopende) lening met een variabele rente⁸, waarbij het renterisico wordt afgedekt middels een renteswap. Een renteswap (Interest Rate Swap, IRS) is een overeenkomst tussen twee partijen waarin wordt afgesproken om gedurende een bepaalde periode rentestromen uit te wisselen over een vooraf overeengekomen (notionele) hoofdsom. De hoofdsom zelf wordt niet uitgewisseld. Het gaat puur om het ruilen van het rentetype over een afgesproken bedrag gedurende een afgesproken periode. Bij de meeste swaps betaalt de ene partij een variabele rente aan de andere partij die op haar beurt weer een vaste rente terugbetaalt.

⁷ In hoofdstuk 3 van dit rapport wordt nader ingegaan op de omvang van de onderliggende waarde en de marktwaarde van de verschillende typen rentederivaten.

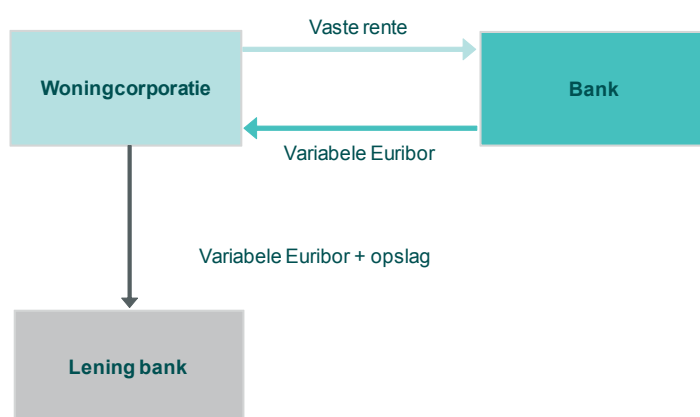
⁸ Meestal een zogenaamde roll-over lening. Dat is een lening met een vaste looptijd en algehele aflossing aan het einde van de looptijd, maar met een variabele rente die tegen geldmarkttarieven wordt vastgesteld en aangepast, bijvoorbeeld om de zes maanden.

De variabele renteverplichting is gebaseerd op de geldmarktrente, waarvoor meestal als referentie Euribor wordt genomen. De Euribor (Euro Interbank Offered Rate) is het benchmarktarief op de geldmarkt waartegen interbancaire termijndeposito's met een vaste looptijd tot en met één jaar in eurobedragen binnen de Europese Economische en Monetaire Unie aangeboden worden door de ene primaire bank⁹ aan de andere primaire bank. Het niveau van de vaste rente wordt op de IRS-markt bepaald door vraag en aanbod. De rente op de IRS-markt volgt doorgaans op afstand de marktrente voor staatsobligaties. Swaptransacties worden wel aangeduid als 'Over The Counter', hetgeen wil zeggen dat deze niet op een beurs worden verhandeld, maar individueel tussen partijen overeengekomen worden.

Bij een payer swap wordt een vaste rente betaald en een variabele rente ontvangen. Hiermee kan men zich indekken tegen een rentestijging. Indien het de bedoeling is om een lening of bestaande swap met een vaste rente om te zetten naar een variabele rente, kan een receiver swap afgesloten worden. Er wordt dan een variabele rente betaald en een vaste rente ontvangen. Het afsluiten van een receiver swap kan in de situatie bij woningcorporaties bijvoorbeeld aan de orde zijn indien een nieuwbouwproject uiteindelijk geen doorgang vindt en men een eerder voor dat doel afgesloten payer swap wil 'neutraliseren'. Het is overigens de vraag of het altijd mogelijk is om tegen redelijke kosten een swap af te sluiten die in alle opzichten de eerder afgedekte swap volledig neutraliseert.

De werking van een payer swap is in grafiek 2.1 nader toegelicht.

Grafiek 2.1 Rentswap (payer swap)



In de payer swap in grafiek 2.1 valt de variabele rente (Euribor) die de woningcorporatie betaalt uit hoofde van de lening weg tegen de variabele rente die wordt ontvangen in de swap. Per saldo betaalt de woningcorporatie de vaste rente plus de (krediet- en liquiditeits)opslag op de lening.

⁹ De primaire banken zijn de geldscheppende banken, dat wil zeggen dat zij met een zekere kas een grotere geldhoeveelheid dan deze kas kunnen maken, via kredietverlening.

De corporatie blijft dus nog wel het risico lopen dat de opslag op de lening stijgt, waardoor de rentekosten ondanks de te betalen vaste rente op grond van de afgesloten swap toenemen. Het is daarom van belang om bij herziening van de opslag de marktconformiteit daarvan te toetsen.

Bij het aangaan van een swaptransactie wordt in beginsel geen premie betaald. De startwaarde is nihil aangezien de netto contante waarde van beide elementen van de swap (het vast rentende deel en het variabel rentende deel) op het moment van afsluiten gelijk is. Na het startmoment vindt er wel een (markt)waardeontwikkeling plaats. Deze ontstaat wanneer de contante waarde van de kasstromen uiteen gaat lopen door veranderende markttrente. Indien de markttrente daalt, dan stijgt de contante waarde van de kasstroom van de vaste rente. Dit is een nadeel voor de betaler van de vaste rente en een voordeel voor de ontvanger. Als gevolg hiervan daalt de marktwaarde van de payer swap, terwijl de marktwaarde van de receiver swap stijgt. Bij een stijgende markttrente werkt dit zowel bij de payer swap als de receiver swap andersom. Aan het einde van de looptijd van een swap is de marktwaarde altijd nul.

Derivatenvooreenkomsten en onderpandverplichtingen

Voor het afsluiten van een swap tekenen de corporatie en de bank een derivatenvooreenkomst. Daarin staan de voorwaarden voor het gebruik van de derivaten. Voor derivatentransacties hanteren banken een aantal soorten overeenkomsten, zoals de ISDA-overeenkomst (International Swap Derivatives Association) en de RFD (Raamovereenkomst voor Financiële Derivaten). Beide overeenkomsten bestaan uit een hoofdovereenkomst (master agreement), een bijlage (schedule) en een lijst met definities (definitions). De master agreement is een standaarddocument met standaardbepalingen die gelden voor alle derivatencontracten met de betrokken bank. In de schedule kunnen partijen afwijken van de tekst van de master agreement en kunnen partijen aanvullende afspraken maken. Voor iedere individuele derivatentransactie onder een ISDA worden daarnaast aparte confirmations opgesteld, waarin ook weer specifieke bepalingen opgenomen kunnen worden. Voor een goede beoordeling van alle relevante bepalingen en risico's is het noodzakelijk om kennis te hebben van zowel de master agreement, de schedule als de confirmation.

Indien de marktwaarde (positief of negatief) van een derivaat aanzienlijk oploopt, kan dit betekenen dat een potentiële vordering op een tegenpartij dermate stijgt dat één van de partijen een onacceptabel kredietrisico loopt. Om dit te ondervangen kunnen tussen partijen afspraken worden gemaakt om onderpand te storten¹⁰ (margin calls) indien de marktwaarde van de derivatenportefeuille onder een bepaald niveau daalt. Deze afspraken zijn vastgelegd in de zogenaamde Credit Support Annex (CSA) die een afzonderlijke onderdeel vormt bij de ISDA Master Agreement.

¹⁰ Naast het storten van margin calls bestaat soms ook de mogelijkheid om andere zekerheden (zoals hypotheek, of door middel van obligaties) te verstrekken.

In een CSA wordt verder geregeld met welke frequentie er hoeveel onderpand wordt verrekend. Veelal wordt daarbij ook gewerkt met een drempelbedrag (threshold) en een minimum transfer amount. Zolang de marktwaarde binnen de afgesproken range van het drempelbedrag blijft, hoeft geen onderpand verrekend te worden. De minimum transfer amount is een praktische maatregel om te vermijden dat men voor een paar euro al moet verrekenen. Hierbij wordt een minimumbedrag afgesproken dat iedere keer overgeboekt moet worden op de contractueel bepaalde verrekendata.

Een CSA leidt tot iets lagere kosten en verder zijn swaps met langere looptijden en met hogere onderliggende waarden mogelijk. Alhoewel CSA's in de markt gebruikelijke afspraken zijn, worden hiermee grote liquiditeitsrisico's gelopen. Daartegenin gebracht kan worden dat een rentederivaat vanuit de positie van de woningcorporatie ook een positieve marktwaarde kan ontwikkelen. In dat geval loopt de woningcorporatie een potentieel kredietrisico op de bank. In de huidige tijd waarin een faillissement van banken niet is uitgesloten, kan een CSA dit risico verkleinen.

De mogelijkheden om liquiditeitsbuffers aan te houden

De keuze tussen het al dan niet afsluiten van een CSA is derhalve een afweging tussen het accepteren van liquiditeitsrisico of kredietrisico. Alhoewel het kredietrisico reëel is, kan in zijn algemeenheid gesteld worden dat het liquiditeitsrisico zwaarder weegt als contracten worden aangegaan met partijen met een hoge rating. Aangezien woningcorporaties in principe niet in staat zijn om grote liquiditeitsbuffers aan te houden, vergt dit een zorgvuldige afweging. Op de eerste plaats borgt het WSW geen derivaten en daaruit voortvloeiende margin calls¹¹. In de bijlage van het Reglement van Deelneming van het WSW is wel een bepaling opgenomen waarin is aangegeven dat het WSW in geval van nood en ongeacht de oorzaak daarvan, zogenaamde tijdelijke liquiditeitstekorten kan borgen. Daarbij geldt sinds 1 januari 2011 echter als nadrukkelijke voorwaarde dat hiervoor afstemming met de achtervangers (Rijk en gemeenten) vereist is. Een beroep op deze bepaling wordt door het WSW en de achtervangers gezien als een ernstige situatie, waaraan doorgaans zeer stringente voorwaarden worden gekoppeld. Het veelvuldig en structureel gebruik maken van deze faciliteit om margin calls te kunnen voldoen, is derhalve zeer ongewenst. Naast het feit dat margin calls geen toegestaan bestedingsdoel zijn, kent het WSW het 'eigen middelen eerst' principe, waarbij corporaties pas borging krijgen indien zij geen eigen middelen meer beschikbaar hebben om te investeren. Hierdoor is het voor woningcorporaties theoretisch niet mogelijk om over eigen liquide middelen (bijvoorbeeld uit verkoop van woningen) te beschikken waarmee margin calls voldaan kunnen worden. Uit het derivatenonderzoek is gebleken dat een aantal corporaties er vanuit is gegaan dat geborgde financiering wel (tijdelijk) ingezet mocht worden om margin calls te voldoen.

¹¹ Het WSW borgt alleen activiteiten die in de bijlage van het Reglement van Deelneming zijn opgenomen.

De systematiek van bedrijfsfinanciering door het WSW in combinatie met het ontbreken van een waterdichte controle op de feitelijke besteding van geborgde financiering heeft bijgedragen aan de onduidelijkheid die kennelijk bij een aantal corporaties is ontstaan over de mogelijkheden om margin calls te kunnen voldoen. Via bedrijfsfinanciering waartoe het WSW in 2007 is overgegaan, wordt op basis van kasstroomprognoses en geplande (borgbare) investeringen een ‘faciliteringsvolume’ aan corporaties toegekend.

Dit is het maximale bedrag aan externe financiering voor een periode van maximaal drie jaar, waarvoor het WSW op voorhand bereid is borg te staan. De achtergrond van deze maatregel is dat corporaties op het meest geschikte moment en met grotere volumes naar de kapitaalmarkt kunnen voor hun financiering. Nadeel is echter dat corporaties hiermee forse bedragen aan geborgde financiering ‘vooruit’ kunnen opnemen. Daardoor kan een positie van overfinanciering gecreëerd worden die (oneigenlijk) aangewend kan worden om bijvoorbeeld margin calls te voldoen¹². Ook vanuit de swaplímiet¹³, die in omvang is gerelateerd aan de netto resterende financiële ruimte onder de 50% WOZ-grens, is bij een aantal corporaties de indruk ontstaan dat geborgde financiering aangewend mag worden ter financiering van margin calls.

Het aanhouden van ongeborgde kredietfaciliteiten is voor corporaties theoretisch wel een mogelijkheid om tijdelijke liquiditeitsbehoefte vanuit margin calls te voldoen. Hierbij bestaat echter het risico dat banken deze faciliteiten opzeggen op het moment dat deze het hardst nodig zijn. Uit het derivatenonderzoek is verder gebleken dat banken het gebruik van kredietfaciliteiten om margin calls te voldoen, niet in alle gevallen toestaan, of hier zeer stringente voorwaarden aan verbinden. Dit is vanuit de positie van banken ook logisch aangezien hierdoor de situatie kan ontstaan waarbij een bank geld moet lenen aan een woningcorporatie die dat geld vervolgens aanwendt om als onderpand voor de derivaten bij dezelfde bank te storten. Hierdoor verschuift het risico voor de bank van de derivatenportefeuille naar de leningenportefeuille. Ook het financieren van margin calls vanuit de derivatenportefeuille bij de ene bank via kredietfaciliteiten bij een andere bank, wordt niet in alle gevallen toegestaan¹⁴.

12 Naast het risico dat verkregen geborgde middelen direct worden aangewend voor niet-borgbare bestedingsdoelen, bestaat het risico dat geborgde middelen wel worden aangewend voor borgbare bestedingsdoelen, maar dat verkregen inkomsten een andere aanwending wordt gegeven. Het WSW-principe ‘eigen middelen eerst’ is nacalculatorisch niet altijd strikt gehandhaafd.

13 De swaplímiet wordt berekend door op 50% van de WOZ-waarde van het ingezette onderpand het toegekende faciliteringsvolume en het saldo van de reeds geborgde leningen in mindering te brengen. Vervolgens moet daar de marktwaarde van de laatst opgevraagde derivatenportefeuille, rekening houdend met een afwijking van -100 basispunten, op in mindering worden gebracht. Derivaten mogen niet worden toegepast indien dit leidt tot een swaplímiet die lager is dan nihil.

14 Ook dit is begrijpelijk omdat langs deze weg de ene bank de andere financiert, terwijl ze dit misschien niet rechtstreeks zou doen.

De invloed van nieuwe regelgeving voor banken

Onder invloed van nieuwe regelgeving zoals Basel 3 en de European Market Infrastructure Regulation (EMIR) zullen banken mogelijk steeds meer moeten werken met CSA bepalingen in de derivatencontracten. De EMIR treedt naar alle waarschijnlijkheid per 1 januari 2013 in werking. Deze regulering behandelt onderhandse derivaten zoals renteswaps, swaptions en renteopties. Deze moeten vanaf dan centraal 'gecleared' worden, hetgeen betekent dat de marktwaarde van de derivaten met een centrale tegenpartij afgerekend moet worden. Een uitzonderingsregel zal gelden voor bepaalde marktpartijen, waar vermoedelijk een groot deel van de corporaties onder zal vallen.

Van deze partijen wordt waarschijnlijk wel verlangd dat zij bilateraal marktwaardeverrekening gaan toepassen, hetgeen betekent dat onderpand met alle tegenpartijen van onderhandse derivaten dient te worden verrekend.

Op dit moment is de exacte invulling van de regulering en de impact op woningcorporaties nog onduidelijk. Gezien de mogelijke liquiditeitsrisico's die uit deze regelgeving voortvloeien, dienen de ontwikkelingen nauwgezet gevolgd te worden door woningcorporaties. Woningcorporaties zullen daarbij, ondersteund door scenarioanalyses met verschillende renteniveaus, goed moeten nagaan welke mogelijkheden er feitelijk zijn om margin calls te voldoen en welke risico's men bereid is daarbij te lopen, ten opzichte van de eventuele voordelen.

Break clauses

Naast het liquiditeitsrisico vanuit de CSA bepalingen kunnen er liquiditeitsrisico's gelopen worden uit hoofde van de zogenaamde break clauses die in de derivatencontracten opgenomen kunnen zijn. Een break clause is een recht om op een vooraf vastgesteld moment het swapcontract tegen marktwaarde af te rekenen. Indien situaties in de derivatencontracten beschreven staan waarbij verplicht moet worden afgerekend, spreekt men van een mandatory break clause. Ook kan het zijn dat op bepaalde tijdstippen één of beide partijen het recht hebben (maar niet de plicht) om tussentijds af te rekenen (mutual break clause). Evenals bij CSA bepalingen ontstaat hier een liquiditeitsrisico (afrekenen negatieve marktwaarde), maar dit is dan wel geconcentreerd op het overeengekomen break moment. Uit het derivatenonderzoek blijkt dat sommige corporaties de break clauses in de tijd spreiden, zodat het liquiditeitsrisico wordt beperkt. Er zijn echter ook corporaties waarbij in een korte tijdsperiode veel break clauses vervallen. Een aantal corporaties geeft daarbij aan dat zij voornemens zijn om bijvoorbeeld een of twee jaar voor de breakdatum met de bank te heronderhandelen om de breakdatum te verlengen. Het is, mede onder invloed van nieuwe regelgeving de vraag of banken daartoe bereid zullen zijn. Hier ligt een belangrijk en latent liquiditeitsrisico in de toekomst. Het is van belang dat corporaties dit risico kwantificeren en daar in voldoende mate op anticiperen.

Termination bepalingen

In de derivatencontracten die corporaties hebben afgesloten blijken verder een veelheid aan verschillende soorten termination bepalingen opgenomen te zijn. Het gaat daarbij bijvoorbeeld om bepalingen als Material Adverse Change clauses, Additional Termination Events en Cross Default bepalingen. Alhoewel de condities waaronder deze bepalingen in werking treden verschillend van aard zijn, hebben ze over het algemeen allemaal als strekking dat bepaalde gebeurtenissen kunnen leiden tot directe opeisbaarheid van derivatencontracten tegen de vigerende marktwaarde. Uit hoofde van deze bepalingen is er derhalve ook sprake van een liquiditeitsrisico. Daar komt bij dat is gebleken dat een aantal van deze termination bepalingen een directe relatie heeft met het toezichtsinstrumentarium van de minister en het Fonds op grond van de Woningwet en het Besluit beheer sociale-huursector. De inzet van het toezichtsinstrumentarium door de minister of het Fonds kan er daarbij toe leiden dat de corporaties de derivatencontracten moet afwickelen tegen de dan geldende (negatieve) marktwaarde. Gezien de materiële gevolgen daarvan wordt het externe toezicht vanuit het ministerie en het Fonds ernstig belemmerd.

2.2 Swaption

Een swaption is een optie op een renteswap. Met een swaption koopt een woningcorporatie het recht om binnen een bepaalde periode een renteswap aan te gaan tegen vooraf bepaalde prijzen en voorwaarden. Het verschil met een swap is de keuzemogelijkheid (optie) om te zijner tijd het afgesproken rentepercentage pas echt te fixeren. Voor dat recht betaalt de corporatie op het moment van afsluiten een premie. De hoogte van de premie is afhankelijk van de actuele situatie op de rentemarkt, de hoofdsom, de looptijd en het gecontracteerde renteniveau. De verkoper van de swaption heeft de plicht een renteswap aan te gaan als de koper dit wenst. De swaption kan gebruikt worden wanneer men een swap wil afsluiten, maar nog niet zeker is of en wanneer zij de lening die men wil swappen, ook daadwerkelijk zal aangaan. Verder wordt de mogelijkheid behouden om, op het moment dat de swap nodig is, een gunstiger geprijsde swap af te sluiten. Ook hier is er, net zoals bij de renteswap, weer onderscheid tussen payer en receiver swaptions. Een gekochte swaption kan bij een dalende kapitaalmarktrente een waarde hebben welke lager is dan de oorspronkelijke premie investering, echter nooit minder dan nihil. Bij een gekochte swaption kunnen er om die reden ook geen onderpandverplichtingen ontstaan.

De werking van een swaption is in grafiek 2.2 nader toegelicht.

Grafiek 2.2 Swaption



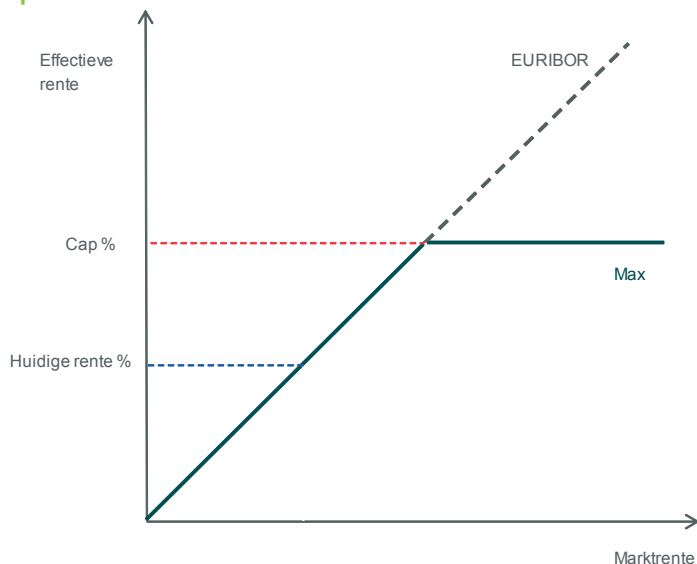
In de swaption in grafiek 2.2 gaat het om een swaption die het recht geeft om binnen 1 jaar een renteswap af te sluiten met een looptijd van vier jaar. Na een jaar oefent de koper zijn optie uit en heeft hij verplichtingen uit hoofde van de swap of laat hij de optie verlopen.

Speciale vormen van swaptions zijn ook de callable, cancelable en extendable swaps. Die komen neer op een combinatie van een swap en een swaption. De opties zijn in die gevallen meestal geschreven (verkocht) om de vaste rente in de payer swap te verlagen. Dergelijke swaptions komen ook voor in combinatie met leningen, maar zijn dan doorgaans zodanig ingebouwd in de lening dat er geen CSA van toepassing is. In paragraaf 2.4.1 wordt ingegaan op het schrijven (verkopen) van swaptions.

2.3 Cap, Floor, Collar en Forward Rate Agreement

Een cap is een instrument waarmee een variabel renteniveau tot op een plafond kan worden afgetopt. De corporatie heeft een lening met een variabele rente (EURIBOR) en wil het risico dat die variabele rente boven een bepaalde grens uitstijgt, afdekken. Zij kan daartoe, tegen betaling van een eenmalige premie, een contract met de bank afsluiten waarbij het verschil tussen de marktrente en een van te voren afgesproken maximum rentetarief wordt uitgekeerd als de marktrente het maximum overschrijdt. Zolang de marktrente niet boven het afgesproken maximum rentetarief uitkomt, is er geen uitkering uit hoofde van de cap. De cap geeft dus de garantie van een maximaal te betalen renteniveau, terwijl geprofiteerd kan worden van een eventuele lagere rente. De te betalen premie voor een cap is hoger naarmate de onderliggende nominale waarde hoger is, het renteplafond lager is en de looptijd van de cap langer is. De werking van een cap is in grafiek 2.3 nader toegelicht.

Grafiek 2.3 Cap



Een floor is vergelijkbaar met de cap, maar dan betreft het een bodem in de rente. De verkoper van de floor garandeert aan de koper dat hij het verschil tussen de marktrente en het van te voren afgesproken rentetarief zal betalen indien de marktrente het afgesproken rentetarief onderschrijft. De verkoper ontvangt hiervoor vooraf een premie. Hij limiteert daarmee zijn voordeel van een rentedaling (maar tegen ontvangst van de premie). De premie die men voor een floor moet betalen (of ontvangt), is hoger naarmate de onderliggende nominale waarde hoger is, de rentebodem hoger is en de looptijd langer is.

Een collar is een combinatie van een gekochte cap en een verkochte floor. Voor het verkopen van de floor wordt een premie ontvangen die wordt gebruikt om de cap te kopen. Het resultaat is dat het renterisico binnen een bepaalde bandbreedte (de boven- en ondergrens liggen vast) kan worden afgedekt zonder dat hiervoor een premie betaald hoeft te worden. Een collar waarbij de te ontvangen premie van de verkoop van de floor de te betalen premie voor de cap compenseert, wordt aangeduid met een zero-cost collar.

Naast het gebruik van renteswaps, swaptions, caps en floors wordt er in de corporatiesector (in mindere mate) ook gebruik gemaakt van forward rate agreements (in hoofdstuk 3 van dit rapport wordt nader ingegaan op de omvang van de onderliggende waarde en de marktwaarde van de verschillende typen rentederivaten). Een forward rate agreement (FRA) is een geldmarktderivaat waarbij twee partijen met elkaar afspreken wat een bepaald type rente over een bepaalde tijd zal zijn. Het is een instrument om de rente over toekomstige opnames of uitzettingen op een bepaald moment te fixeren. Indien de rente is gestegen, ontvangt de koper van de FRA het (contant gemaakte) bedrag van het renteverskil. Omgekeerd geldt, dat de koper aan de verkoper betaalt wanneer de rente is gedaald. In beide situaties hebben de koper en de verkoper van de FRA het renteniveau bevroren. Anderzijds profiteren ze ook niet van een eventuele gunstige renteontwikkeling.

In de uitsplitsing van de verschillende typen derivaten in de vragenlijst van het derivatenonderzoek was ook een afzonderlijke categorie 'Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten' opgenomen. Een future is een op een beurs verhandeld termijncontract waarbij de onderliggende waarde bijvoorbeeld een langlopende staatsobligatie is. Uit de beantwoording door corporaties blijkt echter dat er geen gebruik wordt gemaakt van dergelijke instrumenten.

2.4 Gestructureerde derivaten, het schrijven van renteopties en overige risico's

2.4.1 Gestructureerde derivaten en het schrijven van renteopties

Onder de verzamelnaam gestructureerde derivaten kan een grote verscheidenheid aan exotische derivaten schuil gaan. In deze derivaten worden kasstromen uitgewisseld tussen de woningcorporatie en de bank die gebaseerd kunnen zijn op een veelheid aan onderliggende indices en variabelen, die doorgaans weinig correlatie vertonen met het renteniveau. Het betreft meervoudige derivaten waarvan de reële waarde vrijwel altijd wordt bepaald door één of meerdere geïntegreerde opties. Voorbeelden zijn swaps gelinked aan een index of aan een gespecificeerde formule. Een swap gelinked aan een index is een renteswap waarbij de rente van één van de (kasstroom)poten variabel is met als periodieke referentie een index zoals bijvoorbeeld een rentecurve-index, een inflatie-index en een aandelenindex. De andere poot is bijvoorbeeld variabel met als periodieke referentie Euribor. Het komt hierbij ook voor dat de index afhankelijk is van een onderliggende handelsstrategie van de bank, bijvoorbeeld uit hoofde van arbitrage tussen lange en korte rente. In sommige gevallen zijn dergelijke derivaten wel 'gecapped' voor wat betreft het door de woningcorporatie te betalen bedrag, hetgeen het risico van die instrumenten (enigszins) mitigeert. Een swap gelinked aan een gespecificeerde formule is een renteswap waarbij de rente van één van de poten variabel is met als periodieke referentie een wiskundige formule zoals bijvoorbeeld een bepaalde factor maal het verschil tussen de tien jaars- en de vijf jaarsrente. Ook hierbij is de andere poot bijvoorbeeld variabel met als periodieke referentie de Euribor.

Gestructureerde derivaten zoals swaps gelinked aan een index of swaps gelinked aan een gespecificeerde formule, zijn veelal niet ondubbelzinnig gericht op renterisicoafdekking. Daarnaast is de complexiteit van dergelijke producten meestal groot, waardoor de risico's over het algemeen minder goed zijn te beheersen. Zo kan het lastig zijn om een volledige en juiste onderbouwing te krijgen van de marktwaarde en gevoeligheid van dergelijke producten. Dit komt bijvoorbeeld doordat de indices waarop betalingen zijn gebaseerd niet observeerbaar zijn in de markt en enkel door de tegenpartij worden berekend en gepubliceerd. Gegeven de complexiteit van gestructureerde derivaten en het feit dat er veelal geen renterisicomangementdoelstellingen aan ten grondslag liggen, zijn deze producten niet passend voor een woningcorporatie.

In paragraaf 2.2 is de werking van een gekochte swaption toegelicht. Uit het onderzoek door het Fonds is gebleken dat een aantal corporaties ook swaptions verkoopt (schrijft). In tegenstelling tot een gekochte swaption kan de marktwaarde van een geschreven swaption zich wel negatief ontwikkelen en kunnen ten gevolge daarvan ook onderpandverplichtingen spelen. Door het schrijven van swaptions wordt per definitie risico genomen in plaats van afgedekt. Het basisrenterisico dat een woningcorporatie heeft (het stijgen van de rente), wordt door het schrijven van een swaption namelijk niet gemitigeerd. Stel dat een woningcorporatie een swaption heeft geschreven waarbij de bank het recht heeft om per 1 juli 2026 een swap in te roepen waarbij de woningcorporatie een vaste rente van 3,0% moet betalen over een hoofdsom van € 50 miljoen over de periode 1 juli 2026 tot 1 juli 2056 in ruil voor zes maanden EURIBOR. Indien op 1 juli 2026 de 30 jaarsrente beneden de 3,0% is, zal de bank de swap inroepen. Gegeven het feit dat de rente momenteel lager is dan 3,0% heeft de swaption nu een negatieve marktwaarde. Aangezien de swaption een lange looptijd heeft is er sprake van een zeer hoge negatieve marktwaarde. Indien de rente op 1 juli 2026 hoger is dan 3,0% zal de bank geen gebruik maken van haar recht om de swap uit te oefenen. Een eventuele variabele rentepositie in een variabele lening of een nieuwe vastrentende lening zal tegen de dan geldende hogere rente gefinancierd moeten worden. De geschreven swaption biedt derhalve geen bescherming tegen de stijgende rente. Het renterisicomanagement van woningcorporaties dient er op gericht te zijn om renteniveaus 'in te locken' of te 'cappen'. Het schrijven van swaptions dient dat doel niet, maar is er op gericht om de rentelasten te verlagen door middel van het incasseren van de premie.

Er zijn situaties denkbaar waarin het schrijven van een optie als prudent gebruik van derivaten zou kunnen worden gekwalificeerd. Een voorbeeld hiervan is de collar, zoals beschreven in paragraaf 2.3, waarbij een bandbreedte in de te betalen rente wordt aangebracht en waarbij de kosten van de koop van de cap (deels) worden gecompenseerd door de opbrengsten van de verkoop van de floor. Uiteraard dient ook hier het derivaat betrekking te hebben op gelijke modaliteiten (in omvang, looptijd) als de bijbehorende financieringsbehoefte en dienen de risico's vooraf goed ingeschat te worden.

2.4.2 Overige risico's

Het gebruik van rentederivaten dient er op gericht te zijn om het renterisico te managen. Het renterisico is het risico op een verslechtering van de exploitatiekasstromen doordat op het moment van renteconversie of herfinanciering van bestaande leningen of op het moment van aantrekken van nieuwe leningen, een hogere rente moet worden betaald dan de oorspronkelijke rente of de rente waarmee bij het initiëren van de investeringen was gerekend. Door middel van het gebruik van derivaten kunnen echter niet alle risico's worden afgedekt.

In paragraaf 2.1 is al ingegaan op het feit dat het risico van hogere (krediet- en liquiditeits)opslagen op de onderliggende lening door krapte in de financieringsmarkt of doordat de kredietwaardigheid van de woningcorporatie na verloop van tijd anders wordt ingeschat, niet door middel van rentederivaten kan worden afgedekt. Bij de scheiding tussen funding en renterisicomanagement speelt verder het beschikbaarheidsrisico. Aan het afsluiten van langdurige renteswaps tegenover (kortlopende) roll-over leningen ligt de impliciete veronderstelling ten grondslag dat er ook in de (verre) toekomst voldoende vreemd vermogen beschikbaar zal zijn. Het verkrijgen van financiering is echter geen vanzelfsprekendheid meer. Bij het afsluiten van een nieuwe lening draaide het voor de kredietcrisis voornamelijk om het verkrijgen van een zo laag mogelijk rentetarief. Momenteel is het ook de vraag of er überhaupt geld beschikbaar is. Om die reden is het van belang dat woningcorporaties in het treasurybeleid randvoorwaarden formuleren voor de eventuele mismatch tussen de looptijden van de leningen en de looptijden van de derivaten. Om het beschikbaarheidsrisico te verkleinen, zoeken woningcorporaties naar alternatieve financieringsbronnen zoals bijvoorbeeld EMTN-programma's¹⁵. Indien er al vroegtijdig derivatenposities zijn ingenomen en later wordt besloten om de funding niet via leningen, maar via bijvoorbeeld via een EMTN programma te regelen, zou dit overigens kunnen leiden tot een situatie waarin corporaties 'overhedged raken', met alle mogelijke gevolgen voor het vermogen en resultaat in de jaarrekening, indien daardoor niet meer voldaan wordt aan de eisen om kostprijs hedge accounting toe te mogen passen. Aandachtspunt is om daar vroegtijdig op te anticiperen. Het is in dat kader verder af te raden om een swap af te sluiten voordat er zekerheid bestaat over de lening. Ook daarmee creëert de corporatie een 'open positie' indien later bijvoorbeeld blijkt dat de investering of de bijbehorende lening geen doorgang vinden. Een open positie levert extra renterisico op in plaats van risicoafdekking. Indien men in een dergelijke situatie vooraf meer zekerheid wenst over de hoogte van de rente, zou de aanschaf van een payer swaption een veel geschikter instrument zijn.

Rentederivaten kunnen daarnaast ook nieuwe risico's veroorzaken. Het marktrisico is het risico dat de waarde van de swap daalt als gevolg van de renteontwikkeling. Het liquiditeitsrisico betreft het risico dat op enig moment niet aan de financiële verplichtingen kan worden voldaan omdat onvoldoende liquiditeit aanwezig is. Het juridisch risico is de afdwingbaarheid van een contract en de gevolgen van inadequate onderdelen van dat contract. In paragraaf 2.1 is uitgebreid ingegaan op het markt-, liquiditeits- en juridische risico uit hoofde van contractuele bepalingen zoals CSA's, break clauses en termination events. In die paragraaf is ook ingegaan op het kredietrisico voor woningcorporaties in een tijdsgewricht waarin een faillissement van banken niet uitgesloten kan worden.

¹⁵ EMTN staat voor Euro Medium Term Notes. Bij een EMTN programma wordt via een openbare plaatsing financiering rechtstreeks van de kapitaalmarkt opgehaald, zonder tussenkomst van de (balans van de) bank.

Naast contractuele bepalingen zoals CSA's en break clauses kan het kredietrisico door woningcorporaties worden beperkt door uitsluitend te kiezen voor tegenpartijen met een hoge kredietwaardigheid (bepaalde minimumrating vast te leggen in het treasurywet) en door middel van spreiding van de derivatencontracten over meerdere partijen.

Daarnaast is bij het gebruik van derivaten sprake van operationele risico's welke onderscheiden kunnen worden in het organisatierisico, het interne controlerisico en het frauderisico. Het organisatierisico is het risico dat verliezen optreden als gevolg van ontoereikende systemen en controles, menselijke vergissingen, slecht management en foutieve administratieve verwerking van transacties waardoor onjuiste informatie omtrent posities en risico's wordt gegenereerd. De voornaamste vorm van het interne controlerisico is het ontbreken van voldoende functiescheiding tussen besluitvormende, uitvoerende, registrerende en controlerende functies. Met name een controletechnische functiescheiding tussen front- en back-office is van belang. De front office dient zich volledig te richten op het afsluiten van derivaten-transacties en het volgen van de marktontwikkelingen. De primaire vastlegging van de transacties door de front office moet worden gescheiden van de gedetailleerde analyse van de transacties en de administratie ervan door de back office. Van belang in dat kader is dat aan banken de opdracht wordt gegeven om de bevestigingen van een transactie te versturen naar de financiële administratie zonder tussenkomst van de personen die bevoegd zijn tot het sluiten van de transacties. De financiële administratie heeft door het vastleggen van de daadwerkelijke geldstromen een registrerende en controlerende taak. Het frauderisico is het risico dat ontstaat als onvoldoende maatregelen van interne controle zijn getroffen. Juist vanwege het gecompliceerde karakter van derivaten is dit een reëel risico.

Operationele risico's kunnen worden gemitigeerd door een toereikende administratieve organisatie en interne beheersing. In hoofdstuk 4 wordt op grond van de beantwoording door corporaties van de vragen in onderdeel A van de vragenlijst van het Fonds aandacht besteed aan het derivatenbeleid en de administratieve organisatie en interne beheersing.

Inventarisatie gebruik derivaten corporaties

In dit hoofdstuk wordt aandacht besteed aan de sectorale derivatenportefeuille. In paragraaf 3.2 wordt daarbij ook ingegaan op de uitkomsten van de stresstest gericht op liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuilles zoals die door het Fonds per 31 december 2011 is uitgevoerd en waarover het Fonds op 30 maart 2012 richting de minister heeft gerapporteerd.

3.1 Sectorale derivatenportefeuille ultimo 2011

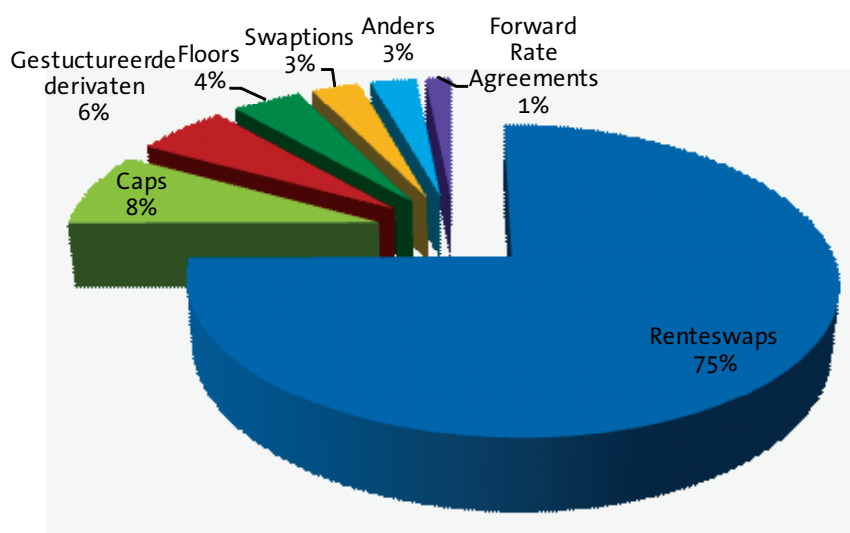
De omvang van de onderliggende nominale waarde (notional)¹⁶ van de derivatenportefeuille is een goede indicator voor de omvang van het derivatengebruik. Naast dit absolute getal is de verhouding tussen de onderliggende nominale waarde van de derivatenportefeuille en de omvang van de leningenportefeuille van belang. De onderliggende nominale waarde van de sectorale derivatenportefeuille (exclusief Vestia) bedraagt per 31 december 2011 € 17,9 miljard en is daarmee met bijna 20% gestegen ten opzichte van de onderliggende nominale waarde per 31 december 2010, die toen € 15,0 miljard bedroeg. De omvang van de leningenportefeuille van de corporaties die gebruik maken van derivaten bedraagt per 31 december 2010 € 62,2 miljard. De verhouding tussen de onderliggende nominale waarde van de derivatenportefeuille en de omvang van de leningenportefeuille is daarmee 29%. Sectoraal bezien is de omvang van de derivatenportefeuille derhalve niet groter dan de omvang van de leningenportefeuille. Dit geldt echter niet voor alle individuele corporaties. Er zijn corporaties waarbij de omvang van de derivatenportefeuille groter is dan de omvang van de leningenportefeuille. In paragraaf 4.1 wordt ingegaan op het begrip 'open positie' en de verschillende uitleg die daar door corporaties aan wordt gegeven. De renteswap is, gemeten naar de hoogte van de onderliggende nominale waarde, veruit het meest gebruikte rentederivaat door woningcorporaties. Ultimo 2011 bedroeg de omvang van de onderliggende nominale waarde van de renteswaps € 13,4 miljard en dat is driekwart van de totale derivatenportefeuille. De caps en floors zijn met een onderliggende nominale waarde van respectievelijk € 1,4 miljard (8%) en € 0,7 miljard (4%) tweede en vierde in de rangorde qua omvang.

¹⁶ Bij renteswaps is dit de hoofdsom van een lening die dient als rekenbasis voor de te ruilen renteverplichtingen.

De portefeuille gestructureerde derivaten bedraagt per 31 december 2011 € 1,0 miljard (6%) en deze categorie is daarmee derde in de rangorde gemeten naar de hoogte van de onderliggende nominale waarde.

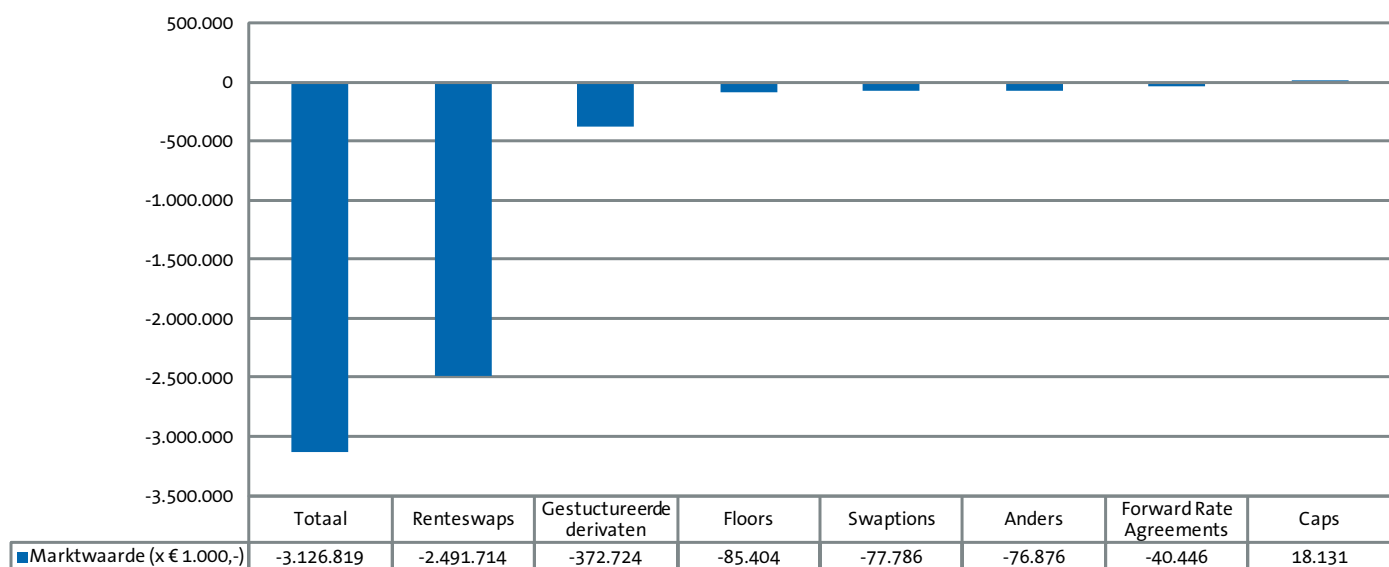
De omvang van de swaptions en de forward rate agreements bedragen respectievelijk € 0,5 miljard (3%) en € 0,3 miljard (2%). De omvang van de restcategorie 'anders' bedraagt € 0,5 miljard (3%).

Grafiek 3.1 Samenstelling sectorale derivatenportefeuille per 31 december 2011 (exclusief Vestia)



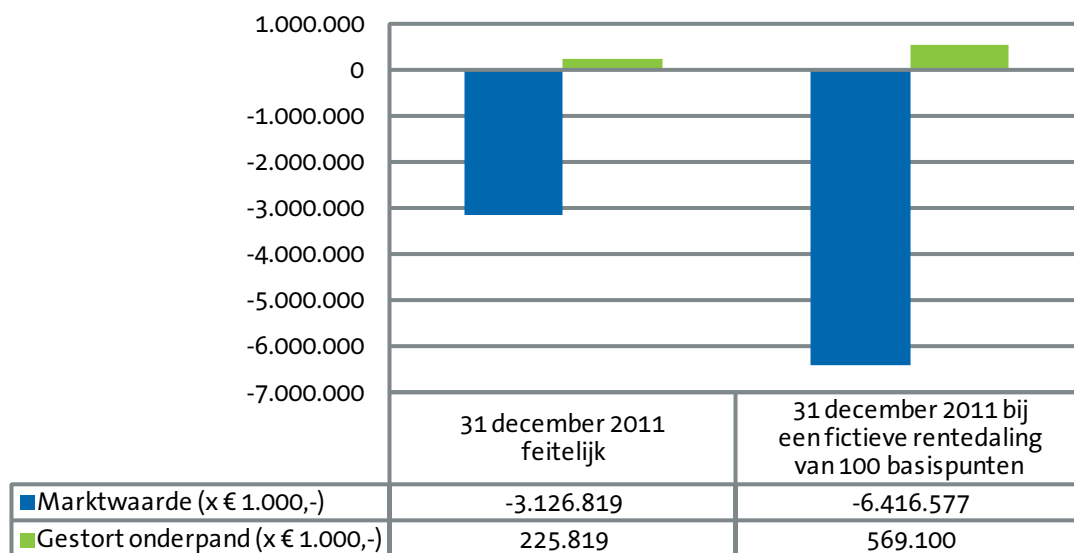
De marktwaarde van de sectorale derivatenportefeuille (exclusief Vestia) bedroeg per 31 december 2011 ruim € 3,1 miljard negatief. Dit wordt voor het grootste gedeelte (80%) veroorzaakt door de negatieve marktwaarde van de renteswaps (€ 2,5 miljard) en in mindere mate (12%) door de negatieve marktwaarde van de gestructureerde derivaten (€ 0,4 miljard). Uitsluitend de caps hebben ultimo 2011 een (bescheiden) positieve marktwaarde.

Grafiek 3.2 Marktwaarde sectorale derivatenportefeuille per 31 december 2011 (exclusief Vestia)



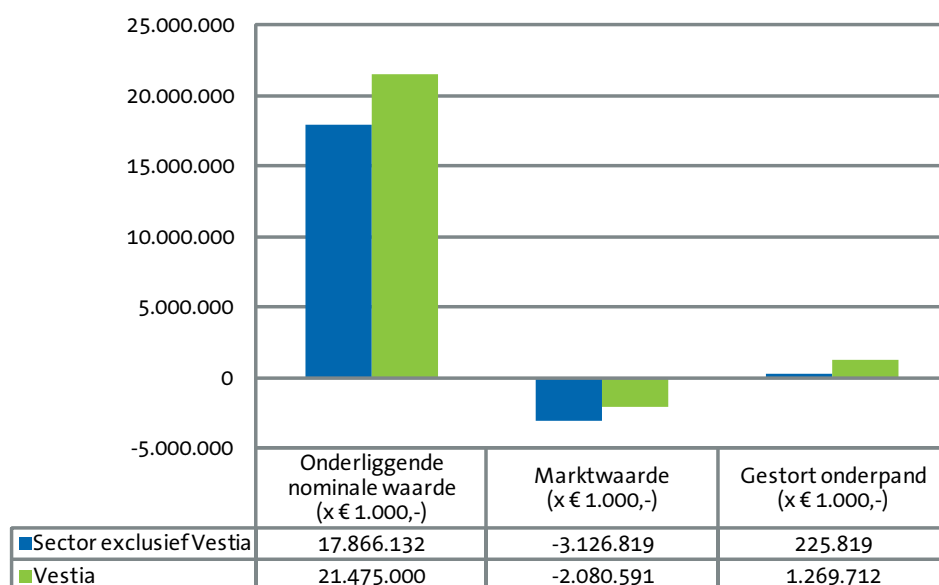
De omvang van het gestorte onderpand bedroeg per 31 december 2011 € 225,8 miljoen. Het is voor corporaties ter beheersing van het liquiditeitsrisico van belang om via scenarioanalyses met verschillende renteniveaus, na te gaan wat de effecten op de marktwaarde van de derivatenportefeuille en het te storten onderpand zijn. Sectoraal gezien (exclusief Vestia) zou een fictieve rentedaling van 100 basispunten per 31 december 2011 een marktwaarde van € 6,4 miljard negatief opleveren, hetgeen zou resulteren in een te storten onderpand van € 569,1 miljoen. Sectoraal gezien is de liquiditeitsbuffer om een dergelijke margin call op te kunnen vangen voldoende. Voor individuele corporaties kan dit anders uitpakken. In paragraaf 3.2 wordt ingegaan op de resultaten van de stresstest naar de liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuille per 31 december 2011 op het niveau van individuele corporaties.

Grafiek 3.3 Marktwaarde en onderpand per 31 december 2011 (exclusief Vestia)



Alle bovengenoemde bedragen zijn exclusief de derivatenportefeuille van Vestia. In grafiek 3.4 is de onderliggende nominale waarde (notional), marktwaarde en het gestort onderpand per 31 december 2011 van de sectorale derivatenportefeuille (exclusief Vestia) afgezet tegen de derivatenportefeuille van Vestia. De onderliggende nominale waarde van de derivatenportefeuille van Vestia is circa 20% hoger dan de onderliggende nominale marktwaarde van de derivatenportefeuille van alle andere corporaties bij elkaar. De marktwaarde van de derivatenportefeuille van Vestia bedraagt per 31 december 2011 € 2,1 miljard negatief ten opzichte van een negatieve marktwaarde van de overige corporaties gezamenlijk van € 3,1 miljard negatief. Het bedrag dat Vestia op 31 december 2011 bij de banken als onderpand heeft gestort ligt met € 1,3 miljard ruim vijf keer zo hoog als het totaal aan gestort onderpand door alle andere corporaties (€ 225,8 miljoen).

Grafiek 3.4 Onderliggende nominale waarde, marktwaarde en gestort onderpand sector en Vestia per 31 december 2011



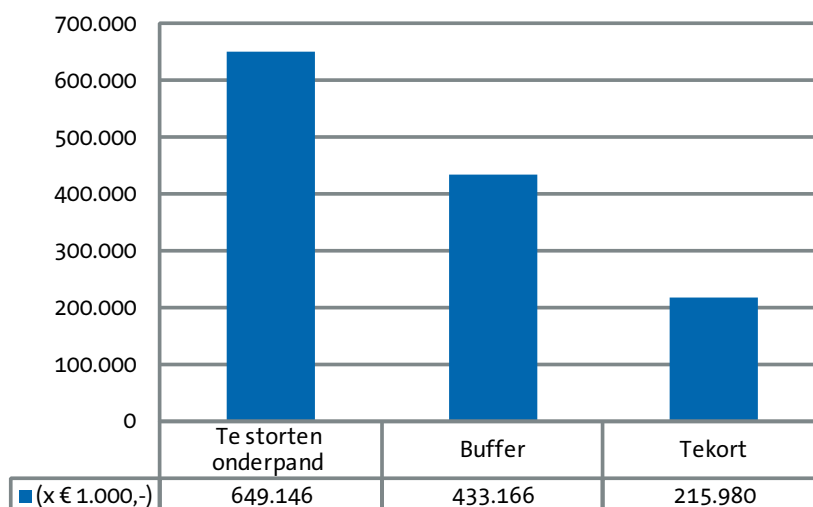
De kwaliteit van de cijfermatige informatie over de derivatenportefeuille in onderdeel C van de vragenlijst en in de aanvullende gegevensopvraging zoals die op 17 januari 2012 is uitgezet, bleek in een aantal gevallen onvoldoende te zijn. Het is van belang dat corporaties de kwaliteit van de gegevens over derivaten die aan de externe partijen verstrekt worden, verbeteren. In paragraaf 4.3 wordt nader ingegaan op de interne en externe informatievoorziening over derivaten.

3.2 Stresstest liquiditeitsrisico's ultimo 2011

In aanvulling op de algemene vragenlijst die in de zomer van 2011 is uitgezet, is op 17 januari 2012 een aanvullende gegevensopvraging onder de corporaties met derivaten uitgezet, aangezien een deel van de (kwantitatieve) informatie die in de eerste ronde was verkregen, niet actueel meer was gezien de sterk gedaalde rente. Het gaat daarbij onder meer om informatie over de marktwaarde van de derivatenportefeuille en het gestort onderpand per 31 december 2011. Op basis van deze informatie heeft het Fonds een stresstest uitgevoerd naar de liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuille per 31 december 2011 op het niveau van individuele corporaties. Dit heeft geleid tot een rapportage richting de minister op 30 maart 2012, die op basis daarvan op 5 april 2012 de Tweede Kamer heeft geïnformeerd over de uitkomsten van de stresstest.

Bij de stresstest is onderzocht of de corporaties over een voldoende liquiditeitsbuffer beschikten om aan de onderpandverplichtingen als gevolg van de negatieve marktwaarde van hun derivatencontracten te kunnen voldoen, bij een rentedaling van 100 basispunten per 31 december 2011. Uit het onderzoek is gebleken dat er per 31 december 2011 (naast Vestia) acht woningcorporaties zijn die over onvoldoende liquide middelen beschikten om de onderpandverplichtingen bij een fictieve rentedaling met 100 basispunten te kunnen voldoen. Het tekort aan een financiële buffer voor deze acht corporaties gezamenlijk bedroeg per 31 december 2011 € 216,0 miljoen. Alle acht corporaties hebben richting het Fonds aangegeven maatregelen te zullen treffen om het liquiditeitsrisico te verkleinen. Het Fonds zal deze acht corporaties monitoren en de minister over de voortgang van de uitvoering van de maatregelen informeren. Een deel van deze corporaties had op 1 mei 2012 inmiddels een toereikende buffer opgebouwd.

Grafiek 3.5 Gezamenlijk tekort acht corporaties bij een fictieve rentedaling met 100 basispunten per 31 december 2011



Naast de acht corporaties die over onvoldoende middelen bleken te beschikken om de onderpandverplichtingen bij een fictieve rentedaling van 100 basispunten te kunnen voldoen, zal het Fonds de corporaties uit het nader onderzoek monitoren waarbij er grote risico's in het derivatenbeleid, of tekortkomingen in de interne beheersing zijn geconstateerd. Beide groepen corporaties overlappen elkaar overigens deels: vier van de acht corporaties die de stresstest niet hebben behaald waren al geselecteerd voor het nader onderzoek op grond van de beantwoording van de vragen in de enquête die op 22 juli 2011 is uitgezet.

Los van mogelijke aanpassingen in het wettelijk kader rondom derivaten zal het Fonds in 2012 via het traject van de solvabiliteitsbeoordeling en in combinatie met de beoordeling van de jaarstukken over verslagjaar 2011 specifiek aandacht besteden aan mogelijke risico's vanuit de derivatenportefeuilles van corporaties. In het onderzoeksprogramma zullen daartoe, onder meer in relatie tot het liquiditeitsrisico, concrete toetspunten worden opgenomen. Dit zal in de beleidsregels 2013 in combinatie met het toezicht op liquiditeit en het behoud van maatschappelijk gebonden vermogen verder worden uitgewerkt.

Verder zal de reguliere gegevensopvraging door het Fonds worden aangepast, waarbij onder meer aandacht zal worden besteed aan CSA's, break clauses en andere contractuele bepalingen in de derivatencontracten die kunnen leiden tot liquiditeitsrisico's. In de rapportage richting de minister van 30 maart 2012 heeft het Fonds onder meer geadviseerd om de jaarlijkse gegevensopvraging aan te vullen met de uitkomst van een vooraf geformuleerde stresstest.

Derivatenbeleid, risicobeheersing en informatievoorziening

In dit hoofdstuk wordt aandacht besteed aan het derivatenbeleid, de administratieve organisatie en interne beheersing en de interne en externe informatievoorziening over derivaten. Aan bod komen onder meer de door corporaties toegestane typen derivaten, de gehanteerde risiconormen, de maatregelen in het treasury statuut, de waarborgen bij het afsluiten van derivatentransacties, de monitoring van de derivatenportefeuille en de verwerkingswijze in de jaarrekening.

4.1 Derivatenbeleid

Treasury heeft tot algemene doelstelling het waarborgen van de financiële continuïteit van de organisatie. Onderdeel van het treasurybeleid is het managen van de financiële risico's, waaronder het renterisico. Renterisicomanagement kan onder meer plaatsvinden door middel van het gebruik van derivaten, hetgeen een helder derivatenbeleid vergt. In het derivatenbeleid dient onder meer vastgelegd te zijn welke typen derivaten gehanteerd mogen worden en wat het beleid is ten aanzien van de indekking van toekomstige herfinancieringen en investeringen. In het risicokader dienen kwantitatieve, meetbare en achteraf controleerbare risicoparameters opgenomen te zijn, waarbij tevens aandacht is voor het liquiditeitsrisico.

Winstverantwoordelijkheid en rentevisie

Het merendeel van alle onderzochte corporaties (96%) typeert treasury uitsluitend als een service center met een ondersteunende rol. Bij ruim 3% van de corporaties wordt treasury als service center en als profit center met een winstverantwoordelijkheid gezien. Slechts 1% van de corporaties typeert treasury uitsluitend als profit center met een winstverantwoordelijkheid. Opvallend is dat niettemin ruim 94% van de corporaties aangeeft dat het derivatenbeleid mede is gebaseerd op een rentevisie¹⁷. Financiële markten zijn onvoorspelbaar en het feit dat een rentestand op een bepaald moment in historisch perspectief laag is, betekent niet automatisch dat de rente binnen korte of lange tijd weer op een hoger niveau zal komen, of zelfs nog lager kan. Het is van belang zeer voorzichtig te zijn met rentevisie.

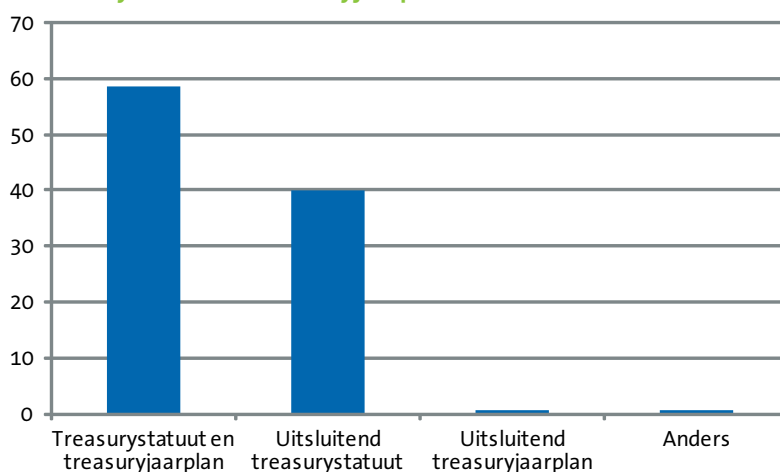
¹⁷ Onder een rentevisie wordt over het algemeen verstaan een uitspraak over de ontwikkeling van de rente, zowel lang als kort, gedurende een bepaalde periode.

Een neutrale benadering zou zoveel mogelijk spreiding in de tijd van renteherziening- en (her)financieringsmomenten inhouden. Van belang is vooral welk niveau aan rentelasten binnen de exploitatie op redelijkerwijze gedragen kunnen worden.

Treasurystatuut en treasuryjaarplan

Het derivatenbeleid in de corporatiesector is in veel gevallen geïntegreerd in het treasurystatuut. Nagenoeg alle onderzochte corporaties (97%) beschikken over een treasurystatuut. Een treasuryjaarplan blijkt minder vaak voor te komen. Slechts 59% van de corporaties beschikt zowel over een treasurystatuut als een treasuryjaarplan.

Grafiek 4.1 Treasurystatuut en treasuryjaarplan

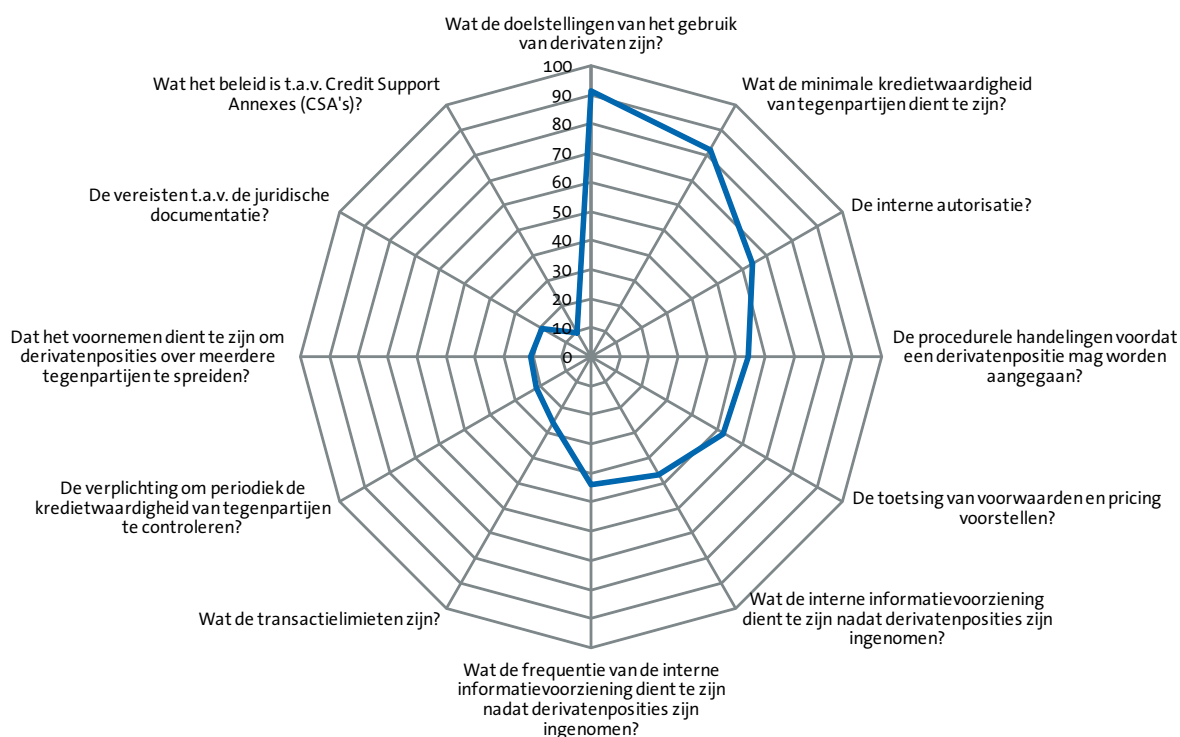


Het Fonds acht het van belang om naast het treasurystatuut ieder jaar ook een, door de raad van commissarissen goed te keuren, treasuryjaarplan op te stellen waarin duidelijk is afgekaderd wat de doelstellingen inzake treasury voor dat jaar zijn. In het jaarlijkse treasuryverslag kan vervolgens verantwoording worden afgelegd over het al dan niet behalen van die doelstellingen.

In veel gevallen is in het treasurystatuut vastgelegd wat de doelstellingen van het gebruik van derivaten zijn (91%) en welke vereisten er gelden ten aanzien van de minimale kredietwaardigheid van tegenpartijen (84%). De wijze van toetsing van voorwaarden en 'pricing' en de procedurele handelingen voordat een derivatenpositie aangegaan mag worden, zijn bij iets meer dan de helft van de corporaties vastgelegd in het treasurystatuut. De wijze waarop de interne autorisatie dient plaats te vinden en de transactielimieten die daarbij gelden, zijn bij respectievelijk tweederde en ruim een kwart van de corporaties in het treasurystatuut uitgewerkt. Het voornemen om de derivatenposities over meerdere partijen te spreiden en de verplichting om periodiek de kredietwaardigheid van tegenpartijen te controleren, is bij ruim een vijfde van de corporaties in het treasurystatuut opgenomen.

De inhoud van de interne informatievoorziening nadat derivatenposities zijn ingenomen en de frequentie daarvan zijn in respectievelijk 44% en 47% van de treasurystatuten beschreven. Bij een vijfde van de corporaties is in het treasurystatuut vastgelegd wat de vereisten ten aanzien van de juridische documentatie van derivatentransacties zijn. Bij slechts bij 9% van de corporaties is in het treasurystatuut vastgelegd wat het beleid is ten aanzien van Credit Support Annexes¹⁸. Het Fonds is van mening dat deze zaken in het treasurystatuut opgenomen dienen te zijn.

Grafiek 4.2 Inhoud treasurystatuut

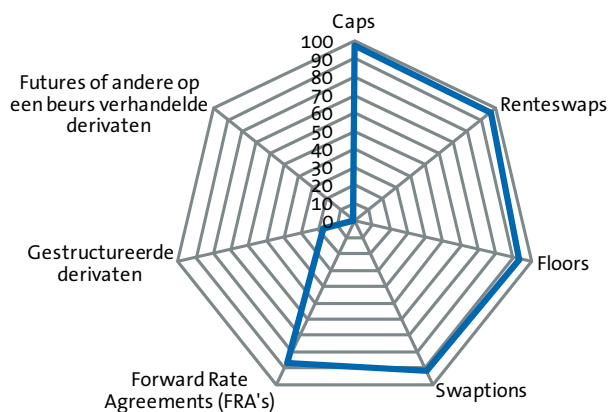


Toegestane typen derivaten

Bij 21% van de corporaties die gebruik maken van derivaten, is in het beleid niet expliciet vastgelegd welke type derivaten is toegestaan. Van de corporaties waarbij dit wel expliciet in het beleid is vastgelegd, blijkt een groot deel caps (98%), renteswaps (97%), floors (93%), swaptions (92%) en forward rate agreements (87%) toe te staan. Een redelijk fors deel van de corporaties (18%) staat het gebruik van gestructureerde derivaten toe. Bij slechts 1% van de corporaties is in het beleid vastgelegd dat futures of andere op een beurs verhandelde derivaten, ingezet mogen worden.

¹⁸ Een aantal corporaties geeft aan dat de deze aspecten in andere documenten naast het treasurystatuut zijn vastgelegd.

Grafiek 4.3 Toegestane typen derivaten in het beleid van corporaties



Bij 96% van de corporaties is goedkeuring van het bestuur vereist voor nieuwe, nog niet eerder gebruikte typen derivaten. Bij 59% is het beleid om alle nieuwe typen derivaten eerst aan het WSW ter beoordeling voor te leggen. In de enquête is aan alle corporaties de vraag gesteld of het WSW in de afgelopen vijf jaar specifieke beperkingen heeft opgelegd ten aanzien van het gebruik van derivaten. Geen enkele corporatie heeft aangegeven dat daar sprake van is geweest.

Open posities

Het WSW geeft op haar website aan niet toe te staan dat er bij het gebruik van derivaten sprake is van 'open posities'. Veel corporaties geven aan een dergelijk beleid ook niet toe te staan. De uitleg van het begrip 'open positie' blijkt echter verschillend ingevuld te worden. In de meest strikte definitie houdt het niet toestaan van 'open posities' in dat er uitsluitend afdekking van het renterisico plaatsvindt op de bestaande variabele leningen. Een ruimere definitie houdt in dat daarnaast de indekking van (zekere) herfinancieringen op bestaande leningen is toegestaan. Bij een nog ruimere invulling is het ook toegestaan om het renterisico op de aanvullende toekomstige financieringsbehoefte uit hoofde van toekomstige (onzekere) investeringen af te dekken door middel van het afsluiten van derivatencontracten. Bij 41% van de corporaties is het toegestaan om derivatencontracten af te sluiten in verband met verwachte investeringen. Binnen die groep geeft 89% aan dat het derivatenbeleid ruimte biedt om dit te doen voordat een juridische verplichting tot het doen van de investering bestaat. Bijna een kwart van dezelfde groep geeft aan dat het in het verleden weleens voorgekomen is dat investeringen waartegen derivatenposities waren aangegaan, niet doorgingen. Indien daar sprake van is, bestaat het risico dat corporaties 'overhedged' raken, waardoor mogelijk (een deel) van de (negatieve) marktwaarde van de derivatenportefeuille in het vermogen en resultaat verantwoord dient te worden.

Het tegensluiten van de ingenomen positie (bijvoorbeeld het neutraliseren van een payer swap middels een receiver swap) is in dergelijke gevallen mogelijk. Daardoor kan echter een ongewenste stapeling van derivaten ontstaan, hetgeen het beheer van de derivatenportefeuille complex kan maken. Van belang is geen derivaten af te sluiten voordat er voldoende zekerheid bestaat over de lening en het investeringsproject. De omvang van de derivatenportefeuille dient verder gelimiteerd te worden op basis van een kwantitatief gedefinieerd risicokader met vooraf geformuleerde risicomaatstaven. In het beleid dient duidelijk vastgelegd te zijn wat de periode is waarbinnen renterisico's vooraf mogen worden afgedekt door middel van derivaten, welke volumes en looptijden zijn toegestaan en welke randvoorwaarden daarbij gelden.

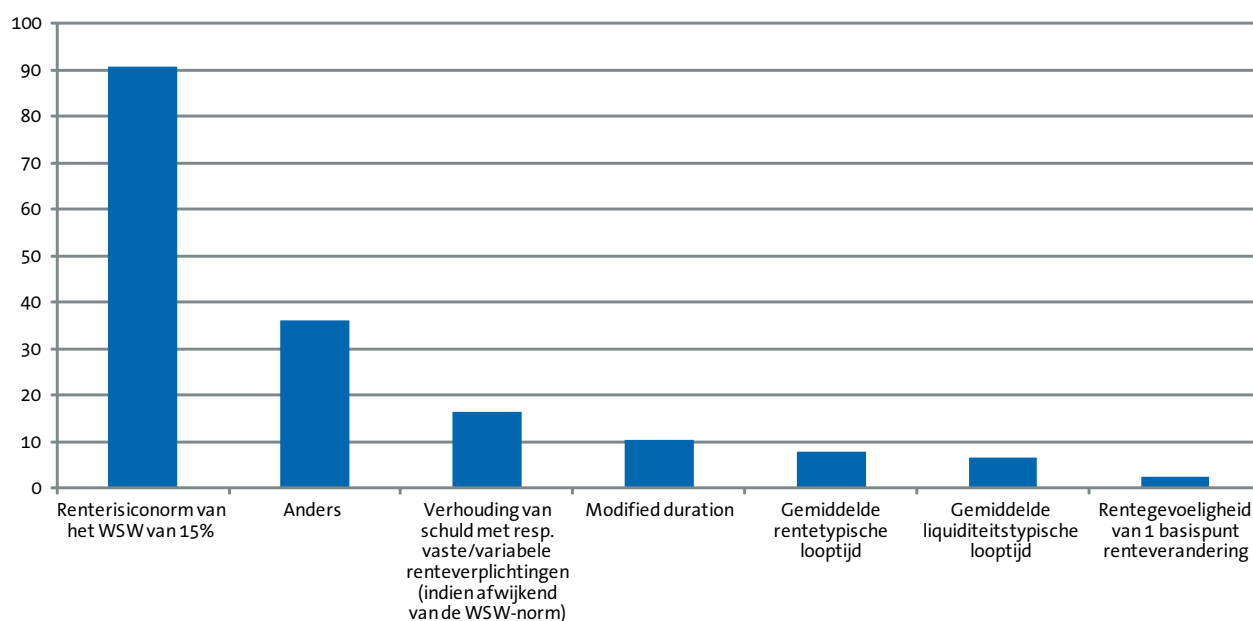
Het leggen van een duidelijke koppeling tussen de kritische kenmerken van individuele leningen en individuele derivaten (micro hedging) vereenvoudigt het beheer van de derivatenportefeuille en verhoogt het inzicht in de effectiviteit van de hedge. Het komt echter ook voor dat het derivatenbeleid is gericht op het afdekken van meerdere posten tegelijk zoals de gehele leningenportefeuille of een groot gedeelte daarvan (macro hedging). Circa tweederde van de corporaties geeft aan dat het derivatenbeleid is gericht op het afdekken van individuele posten. Circa een kwart geeft aan dat het derivatenbeleid is gericht op afdekken van meerdere posten tegelijkertijd, zoals de gehele leningenportefeuille of een groot gedeelte daarvan.

Risicomaatstaven

In de enquête is gevraagd welke kwantitatieve risicomaatstaven door corporaties worden gehanteerd bij het financierings- en derivatenbeleid. Bij 7% van de corporaties worden in het geheel geen kwantitatieve risicomaatstaven gehanteerd bij het financierings- en derivatenbeleid. Bij 91% van de corporaties wordt weliswaar een norm gehanteerd voor het financieringsbeleid (de renterisiconorm van het WSW), maar een kwantitatief kader voor het gebruik van derivaten ontbreekt bij veel corporaties. Bij ruim een derde van de corporaties is de renterisiconorm van het WSW de enige kwantitatieve risicomaatstaf die wordt gebruikt. Onder renterisico verstaat het WSW de optelsom van de schuldrestanten van de langlopende leningen die (deels) worden geherfinancierd in het betreffende jaar, variabele hoofdsomleningen voor zover er geen renteplafond (cap) op rust, leningen met renteconversies, leningen met een variabele rente zonder cap en kortgeld, verminderd met de som van de schuldrestanten van de leningen waarvan de renterisico's afgedekt zijn met derivaten. WSW-deelnemers mogen een renterisico hebben van maximaal 15% van het vreemd vermogen, gerekend over een aaneengesloten voortschrijdende periode van twaalf maanden. De WSW-formule geeft het volume aan leningen weer waarvan de rente binnen het betreffende jaar wordt gefixeerd. De renterisiconorm van het WSW is voor veel corporaties mogelijk een trigger geweest om derivaten te gebruiken. Bij 16% van de corporaties wordt een andere norm gehanteerd (afwijkend van de WSW-norm) die is gebaseerd op de verhouding van de schuld met resp. vaste/variabele renteverplichtingen.

De modified duration¹⁹ wordt bij 11% van de corporaties als risicomaatstaf gehanteerd. De gemiddelde rente-typische looptijd²⁰ wordt door 8% van de corporaties gebruikt. De gemiddelde liquiditeit-typische looptijd²¹ en de basispoint value²² spelen bij respectievelijk 7% en 3% van de corporaties een rol als risicomaatstaf.

Grafiek 4.4 Kwantitatieve risicomaatstaven



Contractuele bepalingen

Ruim 80% van de corporaties geeft aan bij het afsluiten van derivatentransacties een ISDA of RFD (Raamovereenkomst voor Financiële Derivaten van de Nederlandse Vereniging van Banken) overeengekomen te zijn. Een kleine 41% van de corporaties blijkt hierbij extern juridisch advies ingewonnen te hebben. Mede gezien de juridische complexiteit en doorwerking van contractuele bepalingen als Material Adverse Change Clausules, Additional Termination Events en Cross Default bepalingen is het van belang de juridische risico's van de afgesloten ISDA's door een gespecialiseerd advocatenkantoor in kaart te laten brengen. Verder verdient het aanbeveling om de schedule van de ISDA-overeenkomsten met de verschillende banken zoveel mogelijk uniform te houden. Dit voorkomt verwarring met betrekking tot de contractuele voorwaarden van de verschillende derivaten in de portefeuille.

Circa een derde van de corporaties geeft aan dat er afspraken met tegenpartijen in derivatentransacties zijn gemaakt waarbij de verplichting voor de corporatie kan ontstaan om tussentijds af te rekenen op basis van marktwaardeverschil.

¹⁹ De modified duration geeft de gevoeligheid weer van de marktwaarde van de portefeuille voor een renteverandering en wordt berekend door de gewogen gemiddelde looptijd van alle kasstromen van leningen in portefeuille (rente en aflossing van de hoofdsom), waarbij het gewicht van elke kasstroom wordt bepaald door de netto contante waarde van die kasstromen, te delen door $(1 + \text{effectief rendement})$.

²⁰ Dit is de gewogen gemiddelde tijd (in jaren) tot de eerstvolgende renteherziening, danwel de einddatum bij leningen die geen renteherziening kennen. De wegingsfactor is het totaal van de nominale waarde van alle leningen in portefeuille.

²¹ Daaronder wordt verstaan de gewogen resterende gemiddelde looptijd (in jaren) tot einddatum leningen in portefeuille (ongeacht eventuele afspraken tot een renteherziening) waarbij de wegingsfactor de nominale omvang is van een lening.

²² Dit is de rentegevoeligheid van 1 basispunt renteverandering.

Het gaat daarbij vooral om overeengekomen CSA afspraken en break clauses. Een specifieke bank blijkt zelf standaard derivatencontracten (niet zijnde ISDA of RFD) te hebben waarbij er sprake kan zijn van overschrijding van het zogenaamde ‘afgesproken bedrag’. Alhoewel de desbetreffende bank op grond van de contractuele documentatie in dat geval het juridische recht heeft om onderpand te eisen, geven enkele corporaties aan dat deze bank daar (vanuit relatiebeheer) in de praktijk geen gebruik van maakt. Zij geven aan dat wanneer het afgesproken bedrag wordt genaderd, door de desbetreffende bank een bericht aan de corporatie wordt verstuurd waarbij de limiet doorgaans wordt verhoogd. Het Fonds acht dit risicovol aangezien deze corporaties hierdoor het verwachtingspatroon kunnen krijgen dat er toch geen onderpand zal worden geëist, terwijl dit in juridische zin wel mogelijk is en in bepaalde situaties mogelijksterwijs ook door de bank geëffectueerd zal worden. Het is voor corporaties van belang het ‘afgesproken bedrag’ in dergelijke contracten te beschouwen als een harde limiet en de interne financiële sturing daarnaar te richten. De desbetreffende bank heeft richting het Fonds inmiddels al aangegeven de verschillende contractvormen te zullen vereenvoudigen en deze meer te laten aansluiten bij de ISDA.

Een kleine 7% van de corporaties geeft aan dat in de derivatenovereenkomsten is opgenomen dat een verslechtering van de credit rating van een tegenpartij tot een verplichting leidt om voortijdig af te rekenen op basis van marktwaardeverschil. In veel gevallen gaat het daarbij om beëindiging onder A (Standard & Poors) of equivalente credit rating. Bij een zeer beperkt aantal corporaties (2%) is in de derivatenovereenkomsten opgenomen dat een verslechtering van de credit rating van het WSW door rating agencies tot een verplichting voor de corporatie leidt om voortijdig af te rekenen op basis van marktwaardeverschil. Een verslechtering van de beoordeling door het Fonds kan bij 4% van de corporaties leiden tot een verplichting voor de corporatie om voortijdig af te rekenen op basis van marktwaardeverschil.

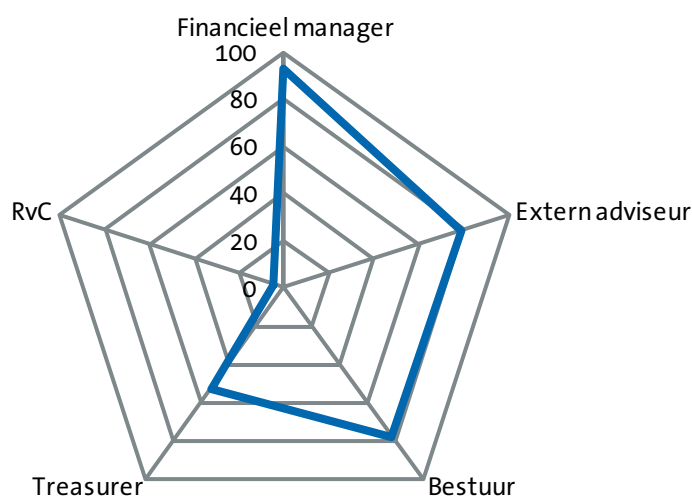
4.2 Risicobeheersing

Operationele risico's bij het gebruik van derivaten kunnen gemitigeerd worden door een toereikende administratieve organisatie en interne beheersing. Uit de beschrijving van de administratieve organisatie en interne beheersing dient duidelijk te blijken hoe de taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden zijn belegd en hoe de controletechnische functiescheiding tussen front- en back office is georganiseerd. Verder is van belang dat er heldere richtlijnen zijn geformuleerd inzake de procedure omtrent het aangaan en autoriseren van derivatencontracten en de transactielimieten die daarbij van toepassing zijn. Ook het beheer en de monitoring van de derivatenportefeuille dient goed georganiseerd te zijn. Er dient daarbij expliciet vastgelegd te zijn op welke wijze de monitoring van het liquiditeitsrisico plaatsvindt en welk beleid wordt gevoerd om margin calls ten gevolge van negatieve marktwaarden van derivaten op te kunnen vangen.

Treasurycommissie

Om de kwaliteit van het treasury- en derivatenbeleid en de kwaliteit van de besluitvorming over individuele transacties te vergroten, kan een treasurycommissie ingesteld worden. De taak van de treasurycommissie is om het bestuur gevraagd en ongevraagd te adviseren. Bij gebrek aan interne kennis kan het zinvol zijn om voor specifieke onderwerpen een externe adviseur in te schakelen. Het bestuur (en niet de treasurycommissie of de externe adviseur) blijft echter eindverantwoordelijk voor de besluiten die in het kader van treasury worden genomen. Er dient in dat kader duidelijk vastgelegd te zijn welke treasurybesluiten door het bestuur voorafgaande goedkeuring door de raad van commissarissen vergen. Bij een zeer groot deel (92%) van de onderzochte corporaties blijkt een treasurycommissie ingesteld te zijn. Het informeren van de raad van commissarissen over de besluiten die in de vergadering van de treasurycommissie zijn genomen, blijkt bij ruim een kwart van die corporaties echter geen standaardprocedure te zijn. In grafiek 4.5 wordt inzicht gegeven in de samenstelling van de treasurycommissies bij de onderzochte corporaties.

Grafiek 4.5 Samenstelling treasurycommissie

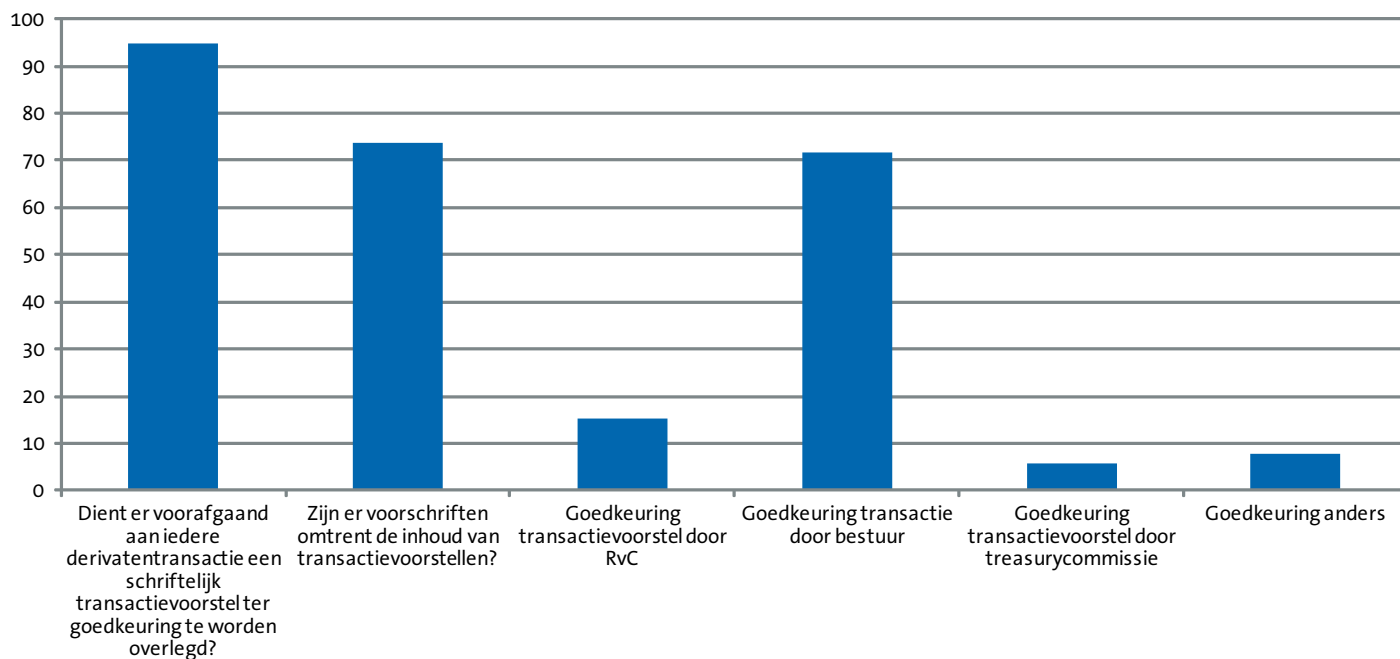


De financieel manager heeft bij 93% van de corporaties zitting in de treasurycommissie. Bij ruim 79% maakt een externe adviseur onderdeel uit van de treasurycommissie. Het bestuur en de treasurer hebben bij respectievelijk 78% en 53% van de onderzochte corporaties een plek in de treasurycommissie. De raad van commissarissen is hierin bij slechts 5% van de corporaties vertegenwoordigd. Het kan vanuit de verschillende verantwoordelijkheden overigens ook onwenselijk zijn om een afgevaardigde vanuit de raad van commissarissen deel te laten uitmaken van de treasurycommissie.

Transactievoorstellen

Bij 95% van de corporaties dient er voorafgaand aan iedere derivatentransactie een schriftelijk transactievoorstel ter goedkeuring te worden overlegd. Bij ruim een kwart van de corporaties blijken er echter geen interne voorschriften te zijn omtrent de inhoud van transactievoorstellen. In de enquête is verder gevraagd op welk niveau er goedkeuring verleend moet worden voor het transactievoorstel. Bij 15% van de corporaties dient de raad van commissarissen het transactievoorstel te accorderen. Bij 72% van de corporaties volstaat goedkeuring door het bestuur en bij 6% kunnen de transactievoorstellen goedgekeurd worden binnen de treasurycommissie. In het laatste geval is het van belang dat het bestuur de eindverantwoordelijkheid behoudt.

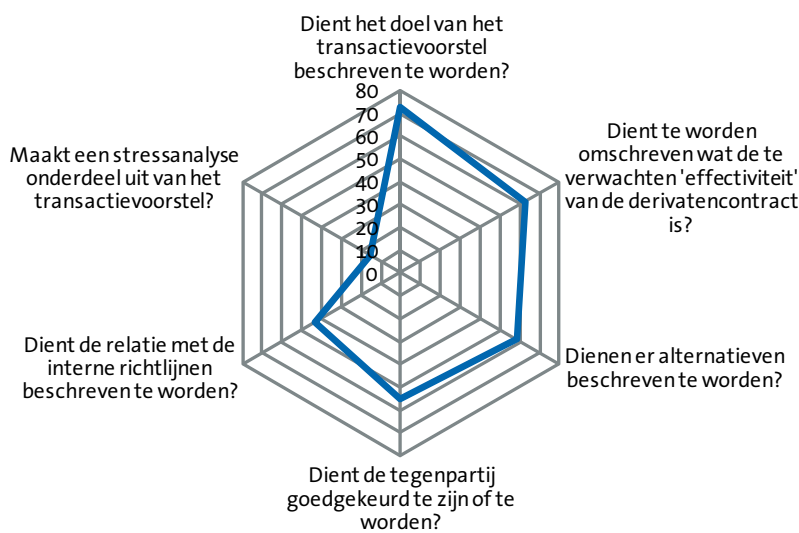
Grafiek 4.6 Transactievoorstellen



Bij de corporaties waarbij er wel interne richtlijnen zijn omtrent de inhoud van transactievoorstellen dient in circa driekwart van de gevallen het doel, en in circa tweederde van de gevallen, de te verwachten 'effectiviteit' van de derivatencontract beschreven te worden. Bij slechts iets meer dan de helft van de corporaties dienen er mogelijke alternatieven voor de voorgenomen derivatentransactie in het voorstel opgenomen te zijn. Eveneens voor iets meer dan de helft van de corporaties geldt dat de tegenpartij goedgekeurd dient te zijn of te worden. De relatie tussen de voorgenomen derivatentransactie en de interne richtlijnen (derivatenbeleid) dient in minder dan de helft van de gevallen in het transactievoorstel beschreven te zijn. Opmerkelijk is dat slechts bij 16% van de corporaties een stressanalyse onderdeel dient te zijn van het transactievoorstel.

Een dergelijke stressanalyse voorafgaand aan het afsluiten van een transactie kan, bijvoorbeeld in relatie tot het liquiditeitsrisico, achteraf veel leed voorkomen. Dit is dan ook een belangrijke tekortkoming.

Grafiek 4.7 De inhoud van transactievoorstellen



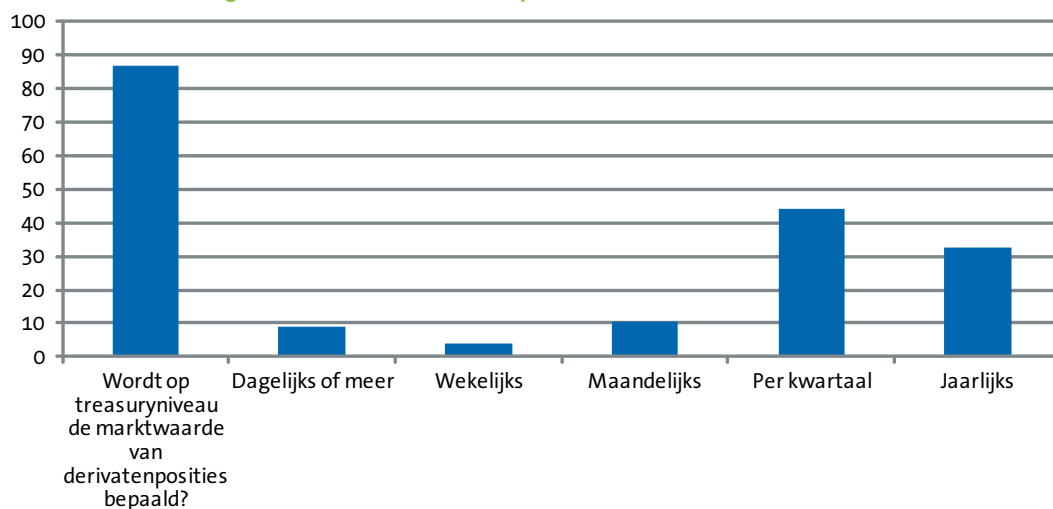
De rol van externe adviseurs

Ruim 97% van de corporaties geeft aan de 'pricing' van nieuw af te sluiten derivatentransactie te toetsen. Naast eigen analyse geschiedt dit in veel gevallen door middel van het opvragen van offertes bij meerdere marktpartijen en het vragen van een oordeel van een externe adviseur. Alhoewel het zinvol kan zijn extern advies in te winnen, is het van belang dat corporaties niet te afhankelijk te zijn van externe adviseurs. Uit het onderzoek door het Fonds is gebleken dat er situaties zijn waarbij de adviseur het treasuryjaarplan opstelt, dit plan presenteert aan de raad van commissarissen, de adviseur een belangrijke rol speelt in de treasurycommissie, de transactievoorstellen maakt, deze uitvoert en de verantwoordingsrapportages opstelt. In dergelijke gevallen is de rol van de adviseur te groot en is het de vraag of er door de corporatie voldoende deskundigheid, kritisch vermogen en checks en balances zijn ingebouwd in de eigen organisatie. De corporatie blijft immers verantwoordelijk voor haar eigen besluiten. Verder zijn er in de sector tussenpersonen actief die bemiddelen bij het afsluiten van derivatencontracten. Los van de vraag wat de toegevoegde waarde van deze partijen is in relatie tot de ontvangen beloning, werken tussenpersonen veelal op provisiebasis en zijn ze daarmee niet onafhankelijk, gezien de omzetprikkel die dit oplevert. Verder worden deze tussenpersonen soms direct door de bank betaald en is de hoogte van de vergoeding niet zichtbaar voor de klant. Woningcorporaties dienen dan ook zeer terughoudend te zijn om in zee te gaan met dergelijke partijen.

Monitoring marktwaarde derivatenportefeuille

Bij het afsluiten van een swap of swaption ontstaan wederzijdse verplichtingen en kasstromen tussen een bank en een woningcorporatie. Dit stelt bijzonder eisen aan de administratieve systemen waarin dit soort instrumenten worden vastgelegd. Een adequaat geautomatiseerd systeem is een belangrijke voorwaarde om een bestaande portefeuille van rentederivaten te kunnen administreren en bewaken. Ook moeten daarin marktwaarderingen van de lopende derivatencontracten kunnen worden gedaan. Circa 87% van de corporaties geeft aan dat periodiek op treasury-niveau de marktwaarde van derivatenposities wordt bepaald. Bij een derde van de corporaties blijft de frequentie daarvan beperkt tot één keer per jaar. Dat is bij die corporaties naar alle waarschijnlijkheid gekoppeld aan het traject van opstellen van de jaarrekening, aangezien de marktwaarde van de derivatenportefeuille op grond van de verslaggevingsregels in de toelichting bij de jaarrekening vermeld dient te worden. Indien er sprake is van onderpandverplichtingen uit hoofde van CSA's, is het van belang de marktwaarde van de derivatenportefeuille frequenter te monitoren. Een kleine 44% van de corporaties doet dat kwartaalgewijs, 11% maandelijks, 4% wekelijks en 9% dagelijks. Slechts iets meer dan de helft van de corporaties maakt bij de monitoring van de derivatenportefeuille gebruik van een geautomatiseerd systeem dat in staat is van alle derivatencontracten in de portefeuille de marktwaarde te bepalen. In een derde van de gevallen is dat systeem beoordeeld door de accountant.

Grafiek 4.8 Monitoring marktwaarde derivatenportefeuille



Interne autorisatie en functiescheiding

Het is bij 2% van de corporaties volgens de interne regels mogelijk dat een functionaris zelfstandig de corporatie verbindt door middel van een derivatencontract zonder afstemming met andere functionarissen binnen de corporatie. Bij 6% van de corporaties is er geen functiescheiding tussen het afsluiten van de derivatentransacties en het administreren en controleren hiervan. Alhoewel deze percentages laag liggen, zijn dit wel zeer belangrijke tekortkomingen.

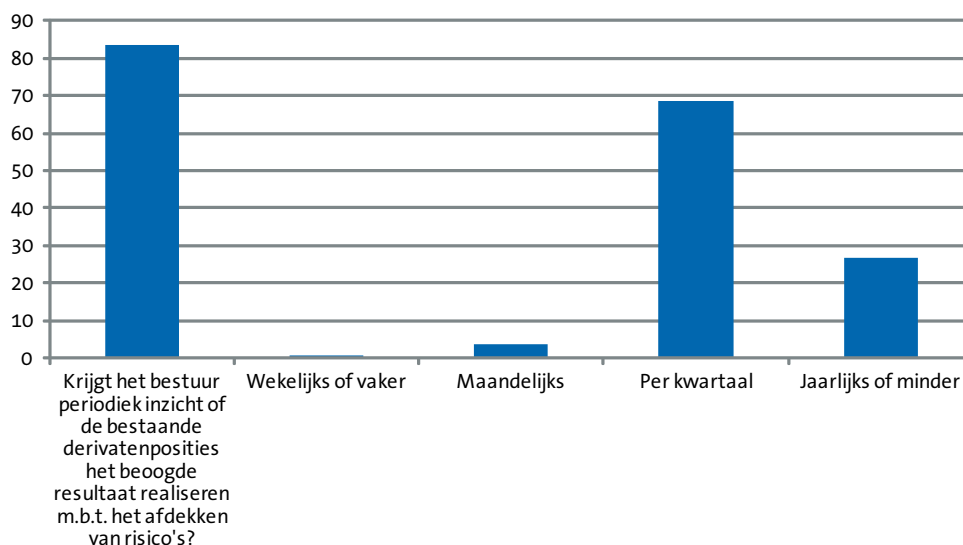
4.3 In- en externe informatievoorziening derivaten

4.3.1 Interne informatievoorziening derivaten

In het beleid dienen randvoorwaarden omtrent de tijdigheid en betrouwbaarheid van de interne informatievoorziening omtrent derivaten opgenomen te zijn. Daarnaast is het van belang dat het derivatenbeleid periodiek volgens vooraf vastgestelde criteria wordt geëvalueerd. Bij de interne informatievoorziening dient tevens gedefinieerd te zijn welke informatie en met welke frequentie aan de raad van commissarissen wordt voorgelegd.

Het verdient aanbeveling om in de reguliere planning- en controlcyclus een afzonderlijk hoofdstuk over treasury en derivaten op te nemen en dit ook te verstrekken aan de raad van commissarissen. Er dient binnen de raad van commissarissen verder voldoende kennis over derivaten aanwezig te zijn, opdat de interne rapportages doorgrond kunnen worden en de toezichthoudende verantwoordelijkheden waar gemaakt kunnen worden.

Grafiek 4.9 Informatievoorziening derivaten richting bestuur

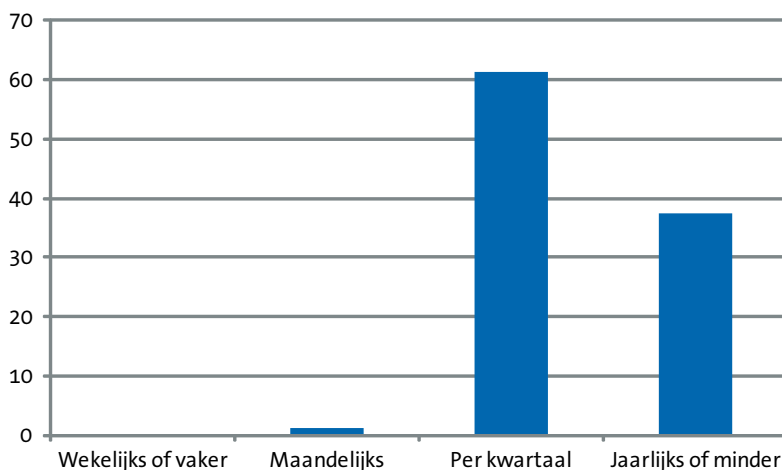


Bij 84% van de corporaties krijgt het bestuur periodiek inzicht of de bestaande derivatenposities het beoogde resultaat realiseren met betrekking tot het afdekken van risico's. Bij slechts 5% van de corporaties die dit betreft is de frequentie van deze informatie maandelijks of vaker. Bij het grootste gedeelte van de corporaties (69%) gaat het om kwartaalsgewijze informatie die vermoedelijk gekoppeld is aan de interne kwartaalrapportages. Bij ruim een kwart van de corporaties krijgt het bestuur jaarlijks of minder vaak inzicht of de bestaande derivatenposities het beoogde resultaat realiseren met betrekking tot het afdekken van risico's.

Op de vraag of het bestuur periodiek op de hoogte wordt gebracht van de marktwaarde van de derivatenportefeuille, wordt vergelijkbaar gescoord als bovengenoemde percentages. Ook daar geldt dat het bestuur bij 84% van de corporaties periodiek inzicht krijgt in de marktwaarde van de derivatenportefeuille en ook daarbij is de frequentie in de meeste gevallen (57%) kwartaalsgewijs. Bij ruim een derde van de corporaties wordt het bestuur jaarlijks of minder vaak op de hoogte gebracht van de marktwaarde van de derivatenportefeuille.

Circa 86% van de corporaties geeft aan dat het derivatenbeleid periodiek wordt geëvalueerd door het bestuur. De helft van de corporaties die dit betreft geeft aan één keer per kwartaal te evalueren, bij 5% is dit maandelijks of vaker en bij 45% jaarlijks of minder. Bij krap een derde van deze corporaties zijn er van te voren criteria vastgesteld die worden gehanteerd bij de evaluatie van het derivatenbeleid. Bij 90% van deze corporaties is het belangrijkste criterium bij de evaluatie 'risico' en bij 2% 'resultaat' (de rest geeft aan dat een ander criterium als het belangrijkste is aangemerkt). Uit de gehouden diepteonderzoeken blijkt dat specifieke randvoorwaarden en doelstellingen rond het derivatengebruik veelal ontbreken of uiterst globaal zijn. Evaluatie heeft hier kennelijk tot nu toe nog geen verbetering in gebracht. Het gebrek aan vooraf geformuleerde doelstellingen beperkt ook de effectiviteit van een evaluatie.

Grafiek 4.10 Hoe vaak wordt de raad van commissarissen geïnformeerd over het gevoerde derivatenbeleid?



Ruim 61% van de onderzochte corporaties geeft aan dat de raad van commissarissen één keer per kwartaal wordt geïnformeerd over het gevoerde derivatenbeleid. Bij 38% is dit jaarlijks of minder. Frequenties van maandelijks of vaker komen in zeer beperkte mate voor.

Slechts 30% van de corporaties geeft aan dat er in de afgelopen twee jaar verbijzonderde interne controles of externe audits zijn uitgevoerd naar de naleving van de interne richtlijnen bij het gebruik van derivaten. Het is van belang dat de raad van commissarissen de opzet en werking van de administratieve organisatie en interne beheersing rondom de derivatenportefeuille periodiek en door een onafhankelijke partij laat toetsen. Indien het gezien de aard en omvang van de bedrijfsactiviteiten te verantwoorden is, verdient het aanbeveling een internal audit of risk managementfunctie te introduceren, die omwille van de objectieve oordeelsvorming, een onafhankelijke positie binnen de corporatie inneemt om van daaruit het bestuur aanvullende zekerheid te verstrekken over de naleving van de interne richtlijnen en de kwaliteit van sturing en beheersing. Ook specifiek ten aanzien van de monitoring van de risico's inzake treasury-activiteiten kan een dergelijke functie duidelijke meerwaarde hebben.

4.3.2 Externe informatievoorziening derivaten

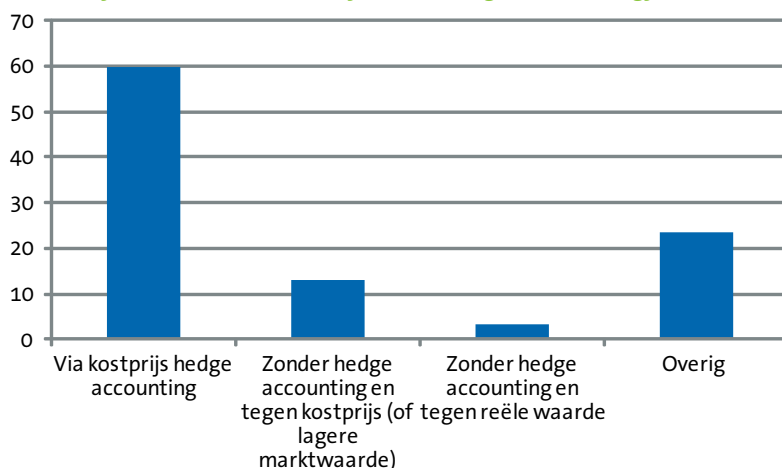
In Richtlijn 645 'Toegelaten instellingen volkshuisvesting' van de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving zijn geen specifieke bepalingen opgenomen over de verslaggeving met betrekking tot derivaten aangezien de bepalingen in Richtlijn 290 'Financiële instrumenten' normaal toepasbaar zijn voor woningcorporaties. Op grond van RJ 290 kunnen derivaten worden gewaardeerd tegen kostprijs (of lagere marktwaarde) of tegen reële waarde. Verder is het onder bepaalde voorwaarden (onder meer een beschrijving van de hedge strategie, een uitgebreide documentatie van de hedge relatie en de meting van de effectiviteit van de hedge) toegestaan om kostprijs hedge accounting toe te passen in de jaarrekening²³. Het toepassen van kostprijs hedge accounting is facultatief. Indien echter eenmaal is gekozen om kostprijs hedge accounting toe te passen, dient die verwerkingswijze in beginsel stelselmatig gevolgd te worden.

Bij kostprijs hedge accounting worden de derivaten tegen kostprijs in de balans gewaardeerd. Zoals in paragraaf 2.1 is aangegeven is de kostprijs van een renteswap echter veelal nihil. Indien de swap wel een kostprijs heeft, wordt de kostprijs bij toepassing van kostprijs hedge accounting uitgesmeerd over de looptijd. De marktwaardeontwikkeling van de derivaten na het moment van afsluiten komt bij kostprijs hedge accounting niet tot uitdrukking in het vermogen en resultaat (blijven gewaardeerd tegen kostprijs). Eventuele negatieve marktwaarden van derivaten hoeven dus niet in de balans verwerkt te worden en de mutaties in de (negatieve) marktwaarde blijven buiten de winst- en verliesrekening.

²³ Alle derivaten kunnen als afdekkingsinstrument worden aangewezen, met uitzondering van (per saldo) geschreven opties (RJ 290.605).

Kostprijs hedge accounting is een typisch Nederlands verschijnsel. Onder IFRS²⁴ worden derivaten gewaardeerd tegen reële waarde en komt kostprijs hedge accounting niet voor. Veel corporaties (60%) kiezen ervoor om kostprijs hedge accounting toe te passen en de motivering daarvoor is waarschijnlijk gelegen in het feit dat het vermogen en resultaat dan niet beïnvloed worden door de marktwaardeontwikkelingen van de derivatenportefeuille. Om kostprijs hedge accounting toe te mogen passen, dient voldaan te worden aan documentatievereisten. RJ 290 staat daarbij twee varianten toe, te weten generieke documentatie²⁵ en documentatie per individuele hedge relatie²⁶. Circa driekwart van de corporaties die kostprijs hedge accounting toepast, doet dit op grond van documentatie per individuele hedge relatie en een kwart op grond van generieke documentatie.

Grafiek 4.11 Hoe zijn de derivaten in de jaarrekening over verslagjaar 2010 verwerkt?



Voorwaarde voor het toepassen van kostprijs hedge accounting is dat het afdekkingsinstrument effectief moet zijn. Dat is het geval indien het instrument het risico van de afgedekte positie voldoende vermindert. De verwachte effectiviteit moet vooraf worden beoordeeld en beschreven en dient daarna periodiek getoetst te worden. De effectiviteit kan bijvoorbeeld gemeten worden door het vergelijken van de kritische kenmerken (zoals de rentevoorwaarden, looptijden en de omvang van de hoofdsom) van het afdekkingsinstrument (derivaat) en van de afgedekte positie (lening)²⁷.

²⁴ International Financial Reporting Standards die worden uitgegeven door de International Accounting Standards Board (IASB).

²⁵ Voorwaarden bij kostprijs hedge accounting op basis van generieke documentatie zijn samengevat (RJ 290.614):

- ♦ beschrijving van de algemene hedgestrategie en documentatie hoe de hedgerelaties passen in de doelstellingen van risicobeheer en de verwachting aangaande de effectiviteit van deze hedgerelaties (dat is de mogelijkheid van het bereiken van compensatie van aan het afgedekte risico toe te rekenen veranderingen in reële waarden of kasstromen);
- ♦ beschrijving van de in het soort hedgerelatie betrokken hedge-instrumenten en afgedekte posities.

²⁶ Hierbij gelden op grond van RJ 290.615 vergelijkbare bepalingen als in RJ 290.614, maar dan per individuele hedge relatie.

²⁷ In RJ 290.616 worden daarnaast genoemd de vergelijking van de reële waarde verandering van een hedge-instrument en van een afgedekte positie in een bepaalde periode of sinds het aangaan van de hedge-accountingrelatie en het uitvoeren van regressieanalyse op de veranderingen van de reële waarde van het hedge-instrument en de afgedekte positie.

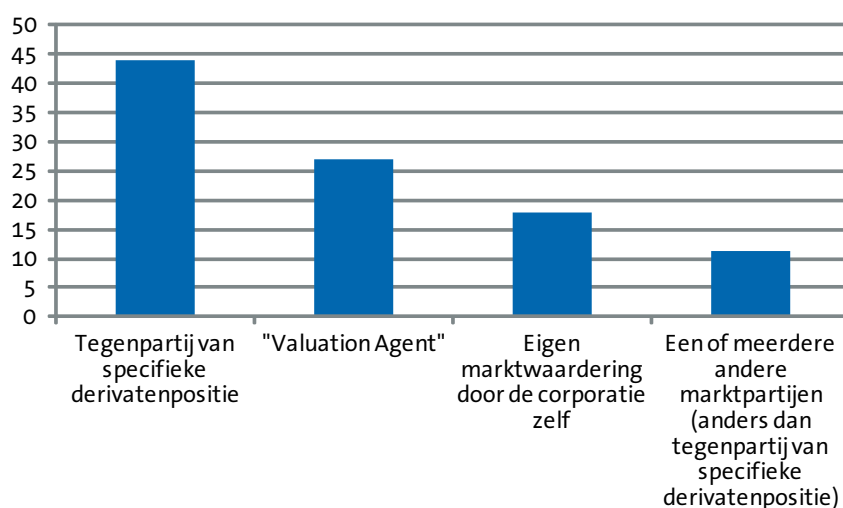
Het Fonds heeft de indruk dat er in een aantal gevallen soepel is omgegaan met de toets op de hedge effectiviteit, zeker bij het gebruik van gestructureerde derivaten en geschreven renteopties en de afdekking van toekomstige aanvullende financieringsbehoefte uit hoofde van toekomstige (onzekere) investeringen. Eventuele hedge ineffectiviteit moet in de winst- en verliesrekening verantwoord worden. Ruim 11% van de corporaties geeft aan dat er over verslagjaar 2010 sprake was van hedge ineffectiviteit op (een deel van) de derivatenportefeuille.

Toepassing van kostprijs hedge accounting betekent niet dat er in de jaarrekening in het geheel geen informatie over derivaten opgenomen dient te worden. Op grond van zowel de wet (onder meer de artikelen 2:381 BW en 2:391 lid 3) als RJ 290 worden uitgebreide toelichtingen inzake financiële instrumenten verlangd. In RJ 290.906 (vetgedrukt²⁸) is bepaald dat omtrent alle financiële instrumenten informatie opgenomen dient te worden over de omvang en aard van de financiële instrumenten inclusief belangrijke contractuele bepalingen die invloed kunnen hebben op zowel bedrag en tijdstip als mate van onzekerheid van de toekomstige kasstromen. In aanvulling daarop is in RJ 290.907 aangegeven dat wanneer de instrumenten belangrijk zijn, hetzij individueel hetzij als categorie, in verhouding tot de huidige financiële positie of de toekomstige operationele resultaten van de rechtspersoon informatie gegeven dient te worden over de contractuele bepalingen daarvan. In RJ 290.908 is aangegeven dat indien financiële instrumenten in aanzienlijke mate blootstaan aan liquiditeits- rente- en marktrisico, het noodzakelijk kan zijn de volgende toelichting te verstrekken: de hoofdsom, het nominale of een ander vergelijkbaar bedrag dat voor bepaalde afgeleide financiële instrumenten zoals de renteswap, het bedrag kan zijn (aangeduid als 'notional' bedrag) waarop toekomstige betalingen zijn gebaseerd. In RJ 290.908 is verder aangegeven dat informatie gegeven dient te worden over contractuele bepalingen inzake onder meer de datum van expiratie of uitoefening, opties tot vervroegde afwikkeling, elke voorwaarde van een instrument of een daaraan verbonden bepaling die, indien deze in werking treedt, leidt tot een belangrijke verandering van één van de andere bepalingen. In RJ 290.910 is aangegeven dat het nut van informatie inzake de aard en omvang van financiële instrumenten wordt vergroot indien relaties die bestaan tussen individuele instrumenten en die invloed kunnen hebben op het bedrag, het tijdstip of de mate van zekerheid van toekomstige kasstromen van de rechtspersoon, zichtbaar worden gemaakt. Het is bijvoorbeeld belangrijk bestaande relaties tussen afdekkingsinstrumenten en afgedekte instrumenten toe te lichten.

²⁸ De Raad voor de Jaarverslaggeving (RJ) kent twee soorten voorschriften, te weten stellige uitspraken en aanbevelingen. Stellige uitspraken zijn vetgedrukt in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving waarmee de RJ wil benadrukken dat hier extra gewicht aan toegekend dient te worden. Ook niet vetgedrukte aanbevelingen kunnen echter relevant zijn voor de jaarverslaggeving. Dit geldt naar de mening van het Fonds zeker voor de toelichting inzake de derivatenportefeuille bij toepassing van kostprijs hedge accounting. Dit sluit ook aan bij de bepaling in RJ 290.903 waarin is aangegeven dat met betrekking tot de niet in de balans opgenomen financiële instrumenten de toelichting bij de jaarrekening de primaire informatiebron is. In RJ 290.904 (vetgedrukt) is verder gesteld dat de mate van detail van de toelichtingen over bepaalde financiële instrumenten een beoordeling vereist waarbij rekening dient te worden gehouden met het relatieve belang van deze instrumenten.

In RJ 290.937 (vetgedrukt) is aangegeven dat voor elke categorie financiële activa en financiële verplichtingen, zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen, informatie gegeven dient te worden over de reële waarde (marktwaarde). Een groot deel van de corporaties (44%) geeft aan dat de tegenpartij van de specifieke derivatentransactie de bron van de reële waardering in de jaarrekening is. Ruim een kwart geeft aan gebruik te maken van een valuation agent (onafhankelijke partij die door de woningcorporatie wordt aangewezen om alle derivaten in portefeuille te waarderen op marktwaarde). Bij 18% is sprake van eigen marktwaardering door de corporatie zelf. Ruim 11% geeft aan dat één of meerdere andere marktpartijen (anders dan tegenpartij van specifieke derivatenpositie) de bron van de reële waardering in de jaarrekening is.

Grafiek 4.12 Wat is de bron voor de reële waardering van derivaten in de (toelichting op) de externe jaarrekening?



In artikel 2:391 lid 3 BW is opgenomen dat ten aanzien van het gebruik van financiële instrumenten door de rechtspersoon in het jaarverslag aandacht besteed dient te worden aan de gelopen prijs-, krediet-, liquiditeits- en kasstroomrisico's. RJ 290.919 bepaalt dat informatie verschaft dient te worden omtrent het effect dat een toekomstige verandering in de geldende rentevoet kan hebben. In RJ 290.927 is aangegeven dat de rechtspersoon in bepaalde omstandigheden relevante informatie kan verschaffen omtrent zijn gevoeligheid voor renterisico door het effect weer te geven van een hypothetische verandering in de geldende marktrente op de reële waarde van de financiële instrumenten en op de toekomstige resultaten en kasstromen. In RJ 290.927 is aangegeven dat dergelijke informatie omtrent de mate waarin de rechtspersoon renterisico loopt bijvoorbeeld gebaseerd kan zijn op een veronderstelling van 1% verandering in marktrente op balansdatum. Dit percentage sluit aan bij de stresstest zoals die door het Fonds per 31 december 2011 is uitgevoerd.

De kwaliteit van de informatie over derivaten in de toelichting bij de jaarrekening van woningcorporaties dient (mede in relatie tot de eisen die daaraan worden gesteld in hoofdstuk 9 van RJ 290) verbeterd te worden. Samengevat moeten de bedrijfsdoelstellingen die de derivaten dienen, de risico's die ermee verband houden en het beleid van het management voor de beheersing van deze risico's, uiteengezet worden in de jaarrekening. Er dient specifieke informatie verstrekt te worden over contractuele bepalingen zoals CSA's, break clauses en termination events en (via verschillende rentescenario's) de liquiditeitsrisico's die daaruit voortvloeien.

Wettelijk kader derivaten

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op het wettelijk kader met betrekking tot derivaten binnen de corporatiesector zoals vastgelegd in de Woningwet, het Besluit beheer sociale-huursector en de MG-circulaires. Daarnaast is aandacht besteed aan de zorgplichtregels zoals die op grond van de EU-richtlijn Mifid (Markets in Financial Instruments Directive) en de Wet op het financieel toezicht (Wft) gelden voor de aanbieders van derivaten. In paragraaf 5.3 wordt mogelijke aanpassing van het wettelijk kader voor derivaten besproken.

5.1 Woningwet, Bbsh en MG-circulaires

Het wettelijk kader voor woningcorporaties is vastgelegd in de Woningwet. Deze wet is uitgewerkt het Besluit beheer sociale-huursector (Bbsh). Daarnaast worden er door het ministerie MG-circulaires uitgevaardigd waarin nadere regelgeving over specifieke onderwerpen is opgenomen.

In de Woningwet zijn geen specifieke bepalingen opgenomen ten aanzien van het gebruik van derivaten door woningcorporaties. In artikel 26 lid 2 sub k van het Bbsh is aangegeven dat de toegelaten instelling een overzicht geeft van haar activiteiten in het verslagjaar op het gebied van beleggingen, waaronder in brede zin ook derivaten kan worden verstaan. Dit betreft echter een verantwoordingsplicht achteraf en geeft geen inperking aan het gebruik van derivaten.

In MG 2001-26 is opgenomen: *“Het tweede aspect dat aandacht vraagt betreft de risico’s die gepaard kunnen gaan met het beleggen als zodanig. Het vermogen dat bij de gezamenlijke woningcorporaties aanwezig is dient te worden beschermd tegen meer dan minimale beleggingsrisico’s.... Riskante beleggingsvormen, zoals beursgenoteerde aandelen en opties, alsmede (near) bankingactiviteiten, zullen daarbij worden uitgesloten”*. Het begrip (near) bankingactiviteiten (ook wel ‘verkapt bankieren’ genoemd) is niet nader uitgewerkt zodat het lastig is om dat als norm te hanteren bij de beantwoording van de vraag of corporaties rechtmatig handelen bij het gebruik van derivaten. Het lijkt in ieder geval niet houdbaar om normaal gebruik van renteswaps waarmee het renterisico wordt afgedekt, te typeren als (near) bankingactiviteiten.

In eerdergenoemde bepaling in MG 2001-26 is verder de term opties opgenomen. In de context van de bepaling in MG 2001-26 lijkt het daar, gezien de koppeling met aandelen, niet te gaan om renteopties, maar om opties op aandelen. Een ander argument dat het in de context van de bepaling in MG 2001-26 niet kan gaan om renteopties is verder dat deze niet beursgenoteerd zijn, maar 'Over the Counter'. Daar valt nog aan toe te voegen dat gekochte renteopties in beginsel geen beleggingsobjecten zijn zoals bedoeld in de MG, maar instrumenten om renterisico's op te vangen.

In paragraaf 1.2 is gerefereerd aan het rapport 'Treasury bij woningcorporaties' van het Fonds uit 2002. Mede naar aanleiding van dit onderzoek zijn destijds voorstellen tussen het Fonds en het ministerie gewisseld voor opname in het Besluit beheer sociale-huursector (Bbsh) van een aantal artikelen over treasury. In de concept artikelen ten behoeve van het Bbsh was aangegeven dat toegelaten instellingen een treasurystatuut dienen op te stellen waarin onder meer wordt ingegaan op het financieringsbeleid, het renterisicobeleid, het beleggingsbeleid, de administratieve organisatie en interne controle en de externe verantwoording. Specifiek in relatie tot derivaten waren verder de volgende bepalingen opgenomen: *"Rentederivaten mogen enkel worden ingezet in het kader van het renterisicobeheer ter vermindering van renterisico's"* en *"Een opgave (in de externe verantwoording) van het gebruik van rentederivaten in het laatst afgesloten boekjaar alsmede een motivering daarvan in relatie tot het renterisicobeheer"*. De wetgever heeft deze bepalingen echter destijds niet opgenomen in het Bbsh.

De huidige wet- en regelgeving op het gebied van derivaten is voor woningcorporaties zeer beperkt. In de Woningwet en het Besluit beheer sociale-huursector zijn in het geheel geen beperkingen gesteld aan het gebruik van derivaten. Uit MG 2001-26 zou afgeleid kunnen worden dat de wetgever in zijn algemeenheid een prudent beleid ten aanzien van afgeleide financiële producten zoals derivaten verwacht, maar dit is niet verder uitgewerkt.

5.2 Zorgplichtregels aanbieders derivaten

Op grond van de EU-richtlijn Mifid (Markets in Financial Instruments Directive), die is opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft), gelden voor de aanbieders van derivaten bepaalde zorgplichtregels. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft op de grond van de Wft tot taak het gedragstoezicht op financiële markten uit te oefenen. De hoofdregel voor de zorgplicht is neergelegd in artikel 4:90 Wft. Volgens deze bepaling zet een bank of adviseur zich bij het verlenen van beleggingsdiensten of nevendiensten op een eerlijke, billijke en professionele wijze in voor de belangen van haar cliënten. Een van de elementen van de zorgplicht is verder het 'ken uw cliënt' principe. Dit betekent dat aanbieders van derivaten bij de dienstverlening moeten beschikken over informatie van de cliënt, het zogenoemde cliëntenprofiel.

In de Wft wordt onderscheid gemaakt tussen drie categorieën: ‘in aanmerking komende tegenpartij’ (laagste bescherming), ‘professionele belegger’ (minder bescherming) en ‘niet professionele belegger’ (hoogste bescherming).

Tot de eerste categorie behoren professionele partijen zoals banken, verzekeraars, beleggingsinstellingen en pensioenfondsen. Tot de tweede categorie behoren op grond van artikel 1.1 van de Wft rechtspersonen die aan ten minste twee van de volgende omvangscriteria voldoen: balanstotaal van ten minste € 20 miljoen, netto omzet van ten minste € 40 miljoen en eigen vermogen van ten minste € 2 miljoen.

De bank moet de indeling communiceren met de klant en de gevolgen daarvan duidelijk maken. Een professionele belegger heeft altijd recht om aan te geven dat hij als niet professionele wil worden beschouwd (opt-out mogelijkheid) om een hogere bescherming te krijgen. Andersom mag een niet professionele belegger de bank verzoeken om als professionele belegger te worden beschouwd als hij aan bepaalde criteria voldoet (opt-in mogelijkheid). Het initiatief voor opt-out of opt-in ligt bij de klant. De bank mag ervan uitgaan dat professionele beleggers de beleggingsrisico's financieel kunnen dragen en dat ze begrijpen welke risico's aan de transactie zijn verbonden. Verder mag de bank ervan uitgaan dat de professionele belegger over de kennis en ervaring beschikt om te begrijpen welke risico's aan de transacties of aan het beheer van zijn portefeuille zijn verbonden. Er moet wel informatie worden ingewonnen over de financiële positie, doelstellingen en risicobereidheid. Wanneer de bank van oordeel is dat het product niet geschikt is voor de cliënt, dient de cliënt gewaarschuwd te worden. De aard van de dienstverlening tussen de bank en cliënt is ook van belang. Onderscheid wordt gemaakt tussen een ‘execution only’ relatie (waarbij de cliënt de bank bijvoorbeeld uitsluitend gebruikt voor het doorgeven van zijn effectenorders), een adviesrelatie waarbij de bank de cliënt adviseert over beleggingen en een vermogensbeheerrelatie waarbij de cliënt het beheer van zijn vermogen, of een deel daarvan, aan een bank overlaat. Naarmate de dienstverlening meeromvattend is, worden hogere eisen aan de bank gesteld. Voor 349 van de 400 woningcorporaties (87%) geldt dat deze op grond van de omvangscriteria in de Wft zijn aan te merken als ‘professionele belegger’, maar het is voor het Fonds de vraag hoe verstandig het is om al deze corporaties ook daadwerkelijk die kwalificatie te geven²⁹. Het is de vraag of er in materiële zin in alle gevallen qua kennis en ervaring ook echt sprake is van een professionele partij. Er is een nieuwe versie van de Mifid in de maak waarin wordt gesteld dat ‘lokale overheden’ niet zonder meer als professionele belegger aangemerkt mogen worden. Die bepaling zou bij de vertaling naar Nederlandse wetgeving mogelijk breder uitgelegd kunnen worden richting woningcorporaties.

²⁹ In het financiële dagblad van 4 april 2012 uit bestuursvoorzitter Ronald Gerritse van de Autoriteit Financiële Markten zich in vergelijkbare bewoordingen. Hij geeft in het desbetreffende interview aan dat instellingen soms te gemakkelijk professioneel worden genoemd en dat men zich moet afvragen of instellingen zoals woningcorporaties en ziekenhuizen werkelijk professioneel georganiseerd zijn.

5.3 Mogelijke aanpassing wettelijk kader derivaten

5.3.1 Advies november 2011

Mede naar aanleiding van de casus Vestia heeft het Fonds in november 2011 in een advies richting het ministerie een aantal mogelijkheden aangegeven tot aanpassing van de regelgeving op het gebied van derivaten voor woningcorporaties. De punten die in dat advies aan de orde komen, zijn de aansluiting bij de Wet Fido, de mogelijkheid tot verplichtstelling van een treasurystatuut met voorgeschreven randvoorwaarden, de mogelijkheid om het gebruik van specifieke typen derivaten in te perken, het uitsluiten van specifieke contractuele voorwaarden en aanpassing van de verslaggevingsregelgeving voor woningcorporaties. Onderstaand wordt daar nader op ingegaan.

Aansluiting bij de Wet fido

De Wet Fido (Financiering decentrale overheden) geldt voor gemeenten, provincies en andere decentrale overheden en is nader uitgewerkt in de Ruddo (Regeling uitzettingen en derivaten decentrale overheden). Artikel 2 lid 2 van de Wet Fido luidt: *“Openbare lichamen kunnen derivaten hanteren of, in afwijking van het eerste lid, middelen uitzetten anders dan ten behoeve van de publieke taak, indien deze uitzettingen of derivaten een prudent karakter hebben en niet zijn gericht op het genereren van inkomen door het lopen van overmatig risico”*. In de toelichting op de Wet fido is verder aangegeven: *“Bij het hanteren van financiële derivaten en uitzetten van overtollige middelen (middelen die niet dienen voor de uitoefening van de publieke taak) staat een prudent gebruik voorop. Een algemeen geldende uitspraak over wat prudent is en wat niet, wordt in de wet niet gedaan. Wel zal in een ministeriële regeling nadere invulling aan dit begrip worden gegeven³⁰. Voorop staat in elk geval dat openbare lichamen in hun financiële beheer geen overmatige financiële risico's aangaan. Op basis van dit lid en de op dit lid gebaseerde ministeriële regeling kunnen toezichthouders de openbare lichamen vragen om een verantwoording over uitgezette middelen en het gebruik van derivaten”*.

De belangrijkste bepalingen in relatie tot derivaten in de Ruddo is artikel 4 lid 1: *“Derivaten worden uitsluitend gebruikt ter beperking van financiële risico's. Dit houdt in dat geen open posities worden ingenomen. Derivaten worden afgesloten met een instelling die voldoet aan artikel 2”*. In artikel 2 is vervolgens bepaald dat verbintenissen met betrekking tot financiële derivaten alleen mogen worden aangegaan met financiële ondernemingen met minimaal een AA-minusrating. In de toelichting bij de Ruddo is verder aangegeven dat het schrijven van opties in de regel niet is toegestaan. De bepalingen over derivaten in de Wet Fido en de Ruddo zijn naar het oordeel van het Fonds goed van toepassing te verklaren voor woningcorporaties.

³⁰ Hier wordt de Ruddo bedoeld.

Verplichtstelling van een treasurystatuut met voorgeschreven randvoorwaarden

Het Fonds heeft richting het ministerie voorgesteld om voor woningcorporaties de verplichting in te stellen om een treasurystatuut te hebben waarin de randvoorwaarden rondom het gebruik van derivaten zijn uitgewerkt, in combinatie met een verplichte jaarlijkse (her)bekrachtiging van het treasurystatuut door de raad van commissarissen. In het treasurystatuut dient het derivatenbeleid, het daarbij geldende risicokader en de minimaal noodzakelijke organisatorische randvoorwaarden vastgelegd te worden. In het derivatenbeleid dient onder meer vastgelegd te zijn welke typen derivaten gehanteerd mogen worden, wat de minimale kredietwaardigheid van tegenpartijen dient te zijn en wat het beleid is ten aanzien van de indekking van toekomstige herfinancieringen en investeringen. In het risicokader dienen kwantitatieve, meetbare en achteraf controleerbare risicoparameters opgenomen te zijn, waarbij tevens aandacht is voor het liquiditeitsrisico. Er dient daarbij ook expliciet vastgelegd te zijn op welke wijze de monitoring van het liquiditeitsrisico plaatsvindt en welk beleid wordt gevoerd om margin calls ten gevolge van negatieve marktwaarden van derivaten op te kunnen vangen. Uit de beschrijving van de administratieve organisatie en interne beheersing dient duidelijk te blijken hoe de taken, verantwoordelijkheden en bevoegdheden zijn belegd en hoe de functiescheiding is georganiseerd. Het gaat daarbij onder meer om de procedure omtrent het aangaan en autoriseren van derivatencontracten en welke transactielimieten daarbij van toepassing zijn. Verder dient duidelijk te zijn welk typen (standaard)contracten gebruikt kan worden, welke contractuele bepalingen ongewenst zijn en op welke wijze juridische toetsing plaatsvindt.

Het inperken van het gebruik van specifieke typen rentederivaten

In het advies van november 2011 heeft het Fonds verder richting het ministerie in overweging gegeven om het gebruik van eenvoudige rentederivaten zoals renteswaps, caps en (gekochte) swaptions wel toe te staan, maar het gebruik van gestructureerde derivaten en het schrijven van renteopties te verbieden. Hierbij is wel de kanttekening gemaakt dat het niet gebruikelijk is om regelgeving op het niveau van individuele producten te bepalen, ook kan dit in een voortdurend innoverende financiële wereld mogelijk snel leiden tot arbitrages en omwegen waardoor de wetgever achter de feiten aanloopt. Onder dit punt is tevens geadviseerd om het indekken van renterisico's van toekomstige onzekere investeringen, waartoe de corporatie zich nog niet juridisch heeft verplicht, te verbieden en om beperkingen te stellen aan het indekken van renterisico's tot in de zeer verre toekomst. Die maatregelen zullen ertoe bijdragen dat de omvang van de derivatenportefeuille (en de mogelijke liquiditeitsrisico's) beter beheersbaar blijft.

Het afsluiten van Credit Support Annexen met afspraken over storting onderpand inperken of verbieden

Verder is aan het ministerie in overweging gegeven om het afsluiten van CSA's met afspraken over storting van onderpand in te perken of te verbieden, of uitsluitend eenzijdige CSA's (wel margin ontvangen, maar niet betalen) toe te staan. Het verbieden van CSA's in de sector specifieke regelgeving zou er echter mogelijk toe kunnen leiden dat het voor corporaties moeilijk wordt om in de toekomst überhaupt nog renteswaps af te kunnen sluiten. Op de website van het Waarborgfonds voor de zorgsector (WFZ) is bijvoorbeeld aangegeven dat CSA afspraken weliswaar gebruikelijk zijn in de professionele markt, maar voor een sector als de zorg naar de zienswijze van het WFZ redelijkerwijze niet toepasbaar vanwege de acute liquiditeitsproblemen die dit kan opleveren. In het advies van het Centraal Fonds is verder aangegeven dat overwogen zou kunnen worden om break clauses uit te sluiten. Zoals in paragraaf 2.1 is aangegeven kan nieuwe regelgeving voor banken mogelijk van invloed zijn op de haalbaarheid van deze maatregelen: partijen in derivatentransacties worden mogelijk verplicht om bilateraal marktwaardeverrekening te gaan toepassen, hetgeen betekent dat onderpand met alle tegenpartijen van onderhandse derivaten dient te worden verrekend. Verder is in paragraaf 2.1 aangegeven dat CSA's bij een positieve marktwaarde van de derivatenportefeuille ook bescherming bieden tegen het kredietrisico op de bank.

Het uitsluiten van de mogelijkheid om kostprijs hedge accounting toe te passen in de jaarrekening

De Nederlandse verslaggevingsregels bieden, in tegenstelling tot IFRS, de mogelijkheid om kostprijs hedge accounting toe te passen, waardoor (negatieve) marktwaarden van derivaten niet in de balans en mutaties in de (negatieve) marktwaarde niet in de winst- en verliesrekening verwerkt hoeven te worden. In het advies van november 2011 heeft het Fonds in overweging gegeven om de verslaggevingsregelgeving voor woningcorporaties via het Bbsh aan te passen, waarbij de mogelijkheid in RJ 290 om kostprijs hedge accounting toe te passen, voor de corporatiesector wordt uitgesloten. Hierdoor zal de (negatieve) marktwaarde van derivaten 'on balance' verwerkt moeten worden en zullen de mutaties in de marktwaarde via het resultaat moeten lopen. Dit zal er mogelijkwijds toe leiden dat corporaties scherper gaan letten op de rentegevoeligheid van de derivatenportefeuille aangezien de effecten van een rentedaling direct doorwerken in de vermogenspositie en het resultaat. Alhoewel gedragswetenschappelijk niet onderbouwd, zal dit als bijeffect mogelijk een lager liquiditeitsrisico opleveren.

5.3.2 Het lopende traject van herziening van de Woningwet

Op 12 maart 2012 is de nota naar aanleiding van het verslag (NNAVV) alsmede een nota van wijziging inzake het wetsvoorstel Herzieningswet toegelaten instellingen volkshuisvesting naar de Tweede Kamer verstuurd. In de NNAVV is (op pagina 54) aangegeven dat het naar aanleiding van de problematiek met Vestia, via de nota van wijziging mogelijk gemaakt wordt dat bij Algemene Maatregel van Bestuur (AMvB) nadere regels gesteld worden aan het treasurystatuut en het treasurybeleid van de toegelaten instelling. Daarbij is aangegeven dat het gaat om aspecten als hoe de toegelaten instellingen onder andere hun financiële beheer dienen te organiseren, welke randvoorwaarden er gelden voor de aanschaf en verkoop van financiële activa (derivaten) en welke financiële risico's daarmee maximaal gelopen mogen worden. Verder is aangegeven dat er procedurevereisten gesteld kunnen worden, zoals een voorafgaande toestemming van de raad van commissarissen op de aanschaf of verkoop van financiële activa als daarmee een bepaald risicobedrag (per transactie en voor de totale portefeuille) wordt overschreden, zodat ook hier het meer-ogenprincipe van toepassing wordt. In bijlage 2 bij de NNAVV met de (concept) hoofdlijnen van de AMvB is verder aangegeven dat de Financiële Autoriteit Woningcorporaties een oordeel zal moeten gaan geven over het treasurystatuut en de gelopen financiële risico's.

Samengevat is in het wetsvoorstel Herzieningswet toegelaten instellingen volkshuisvesting en de bijbehorende concept AMvB opgenomen dat de corporatie een treasurystatuut dient op te stellen, waarbij er een aantal onderwerpen is benoemd dat daarin behandeld moet worden. De voorschriften in de concept AMvB zijn nog vooral procedureel van aard, maar er wordt melding gemaakt van nog nader in te vullen inhoudelijke voorschriften ten aanzien van de grenzen waarbinnen risico's afgedekt mogen worden en financieel aanvaardbaar zijn. De feitelijke invulling van het derivatenbeleid is vooralsnog niet begrensd. Zo zijn er bijvoorbeeld geen voorwaarden gesteld aan contractuele voorwaarden zoals CSA's en break clauses en de normering van de liquiditeitsrisico's die daaruit voortvloeien, het inperken van het gebruik van specifieke typen rentederivaten, het hebben van open posities, de maximale volumes die ingedekt mogen worden en termination bepalingen die een directe relatie hebben met het toezichtinstrumentarium van de minister en het Fonds.

Indien contractuele bepalingen zoals CSA's en break clauses toegestaan blijven in de corporatiesector, is het van belang dat de wetgever duidelijk aangeeft op welke wijze corporaties de liquiditeitsbehoefte die daaruit voortvloeit kunnen financieren. De mogelijkheden voor woningcorporaties om liquiditeitsbuffers aan te houden, zijn in de huidige situatie beperkt.

In bijlage 2 bij de NNAVV met de (concept)hoofdlijnen van de AMvB is aangegeven: *“Ook kan de inhoud nog wijzigen naar aanleiding van adviezen van de in te stellen Commissie Kaderstelling en Toezicht naar aanleiding van o.m. de casus Vestia”*. Dit biedt de wetgever de mogelijkheid om de regelgeving op het gebied van derivaten voor woningcorporaties in de toekomst verder aan te passen. Bij de behandeling van het wetsvoorstel Herzieningswet toegelaten instellingen volkshuisvesting op 12 april 2012 heeft de minister aangegeven te overwegen om op het niveau van de wet zelf een aantal bepalingen in relatie tot treasury op te nemen.

Om de periode voorafgaand aan de inwerkingtreding van de herziene Woningwet te overbruggen, zal het ministerie beleidsregels over het gebruik van derivaten door woningcorporaties uitvaardigen. Medio mei 2012 heeft een eerste afstemming tussen het ministerie en het Fonds plaatsgevonden over de conceptversie van deze beleidsregels.

Vragenlijst

enquête die op 22 juli 2011 naar corporaties is verstuurd waarvan op grond van de dVi over verslagjaar 2010 bekend is dat deze gebruik maken van derivaten

Vragenlijst derivatenonderzoek 2011 Centraal Fonds

MC= Multiple Choice (1 antwoord mogelijk)

MAM= Meerdere Antwoorden Moelijk;

J/N = Ja/ Nee

A. Financierings- en derivatenbeleid

Het algemene financieringsbeleid

1 Wordt het financieringsbeleid vastgesteld/goedgekeurd door de Raad van Commissarissen (RvC)?

J/N

2 Beschikt de corporatie over een treasurycommissie

J/N

Zo ja,

- a. Uit hoeveel personen bestaat de treasurycommissie?
 b. Met welke frequentie vergadert de treasurycommissie?
 a. Wekelijks of vaker
 b. Om de week
 c. Maandelijks
 d. Per kwartaal
 e. Minder dan a, b, c, d

MC

c. Wordt de RvC na vergaderingen geïnformeerd over de besluiten van de treasurycommissie?

J/N

d. Hebben 1 of meer leden zitting in de treasurycommissie van:

MAM

- a. de RvC
 b. het bestuur
 c. treasurer
 d. extern adviseur
 e. financieel manager

3 Wordt binnen uw corporatie de treasury-afdeling gezien als?

MAM

- a. Een 'profit center' met winstverantwoordelijkheid
 b. Een 'service center' met een ondersteunende rol

4 Wordt het financieringsbeleid mede gebaseerd op een rentevisie?

J/N

Zo ja,

- Op welke wijze bepaalt de corporatie de rentevisie?
 a. Eigen analyse
 b. Op grond van adviezen adviseurs (anders dan banken)
 c. Op grond van adviezen banken
 d. Anders, te weten

MAM

5 Zijn er op bestuursniveau kwantitatieve risicomaatstaven vastgesteld waaraan het algemene financieringsbeleid moet voldoen?

J/N

- Zo ja,

MAM

Wat zijn de belangrijkste risicomaatstaven?

- a. Gemiddelde liquiditeitstypische looptijd (= gewogen gemiddelde resterende looptijd van de leningenportefeuille ongeacht renteherziening)
 b. Gemiddelde rentetypische looptijd (= gewogen gemiddelde resterende looptijd tot de eerstvolgende renteherziening)
 c. Rentegevoeligheid van 1 basispunt renteverandering (basispoint value)
 d. Modified duration
 e. Renterisiconorm van het WSW van 15%
 f. Verhouding van schuld met resp. vaste/variabele renteverplichtingen (indien afwijkend van de WSW norm)
 g. Anders (specificeren)

Geef de hoogte of bandbreedte waaraan het financieringsbeleid moet voldoen danwel waarnaar wordt gestreefd.

- a. Gemiddelde liquiditeitstypische looptijd (zoals hierboven aangegeven)
 b. Gemiddelde rente-typische looptijd (zoals hierboven aangegeven)
 c. Rentegevoeligheid van 1 basispunt renteverandering (basispoint value)
 d. Modified duration
 e. Verhouding van schuld met resp. vaste/variabele renteverplichtingen (indien WSW norm wordt gebruikt, vul in 15%)
 f. Hoogte of bandbreedte andere risicomaatstaf (geef ook aan welke maatstaf)

| Absoluut niveau | Bandbreedte |
|-----------------|-------------|
| | |
| | |
| | |
| | |
| | |
| | |
| | |

toelichting f

| | | |
|--|-------------------------------------|----------------------|
| 6 Zijn er op bestuursniveau kwalitatieve risicomaatstaven vastgesteld waaraan het algemene financieringsbeleid moet voldoen? | J/N | |
| - Zo ja, zijn er dan kwalitatieve maatstaven vastgelegd t.a.v.: | MAM | |
| a. de looptijd | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. de vorm van de renteverplichting (bijvoorbeeld ;'vast' of 'variabel') | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| c. spreiding ten aanzien van de geldgevers en andere financiële tegenpartijen | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| d. anders, te weten | | <input type="text"/> |
| Het specifieke beleid t.a.v. derivaten | | |
| 7 Is het financieringsbeleid van de corporatie schriftelijk vastgelegd? | J/N | |
| - Zo ja, | MAM | |
| a. in het treasury statuut | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. in een treasury jaarplan | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| c. anders, te weten | | <input type="text"/> |
| - Zo ja, | | |
| Is daarin afzonderlijk formeel vastgelegd wat het beleid is t.a.v. het gebruik van derivaten? | J/N | |
| - Zo ja, | | |
| Zie Tab Vraag A7 Matrix Beleid | | |
| 8 Indien het beleid t.a.v. derivaten niet apart formeel is vastgelegd, is dit omdat: | MAM | |
| a. ervan uitgegaan wordt dat de richtlijnen voor het algemene financieringsbeleid voldoende stringent zijn dat een apart beleid voor derivaten niet nodig is? | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. ervan uitgegaan wordt dat informele afspraken voldoende zijn | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| c. anders, te weten | | <input type="text"/> |
| 9 Is het binnen het beleid toegestaan om derivatenposities in te nemen die niet gericht zijn op het (gedeeltelijk) afdekken van risico? | J/N | |
| 10 Is het beleid t.a.v. derivaten gericht op een strategie van het afdekken van: | MC | |
| a. individuele posten ("micro hedging") | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. meerdere posten tegelijkertijd, zoals de gehele leningenportfeuille (of een groot gedeelte daarvan) ("macro hedging") | | |
| c. anders, te weten | | <input type="text"/> |
| 11 Is limitatief vastgelegd in het beleid welke type derivaten gebruikt mogen worden? | J/N | |
| Zo ja, welke van de volgende derivaten zijn goedgekeurd? | MAM | |
| a. Caps | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. Floors | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| c. Renteswaps | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| d. Forward Rate Agreements (FRA's) | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| e. Swaptions | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| f. Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| g. Gestructureerde derivaten (eventueel combinatie van a-f) | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| 12 Is het binnen uw beleid toegestaan om de volgende type gestructureerde derivaten aan te gaan (aankruisen ook als daar nog geen gebruik van is gemaakt)? | MAM | |
| a. Constant Maturity Swaps | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. Swaps gelinked aan een index (bijvoorbeeld: rentecurve-index, inflatie-index) | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| c. Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule (zoals 10 jaars rente minus 2 jaars rente) | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| 13 Is goedkeuring vereist van het bestuur voor nieuwe, nog niet eerder gebruikte typen derivaten? | J/N | |
| 14 Is het uw beleid om alle nieuwe typen derivaten eerst aan het WSW ter beoordeling voor te leggen, zelfs als het betreffende derivaat niet zal worden gebruikt ter afdekking van geborgde leningen? | J/N | |

| | |
|--|-------------------------------------|
| 15 Heeft het WSW in de afgelopen vijf jaar specifiek aan uw corporatie beperkingen opgelegd ten aanzien van het gebruik van derivaten? | J/N |
| Zo ja, ten gevolge van: | MAM |
| a. de swaplimiet van het WSW | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. de structuur van het derivaat | <input checked="" type="checkbox"/> |
| c. risico's van het derivaat | <input checked="" type="checkbox"/> |
| d. pricing van het derivaat | <input checked="" type="checkbox"/> |
| e. een ontoereikende interne organisatie binnen de corporatie | <input checked="" type="checkbox"/> |
| f. anders, te weten | <input type="text"/> |
| 16 Is het binnen de interne regels mogelijk dat een functionaris zelfstandig de corporatie verbindt d.m.v. een derivatencontract zonder afstemming met andere functionarissen binnen de corporatie? | J/N |
| 17 Dient er voorafgaand aan iedere derivatentransactie een schriftelijk transactievoorstel ter goedkeuring te worden overlegd? | J/N |
| A. Zo ja, | MC |
| - op welk niveau moet dan goedkeuring voor het transactievoorstel worden verleend? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| a. RvC | |
| b. Bestuur | |
| c. Treasurycommissie | |
| d. Anders, te weten | <input type="text"/> |
| - Zijn er voorschriften omtrent de inhoud van transactievoorstellen? | J/N |
| Zo ja, | MAM |
| a. dient het doel van het transactievoorstel beschreven te worden? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. dient te worden omschreven wat de te verwachten 'effectiviteit' van het derivatencontract is? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| c. maakt een stress-analyse onderdeel uit van het transactievoorstel? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| d. dient de relatie met de interne richtlijnen beschreven te worden? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| e. dienen er alternatieven beschreven te worden? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| f. dient de tegenpartij goedgekeurd te zijn of te worden? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| B. Zo nee, | J/N |
| is autorisatie voor derivatentransacties op een andere manier vastgelegd? | <input type="text"/> |
| Indien ja, op welke wijze? | |
| 18 Wordt de 'pricing' van nieuw af te sluiten derivatentransactie getoetst? | J/N |
| Zo ja, hoe wordt de 'pricing' van nieuw af te sluiten derivaten getoetst? | MAM |
| a. Eigen analyse | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. Offertes meerdere marktpartijen | <input checked="" type="checkbox"/> |
| c. Oordeel onafhankelijke adviseur | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 19 Is er functiescheiding tussen het afsluiten van de derivatentransacties en het administreren en controleren hiervan? | J/N |
| 20 Wordt er bij de monitoring van de derivatenportefeuille gebruik gemaakt van een geautomatiseerd systeem dat in staat is van alle derivatencontracten in uw portefeuille de marktwaarde te bepalen? | J/N |
| - Zo ja, is dit systeem door de accountant beoordeeld? | J/N |
| 21 Wordt op treasuryniveau de marktwaarde van derivatenposities bepaald? | J/N |
| Zo ja, hoe vaak gebeurt dit? | MC |
| a. Dagelijks of meer | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. Wekelijks | |
| c. Maandelijks | |
| d. Per kwartaal | |
| e. Jaarlijks | |

| | | |
|---|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 22 Worden weleens derivatencontracten afgesloten in verband met verwachte investeringen (of balanspost)? | J/N | |
| Zo ja, | | |
| a. geeft het derivatenbeleid ruimte om dit te doen voordat een juridische verplichting tot het doen van de investering(en) bestaat? | J/N | |
| b. wordt het besluit om derivaten af te sluiten in verband met verwachte investeringen schriftelijk vastgelegd? | J/N | |
| c. is het in verleden weleens voorgekomen dat investeringen niet doorgingen waartegen derivatenposities waren aangegaan? | J/N | |
| 23 Is een ISDA of RFD (Raamovereenkomst voor Financiële Derivaten van de Nederlandse Vereniging van Banken) overeengekomen? | J/N | |
| Zo ja, | | |
| a. met alle tegenpartijen waarmee derivaten worden afgesloten | ISDA | RFD |
| b. met sommige, maar niet alle tegenpartijen voor derivaten | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| c. geen | | MC |
| 24 Is er bij de afsluiting van derivatencontracten, danwel de ISDA of RFD, extern juridisch advies ingewonnen? | J/N | |
| 25 Zijn er afspraken gemaakt met tegenpartijen in derivatentransacties waarbij eventueel de verplichting kan ontstaan voor de corporatie om tussentijds af te rekenen op basis van marktwaardeverschil? | J/N | |
| Zo ja, kan deze verplichting ontstaan uit hoofde van: | MAM | |
| a. Credit Support Annex (CSA) | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. breakclause (al dan niet met een threshold) | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| c. anders, te weten | | <input type="text"/> |
| 26 Zijn er marginverplichtingen in de vorm van een CSA opgenomen waar de corporatie aan moet voldoen? Zo ja, zijn deze: | MC | |
| a. mandatory (er moet verplicht worden afgerekend) | J/N | |
| b. mutual (beide partijen hebben het recht omtussentijds af te rekenen) | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| c. beide vormen opgenomen (weliswaar met verschillende partijen) | | |
| 27 Indien er geen marginverplichtingen bestaan, is het beleid om dan toch liquide middelen aan te houden als buffer tegenover een negatieve marktwaarde op derivaten? | J/N | |
| 28 Is in uw derivatenovereenkomsten opgenomen dat een de verslechtering van de credit rating van een tegenpartij tot een verplichting leidt om voortijdig af te rekenen op basis van marktwaardeverschil? | J/N | |
| Zo ja, beëindiging bij: | MC | |
| a. onder AA (Standard & Poors) of equivalente credit rating | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| b. onder A (Standard & Poors) of equivalente credit rating | | |
| c. meer dan twee 'notches' verslechtering sinds start transactie | | |
| d. anders, te weten | | <input type="text"/> |
| 29 Is in uw derivatenovereenkomsten opgenomen dat een verslechtering van de credit rating door rating agencies van het WSW tot een verplichting voor de corporatie leidt om voortijdig af te rekenen op basis van marktwaardeverschil? | J/N | |
| 30 Is in uw derivatenovereenkomsten opgenomen dat een verslechtering van de beoordeling van het CFV van uw corporatie tot een verplichting voor de corporatie leidt om voortijdig af te rekenen op basis van marktwaardeverschil? | J/N | |

Matrix behorend bij vraag A7

| | | Treasury statuut | Treasury Jaarplan | Ander document |
|----|--|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| 1 | Vastgesteld door/goedkeuring vereist van de RvC | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 2 | Vastgesteld door/goedkeuring vereist van het Bestuur | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 3 | Vastgesteld door/goedkeuring vereist van de treasurycommissie | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| | Is schriftelijk vastgelegd: | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 4 | wat de doelstellingen van het gebruik van derivaten zijn? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 5 | wat de toegestane typen derivaten zijn? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 6 | wat de renterisiconormen zijn? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 7 | wat de transactielimieten zijn? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 8 | wat de interne informatievoorziening dient te zijn nadat derivatenposities zijn ingenomen? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 9 | wat de frequentie van de interne informatievoorziening dient te zijn nadat derivatenposities zijn ingenomen? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 10 | dat ieder type derivatenproduct van te voren dient te worden geverifieerd door het WSW? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 11 | wat de minimale kredietwaardigheid van tegenpartijen dient te zijn? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| | Waaronder (subvraag van 11): | | | |
| 12 | - de kredietwaardigheid op basis van een minimale credit rating van één van de twee leidende internationale rating agencies: Standard & Poor's en Moody's. | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 13 | dat het voornemen dient te zijn om derivatenposities over meerdere tegenpartijen te spreiden? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 14 | de verplichting om periodiek de kredietwaardigheid van tegenpartijen te controleren? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 15 | de vereisten t.a.v. de juridische documentatie | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| | Waaronder (subvraag van 15): | | | |
| 16 | - dat gebruik dient gemaakt te worden van de standaarddocumentatie van de International Swaps and Derivatives Association (ISDA)? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 17 | wat het beleid is t.a.v. Credit Support Annexes (CSA's)? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 18 | dat (onderdelen van) de contractuele afspraken t.a.v. derivaten geverifieerd dienen te worden door het WSW (zoals de schedules en de CSA)? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 19 | dat de contractuele afspraken t.a.v. derivaten geverifieerd dienen te worden door een externe onafhankelijke jurist? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 20 | de procedurele handelingen voordat een derivatenpositie mag worden aangegaan? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| | Waaronder (subvragen van 20): | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 21 | - toetsing van voorwaarden en pricing voorstellen? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| 22 | - interne autorisatie? | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |

B. Rapportage & Externe Verslaggeving

| | |
|---|-------------------------------------|
| 1 Hoe vaak wordt de Raad van Commissarissen geïnformeerd over het gevoerde derivatenbeleid? | MC |
| a. Wekelijks of vaker | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. Maandelijks | |
| c. Per kwartaal | |
| d. Jaarlijks of minder | |
| 2 Wordt het derivatenbeleid periodiek geëvalueerd door het bestuur? | J/N |
| Zo ja, | MC |
| - hoe vaak? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| a. Wekelijks of vaker | |
| b. Maandelijks | |
| c. Per kwartaal | |
| d. Jaarlijks of minder | |
| - zijn er van te voren criteria vastgesteld die worden gehanteerd bij de evaluatie van het derivatenbeleid? | J/N |
| Zo ja, wat is het belangrijkste criterium in de evaluatie? | MC |
| a. Risico | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. Resultaat | |
| c. Andere, te weten: | <input type="text"/> |
| 3 Wordt het bestuur periodiek op de hoogte gebracht van de marktwaarde van de derivatenportefeuille? | J/N |
| Zo ja, gebeurt dit? | MC |
| a. Wekelijks of vaker | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. Maandelijks | |
| c. Per kwartaal | |
| d. Jaarlijks of minder | |
| 4 Krijgt het bestuur periodiek inzicht of de bestaande derivatenposities het beoogde resultaat realiseren m.b.t. het afdekken van risico's? | J/N |
| Zo ja, gebeurt dit? | MC |
| a. Wekelijks of vaker | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. Maandelijks | |
| c. Per kwartaal | |
| d. Jaarlijks of minder | |
| 5 Hoe zijn de derivaten in de jaarrekening over verslagjaar 2010 verwerkt? | MC |
| a. Zonder hedge accounting en tegen kostprijs (of lagere marktwaarde) | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. Zonder hedge accounting en tegen reële waarde | |
| c. Via kostprijs hedge accounting | |
| - op basis van generieke documentatie | |
| - op basis van documentatie per individuele hedgerelatie | |
| d. Overig (aangeven hoe) | <input type="text"/> |
| 6 Was er over verslagjaar 2010 sprake van hedge ineffectiviteit op (een deel van) de derivatenportefeuille? | J/N |
| Zo ja, | MAM |
| a. is dit deel is in de jaarrekening over verslagjaar 2010 gewaardeerd tegen reële waarde? | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. zijn de waardeveranderingen in de reële waarde van het ineffectieve deel van de derivatenportefeuille in de winst-en-verliesrekening verwerkt? | |
| c. de hedge ineffectiviteit is op een andere wijze verwerkt in de balans en de winst- en verliesrekening (aangeven hoe) | <input type="text"/> |
| 7 Is er ultimo 2008, 2009 en/of 2010 een voorziening in de jaarrekening gevormd in relatie tot derivaten? | J/N |
| 8 Wat is de bron voor de reële waardering van derivaten in de (toelichting op) de externe jaarrekening? | MC |
| a. Tegenpartij van specifieke derivatenpositie | <input checked="" type="checkbox"/> |
| b. "Valuation Agent" | |
| c. Een of meerdere andere marktpartijen (anders dan tegenpartij bedoeld bij a) | |
| d. Eigen marktwaardering door de corporatie-zelf | |
| 9 Zijn er in de afgelopen twee jaar verbijzonderde interne controles of externe audits uitgevoerd naar de naleving van de interne richtlijnen bij het gebruik van derivaten? | J/N |

C. Inventarisatie treasury activiteiten/derivatenportefeuille

- 1 Voor gegevens die al aan het WSW worden gerapporteerd, staat u toe dat het WSW deze gegevens aan het CFV doorgeeft?

J/N

Leningen

- 2 A. Wat is de nominale omvang van de totale leningenportefeuille per jaarultimo in 2008-2010? Indien beschikbaar, bij B ook de reële waarde van de leningenportefeuille vermelden.

- a. Ultimo 2008
b. Ultimo 2009
c. Ultimo 2010

| Nominaal (x € 1.000) |
|----------------------|
| € |
| € |
| € |

- B. Is de reële of marktwaarde van de leningenportefeuille bekend? Indien ja, "openklappen":

- a. Ultimo 2008
b. Ultimo 2009
c. Ultimo 2010

| J/N | Reële/marktwaarde (x € 1.000) | Niet bekend ultimo 2008 | Niet bekend ultimo 2009 | Niet bekend ultimo 2010 |
|-----|-------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| | | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | | | | |
| € | | | | |
| € | | | | |

- 3 a. Bevat de leningenportefeuille leningen met rente-afspraken anders dan standaard vaste of variabele rente (zogenoemde rentestructuren)?

J/N

| MAM | Nominaal per categorie (x € 1.000) |
|-------------------------------------|------------------------------------|
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| Totaal | € |
| | Reële/marktwaarde (x € 1.000) |
| | € |

Reële/marktwaarde niet bekend

- c. Zo ja, marktwaarde van deze leningen ultimo 2010?

- 4 Bevat de portefeuille leningen met variabele looptijd?

J/N

| J/N | Nominale waarde (x € 1.000) |
|-------------------------------------|-----------------------------|
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| <input checked="" type="checkbox"/> | € |
| | € |
| | € |
| Totaal | € |

- Zo ja,
a. geldgever heeft recht te verlengen (extendible)
b. geldgever heeft recht op vroegtijdige aflossing (callable)
c. anders, te weten

Derivaten – transactieactiviteit

5 Zijn er in de afgelopen 5 jaar derivaten-contracten afgesloten?

Zo ja, wat is de reden?

- A. Verminderen risico's
- B. Reduceren rentekosten
- C. Rentekosten onder een bepaald niveau houden ("caps")
- D. Anders, te weten

J/N
MAM

-
-
-

| |
|--|
| |
|--|

6 Zijn er in 2010 swaptions, caps en andere opties afgesloten (eventueel als onderdeel van een gestructureerde derivatentransactie)?

Zo ja,

- a. is dit gebeurd om renterisico op individuele leningen af te dekken?
- b. is dit gebeurd om renterisico op de gehele portefeuille te verminderen ("macro hedging")?
- c. zijn er renteopties gekocht?
- d. zijn er renteopties verkocht ("geschreven")?
- e. is dit gebeurd om de rentekosten te verminderen?
- f. is dit gebeurd om toekomstige investeringen af te dekken?

J/N

MAM

-
-
-
-
-
-

7 Is in de afgelopen drie kalenderjaren (2008, 2009, 2010) een effectiviteitstoets uitgevoerd en gedocumenteerd voor gestructureerde derivatentransacties?

- a. Alle transacties
- b. Sommige transacties
- c. Geen

MC

vooraf

MC

achteraf

8 Zijn er in het jaar 2010 derivaten afgesloten (deze vraag betreft transacties, geen posities of standen)?

Zo ja, wat is het jaartotaal van de nominale waarde van transacties?

- a. Caps
- b. Floors
- c. Renteswaps
- d. Forward rate Agreements (FRA's)
- e. Swaptions
- f. Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten
- g. Gestructureerde derivaten (eventueel combinatie van a-f)
- h. Anders

J/N

Nominale waarde (x € 1.000)

| |
|---|
| € |
| € |
| € |
| € |
| € |
| € |
| € |
| € |

Transacties met meerdere componenten invullen bij g

9 Zijn er derivaten die in het jaar 2010 zijn tegengesloten dan wel voortijdig beëindigd (transacties)?

Zo ja, waarom?

Zo ja, wat is de nominale en marktwaarde bij tegensluiten van deze transacties?

- a. Caps
- b. Floors
- c. Renteswaps
- d. Forward Rate Agreements (FRA's)
- e. Swaptions
- f. Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten
- g. Gestructureerde derivaten (structuur kan eventueel combinatie van a-f zijn)
- h. Anders

J/N

Onderliggende nominale waarde (x € 1.000)

| | |
|---|-------------------------|
| € | Marktwaarde (x € 1.000) |
| € | |
| € | |
| € | |
| € | |
| € | |
| € | |
| € | |

Transacties met meerdere componenten invullen bij g

Derivaten - posities

10 In de 'dV' worden uitstaande posities van een aantal typen derivaten (caps, floors en fra's) in detail gerapporteerd per ultimo 2010. In aanvulling op de 'dV', geef per ultimo 2010 de totale uitstaande posities op van onderstaande derivaten):

- a. Renteswaps
- b. Swaptions
- c. Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten
- d. Gestructureerde derivaten (incl. combinatie van swaps, swaptions, opties, caps, floors)

| Onderliggende nominale waarde (x € 1.000) | Reële/marktwaarde (x € 1.000) |
|---|-------------------------------|
| € | € |
| € | € |
| € | € |

Transacties met meerdere componenten invullen bij d

Rentekosten

11 Wat zijn de gemiddelde rentekosten over de leningenportefeuille (exclusief resultaat op derivaten) over afgelopen drie jaren?

| (% van schuld) |
|----------------|
| % |
| % |
| % |

12 A. Wat zijn de gemiddelde rentekosten over de totale portefeuille, dus met inbegrip van het resultaat op derivaten, over afgelopen drie jaren?

| (% van schuld) |
|----------------|
| % |
| % |
| % |

B. Worden in de interne rapportage de gerealiseerde winsten/verliezen op derivaten altijd verwerkt in de rentekosten, al dan niet uitgesmeerd over de looptijd?

J/N

13 Zijn negatieve marktwaarden op derivaten, bijvoorbeeld gerealiseerd bij beëindiging, break-clause of margin call, wel eens omgezet in een lening in de afgelopen drie kalenderjaren?

J/N

Risico's en portefeuille

14 Voor zover bekend, wat waren de feitelijke waarden van?

- a. Gemiddelde liquiditeitsrisico looptijd (=gewogen gemiddelde resterende looptijd van de leningenportefeuille ongeacht renteherziening)
- b. Gemiddelde rentetypische looptijd (=gewogen gemiddelde resterende looptijd tot de eerstvolgende renteherziening)
- c. Rentevoeligheid van 1 basispunt renteverandering (basis point value)
- d. Modified duration
- e. Renterisiconorm van het WSW
- f. Verhouding van schuld met resp. vaste/variabele renteverplichtingen (indien afwijkend van de WSW norm)
- g. Anders (specificeren)

| ultimo 2009 | ultimo 2010 |
|---------------------|-------------|
| | |
| | |
| | |
| | |
| | |
| | |
| | |
| | |
| Omschrijving bij B. | |

Niet bekend ultimo 2009

Niet bekend ultimo 2010

15 Wat was de meest negatieve marktwaarde op de derivatenportefeuille en, in geval van een CSA, de margin call (boven threshold):

gedurende 2008
gedurende 2009
gedurende 2010

| Reële/marktwaarde (x € 1.000) | Margin call waarde (x € 1.000) | Meest negatieve Reële/marktwaarde niet bekend | Meest negatieve Margin call waarde niet bekend |
|-------------------------------|--------------------------------|---|--|
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |

16 Indien beschikbaar, wat was de marktwaarde-ontwikkeling van de derivatenportefeuille over de afgelopen drie jaar? Indien van toepassing, ook margin calls (boven threshold) vermelden.

2008 - I
2008 - II
2008 - III
2008 - IV
2009 - I
2009 - II
2009 - III
2009 - IV
2010 - I
2010 - II
2010 - III
2010 - IV

| Reële/marktwaarde (x € 1.000) | Margin call waarde (x € 1.000) | Reële/marktwaarde niet bekend | Margin call waarde niet bekend |
|-------------------------------|--------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |
| € | € | <input checked="" type="checkbox"/> | <input checked="" type="checkbox"/> |

17 Wat is de gemiddelde looptijd van de derivaten, ervan uitgaande dat ieder derivaat tot de break-clause loopt (in maanden; ultimo 2010)

maanden

18 Werden in 2010 liquide middelen aangehouden als buffer tegenover een negatieve marktwaarde op derivaten?

a. Zo ja, wat was de omvang van deze buffer ultimo 2010?

b. Zijn deze liquide middelen belegd in:

1. bank en deposito's
2. obligaties en andere rentedragende effecten
3. geldmarktfondsen
4. anders

| | | |
|------|-------------------------------------|-------------------------------|
| € | J/N | (x € 1.000) |
| M/AM | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| | <input checked="" type="checkbox"/> | |
| | J/N | Omvang faciliteit (x € 1.000) |
| | | € |

c. Bestond in 2010 een kredietfaciliteit met een bank om een directe liquiditeitsbehoefte in relatie tot derivaten op te vangen?

19 Zijn er Credit Support Annexes (CSA's) overeengekomen met tegenpartijen?

a. Zo ja, wat is ultimo 2010 de threshold?

b. Zo ja, wat is de gemiddelde 'minimum transfer amount' per tegenpartij?

| | | |
|---|-----|---------------------------------------|
| € | J/N | Gemiddeld per tegenpartij (x € 1.000) |
| € | | € |

20 Met hoeveel verschillende marktpartijen zijn er derivaten afgesloten (ultimo 2010)?

aantal

21 Is er sprake van marktpartijen waarmee een derivatencontract is afgesloten die per 30 juni 2011 een slechtere rating dan A3 (Moody's) of A- (S&P) hebben?

Zo ja,

a. Waarom?

b. Is er een CSA met deze partij(en) overeengekomen?

b-1. Zo ja, wat is de threshold?

J/N

J/N

Kenmerken (aantal verhuureenheden, aantal fte's en referentiegroepen) van de groep corporaties waarvan op grond van de dVi over verslagjaar 2010 bekend is dat zij gebruik maken van derivaten

| Grootteklasse aantal gewogen verhuureenheden | Aantal corporaties |
|--|--------------------|
| < 500 | 3 |
| 500 - 5.000 | 60 |
| 5.000 - 10.000 | 42 |
| 10.000 - 20.000 | 31 |
| ≥ 20.000 | 20 |

| Grootteklasse fte | Aantal corporaties |
|-------------------|--------------------|
| < 25 | 34 |
| 25 - 50 | 25 |
| 50 - 75 | 22 |
| 75 - 100 | 15 |
| ≥ 100 | 60 |

| Referentiegroep | Aantal corporaties |
|---|--------------------|
| Studentenhuisvesting | 4 |
| Ouderenhuisvesting | 9 |
| Grote herstructureringcorporaties | 12 |
| Middelgrote en kleinere herstructureringcorporaties | 23 |
| Gemiddeld profiel | 47 |
| Gemiddeld profiel met accent op eengezinswoningen | 17 |
| Gemiddeld profiel met krimpende portefeuille | 8 |
| Corporaties met relatief jong bezit | 7 |
| Corporaties met marktgevoelig bezit | 23 |
| Corporaties met stabiele portefeuille | 4 |
| Overige corporaties | 2 |

Format aanvullende gegevensopvraging zoals op 17 januari 2012 uitgezet bij corporaties die gebruik maken van derivaten

| | | | | |
|---|--|---------------------------|--------------------------------------|---|
| L nummer: | | | | |
| Naam woningcorporatie: | | | | |
| | Bedragen (X € 1.000) per 31-12-2011 | | | |
| | Totaal van de onderliggende nominale waarde (Notional) | Totaal van de marktwaarde | Indien aan de orde: Totaal treshhold | Indien aan de orde: Gestort onderpand (collateral uit hoofde van Margin call) |
| Soort derivaten *: | | | | |
| a. Caps | | | | |
| b. Floors | | | | |
| c. Renteswaps | | | | |
| d. Forward Rate Agreements (FRA's) | | | | |
| e. Swaptions | | | | |
| f. Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten | | | | |
| g. Gestructureerde derivaten (eventueel combinatie van a-f) | | | | |
| h. Anders | | | | |
| Totalen (a t/m h): | 0 | 0 | 0 | 0 |

Wat is de inschatting van het effect op de marktwaarde van de TOTALE portefeuille bij 1% (=100 basispunten) rentedaling in **Bedrag (X € 1.000) ?**

* Als er sprake is van gestructureerde derivaten (g.), dan s.v.p. **GEEN** afzonderlijke waarden opnemen bij a. t/m f. om dubbeltellingen te voorkomen

| | |
|--|---|
| Middelen die werden aangehouden als buffer tegenover negatieve marktwaarden op derivaten en opvangen van eventuele Margin calls | Bedragen (X € 1.000) per 31-12-2011 |
| a. Bank en deposito's | |
| b. Obligaties en andere rentedragende effecten | |
| c. Geldmarktfondsen | |
| d. Overig | |
| Indien aan de orde: Kredietfaciliteit met een bank om een directe liquiditeitsbehoefte in relatie tot calls uit hoofde van derivaten op te kunnen vangen | |
| Totaal van de buffer (a t/m e): | 0 |

| | |
|---------------------------------|--|
| Voor akkoord bestuurder: | |
| Naam bestuurder: | |
| Datum: | |



Productgroep uit goed beheerde bossen
en andere gecontroleerde bronnen.
www.fsc.org Cert no. SES-EDC-00852
© 1996 Forest Stewardship Council

Dit is een uitgave van het Centraal Fonds Volkshuisvesting

Samenstelling, eindredactie en uitvoering Centraal Fonds Volkshuisvesting

Druk Graficiënt Printmedia, Almere

Papier binnenwerk Biotop 100 grs/m², *papier omslag* Biotop 250 grs/m²

Centraal Fonds Volkshuisvesting

Oude Utrechtseweg 19

Postbus 107

3740 AC BAARN

T 035 695 40 70

F 035 695 40 80

E info@cfv.nl

www.cfv.nl