

CENTRAAL FONDS VOLKSHUISVESTING

Stresstest liquiditeitsrisico
derivatenportefeuille bij 235 corporaties

Peildatum 31 december 2012

Baarn, 11 april 2013

2013

Samenvatting en conclusies

Het Centraal Fonds Volkshuisvesting (CFV) heeft op peildatum 31 december 2012 opnieuw onderzocht¹ of corporaties met een derivatenportefeuille voldoende buffers aanhouden om aan de bijstortverplichtingen (margin calls) of het anderzijds verstrekken van zekerheden te kunnen voldoen, bij een rentedaling van zowel 1%-punt als 2%-punt. Beide eisen zijn vastgelegd in de per 1 oktober 2012 van kracht geworden beleidsregels derivaten van het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties. De toetsingsnorm van 2% is nieuw ten opzichte van de vorige stresstest en vergt een aanmerkelijke extra inspanning voor corporaties (terugbrengen van het liquiditeitsrisico en/of vergroten van de buffer) ten opzichte van de 1% toetsingsnorm.

Gezakt voor de stresstest

Uit de stresstest blijkt dat op peildatum 31 december 2012 tien corporaties zakten voor de stresstest. Drie van de tien hebben ondertussen zodanige toereikende maatregelen genomen dat zij inmiddels wel slagen.

In het laatste kwartaal van 2012 waren het nog 15 corporaties die, overeenkomstig artikel 8 lid 2 van de beleidsregels derivaten, meldden dat zij niet aan de eis konden voldoen om margin calls ten gevolge van een daling van de vaste rente in de markt met 2%-punt op te vangen. Het CFV constateert dat vijf van deze corporaties in korte tijd wel in staat zijn geweest om aan de nieuwe beleidseis te voldoen.

Drie corporaties die in juni 2012 nog niet slaagden voor de stresstest bij 1% rentedaling, hebben zodanige inspanningen geleverd dat zij eind 2012 voor de 2% stresstest slaagden.

Twee van de tien corporaties hebben op de peildatum geen toereikende buffer om een rentedaling van 1% op te kunnen vangen. Bij één corporatie houdt dat verband met een breakclause in een van de derivatencontracten eind 2013. De andere corporatie is het niet gelukt om bijtijds toestemming van het WSW te krijgen voor het laten doorzakken van een derivaat in een langlopende basisrentelening. Basisrenteleningen vallen onder de beleidsregels derivaten die een maximale looptijd van tien jaar toestaan. Het ministerie heeft bij wijze van overgangsmaatregel bepaald dat basisrenteleningen met een looptijd langer dan tien jaar die nog vóór 1 december 2012 zijn aangegaan, zijn toegestaan.

Beleidsmaatregelen en toezicht

De zeven corporaties die nog niet voldoen aan de normen zijn bezig met het treffen en uitvoeren van beleidsmaatregelen die moeten leiden tot het verkrijgen van een buffer om een rentedaling van 2%-punt op te kunnen vangen. Het CFV eist maatregelen van

¹ De analyse is ontleend aan de door bestuurders van corporaties verstrekte gegevens. Het CFV kan geen verantwoordelijkheid nemen voor de juistheid en volledigheid van de aangeleverde gegevens.

deze corporaties, beoordeelt de voorgenomen maatregelen en beziet kritisch of de corporatie alle mogelijkheden tegen het licht heeft gehouden om binnen redelijke termijn weer compliant te zijn aan de beleidsregels derivaten op dit onderdeel. De corporaties die niet voldoen worden door het CFV kritisch gevolgd in het tot stand brengen en bij de uitvoering van de beleidsmaatregelen. De termijn waarbinnen de beleidsmaatregelen moeten leiden tot een afdoende buffer om een rentedaling van 2%-punt op te kunnen vangen, zal per corporatie verschillend zijn en afhangen van het liquiditeitsrisico en de (financiële) mogelijkheden van een corporatie. Een en ander ter bepaling van het CFV. De meeste maatregelen gaan namelijk gepaard met kosten en/of het nemen van verliezen. Banken zijn terughoudend met het verhogen van thresholds of het verstrekken van kredietfaciliteiten. In sommige gevallen zijn banken daartoe bereid gebleken in ruil voor het verkrijgen van zekerheden in de vorm van hypotheek op onroerend goed (met name niet-Daeb-bezit).

Waarden en aantal corporaties met een derivatenportefeuille

De totale onderliggende waarde (notional) van derivatenportefeuille van de 167 woningcorporaties die uitsluitend losstaande derivatencontracten hebben, is € 16,8 miljard (peildatum 31 december 2012). Deze portefeuille is ten opzichte van juni 2012 afgenomen met € 1,3 miljard notional waarde. De afname heeft grotendeels plaatsgehad in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening (margin calls), de portefeuille waar zich met name liquiditeitsrisico's voordoen. De marktwaarde is € 3,8 miljard negatief (peildatum 31 december 2012). Deze is ten opzichte van juni 2012, € 106 miljoen minder negatief geworden.

Omdat embedded derivaten in leningen ook onder de beleidsregels derivaten vallen, zijn deze nu voor het eerst apart opgevraagd bij deze stresstest. De notionalwaarde van de embedded derivaten is circa € 15 miljard. Deze embedded derivaten leveren geen liquiditeitsrisico op.

In totaal hebben 235 corporaties opgave gedaan van (embedded) derivaten.

Buffers

Corporaties met derivaten in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening hebben opgegeven dat er op peildatum 31 december 2012 bij een rentedaling van 1%-punt, theoretisch € 660 miljoen aan aanvullend collateral zou moeten worden gestort en bij 2%-punt rentedaling ruim € 1,5 miljard. Corporaties beschikken gezamenlijk over een buffer van € 2,3 miljard om margin calls op te kunnen vangen. Bij de stresstest juni 2012 hielden corporaties daarvoor een buffer aan van € 1,3 miljard. De meeste corporaties zijn dus in staat gebleken om de buffer aan de nieuwe eis van 2%-punt aan te passen. In macro opzicht is de aangehouden buffer groter dan de benodigde buffer. Daaruit valt op te maken dat er corporaties zijn die een ruimere buffer aanhouden dan de beleidsregels voorschrijven.

Contracten die een tussentijdse verrekening vergen in de vorm van (hypothecaire) zekerheden, zijn beperkt. Voor deze contracten wordt € 156 miljoen aan zekerheden voorhanden gehouden, ten opzichte van mogelijk € 3,5 miljoen te verstrekken zekerheden bij 2% rentedaling.

Aard van de derivatenproducten uit de bestaande derivatenportefeuilles

Als gekeken wordt naar de aard van de producten uit de derivatenportefeuilles (exclusief de embedded swaps in leningen), valt te constateren dat 13% van de huidige sectorale derivatenportefeuille, naar aard van de derivaten, niet meer geoorloofd is binnen de beleidsregels derivaten zoals die per 1 oktober 2012 van kracht zijn geworden. Er zijn 57 corporaties die dergelijke derivaten in bezit hebben met een notionalwaarde van € 2,2 miljard. Dit deel van de bestaande portefeuille is overigens wel rechtmatig, behoudens de contracten met toezichtbelemmerende bepalingen.

Contracten met breakclauses, risico van early termination events en toezicht daarop

Corporaties hebben inzicht verschaft in de omvang van contracten met breakclauses voor de komende vijf jaar. Het CFV constateert dat het (nog) om beperkte volumes gaat. Voor individuele corporaties kan een breakclause evenwel bij het niet vroegtijdig nemen van maatregelen tot liquiditeitsproblemen leiden.

De stresstest houdt, behoudens de breakclauses van voortschrijdend een jaar vooruit, geen rekening met een eventuele ontbinding van contracten in verband met in contracten opgenomen early termination events. Vanwege de veranderde opstelling van banken na het Vestia debacle en onder invloed van gewijzigde regelgeving voor banken, moet er rekening mee worden gehouden dat het risico op een voortijdige ontbinding van contracten door banken, tegen afrekening van de marktwaarde, is toegenomen. Belangrijk is dat corporaties goed zicht hebben op de breakclauses en early termination bepalingen in de contracten en dat de risico's die daaruit voortvloeien adequaat worden gemanaged.

Het CFV heeft op grond van artikel 3 van de beleidsregels derivaten de taak gekregen om jaarlijks de opzet van de interne organisatie rond financiële derivaten te beoordelen. In dat kader zal het CFV nadrukkelijk de beheersingsmaatregelen van corporaties rond de hier voor genoemde risico's betrekken en zonodig maatregelen voorschrijven als deze risico's naar de opvatting van het CFV niet afdoende worden beheerst.

Effect ontwikkeling swaprentes ten opzichte van de vorige stresstest

Het niveau van de lange termijn swaprentes is ten opzichte van de stresstest medio 2012 praktisch gelijk gebleven, de korte termijn (tien jaar) swaprente is daarentegen met ruim 0,4% gedaald. De ontwikkeling van de rente tussen de peildatum 30 juni 2012 en 31 december 2012 heeft derhalve beperkte invloed gehad op de marktwaarden van de derivatenportefeuille in zijn totaliteit.

Kwaliteit van de door de corporaties aangeleverde informatie

De kwaliteit van de door de corporaties aangeleverde informatie is ten opzichte van vorige stresstest verbeterd, maar vraagt nog steeds de aandacht. Ook nu zijn er met name door onzorgvuldigheid, onnodige fouten geconstateerd.

Advies aan de minister

Het laten doorzakken van derivaten in langlopende basisrenteleningen is tot nu toe een effectieve maatregel geweest om het liquiditeitsrisico terug te dringen en daarmee te kunnen voldoen aan de eis om een rentedaling van 1%- en 2%-punt te kunnen opvangen. Diverse corporaties, die zich inmiddels ook meer bewust zijn geworden van de liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuille, geven de voorkeur aan deze maatregel omdat zij inzien dat het aanhouden van een liquiditeitsbuffer om margin calls te kunnen opvangen het reserveren van 'dood' geld is. Geld waarmee geen volkshuisvestelijke activiteiten kunnen worden gefinancierd. Als het 'doorzakken' financieel haalbaar is c.q. de toekomstige kasstromen de extra uitgaven kunnen opvangen, is het ook een verantwoorde maatregel.

Het 'doorzakken' zou ook een toepasbare maatregel kunnen zijn om contracten met toezichtbelemmerende bepalingen op te heffen (artikel 10 van de beleidsregels derivaten) als er binnen een redelijke termijn geen andere mogelijkheden zijn. De beleidsregels derivaten waar basisrenteleningen onder vallen maken het onder andere door de beperking van de looptijd tot maximaal tien jaar, onmogelijk om nog langlopende basisrenteleningen te kunnen afsluiten. Ook zijn er nog enkele andere belemmeringen die te maken hebben met bepalingen voor banken en de maatstaf die het WSW tot nu toe heeft gehanteerd bij de beoordeling van 'doorzakverzoeken'.

In verband met het voorgaande geeft het CFV de minister het advies om de beleidsregels derivaten zodanig te wijzigen dat het laten doorzakken van derivatencontracten in langlopende basisrenteleningen in die gevallen waarin een bijdrage wordt geleverd aan artikel 8 en artikel 10 van de beleidsregels, weer mogelijk wordt gemaakt. Om de doorzakmaatregel daarna daadwerkelijk effectief in te kunnen zetten is het noodzakelijk dat het WSW bij de beoordeling van doorzakverzoeken toetst aan de eis om een rentedaling van 2%-punt op te kunnen vangen. Het CFV geeft de minister het advies om dit bij het WSW te bevorderen.

Inleiding

Het CFV heeft op peildatum 31 december 2012 wederom een stresstest uitgevoerd bij corporaties met een derivatenportefeuille. Op 1 oktober 2012 zijn de door het ministerie van Binnenlandse Zaken en Koninkrijksrelaties uitgevaardigde beleidsregels inzake het gebruik van derivaten bij woningcorporaties in werking getreden. Voor de stresstest is artikel 8 van deze beleidsregels relevant, daarin is bepaald dat:

- ◆ Corporaties een liquiditeitsbuffer aanhouden om de uit de derivatenportefeuille voortvloeiende liquiditeitsverplichtingen ten gevolge van een daling van de vaste rente in de markt met 2%-punt te kunnen voldoen;
- ◆ Indien de liquiditeitsbuffer niet voldoet aan de eis, bedoeld in het eerste lid, dient de toegelaten instelling:
 - ◆ a. dit terstond te melden aan het CFV;
 - ◆ b. in overleg met het CFV een beleidslijn op te stellen gericht op het weer kunnen voldoen aan deze eis.
- ◆ Indien en zolang de liquiditeitsbuffer, bedoeld in het eerste lid, te klein is om de uit de derivatenportefeuille voortvloeiende liquiditeitsverplichtingen ten gevolge van een daling van de vaste rente in de markt met 1%-punt te kunnen voldoen, mag de betreffende toegelaten instelling geen payer swaps aantrekken.

Verder is bepaald dat de embedded derivaten in basisrente- en extendible leningen ook onder de beleidsregels vallen. Het CFV heeft in het najaar van 2012 een Question & Answer (Q&A) lijst op haar website geplaatst met antwoorden op de meest gestelde vragen rond de beleidsregels van het ministerie.

De beleidsregels hebben geleid tot een aantal aanpassingen in de opzet van de stresstest. Bij corporaties die beschikken over een derivatenportefeuille is nu nagegaan of zij op peildatum 31 december 2012 kunnen voldoen aan de uit de derivatenportefeuille voortvloeiende onderpandverplichtingen bij een rentedaling van zowel 1%- als 2%-punt. Bij de eerdere stresstesten is uitsluitend een scenario van minus 1%-punt gehanteerd.

Het ministerie heeft verder besloten dat zogenaamde basisrenteleningen onder de werking van de beleidsregels derivaten vallen. Deze zijn dan ook meegenomen bij de informatieopvraag in het kader van de stresstest. Datzelfde geldt voor embedded receiver swaptions die onderdeel uitmaken van zogenaamde extendible leningen. Het merendeel van deze leningen zijn door de BNG en de NWB verstrekt. Omdat de systemen van de banken nog niet waren ingericht op het verstrekken van de gevraagde informatie over de embedded swaps in basisrenteleningen en geschreven receiver swaptions in extendible leningen, leverde dat vertraging op bij het verkrijgen van de opgevraagde

informatie. Bovendien is de berekeningswijze van de marktwaarden van deze embedded derivaten en welke elementen van de lening daarbij te betrekken, een punt van discussie geweest. Dit heeft er toe geleid dat de opgevraagde informatie niet in alle gevallen eenduidig is aangeleverd en op onderdelen soms ook niet is verstrekt. Zo heeft BNG de marktwaarde van de verschillende leningen (basisrente en extendible) aan corporaties aangeleverd. Vanwege de complexiteit van de optiewaardering heeft BNG echter geen waarde kunnen berekenen van de extendible leningen bij een rentedaling van 1%- en 2%-punt.

De beperkingen die de informatie op deze onderdelen oplevert, hebben geen effect gehad op het primaire doel van de stresstest, te weten het vaststellen of corporaties over een voldoende buffer beschikken om aan margin calls bij een rentedaling van 1%- en 2%-punt te kunnen voldoen.

Bij basisrenteleningen en extendible leningen kan de bank niet eenzijdig beslissen om tussentijds de (negatieve) marktwaarde te verrekenen. Corporaties kunnen in principe wel kiezen om dergelijke leningen tussentijds te beëindigen, maar dat is niet waarschijnlijk (indien corporaties de liquiditeitsverplichtingen niet kunnen dragen, zullen zij daar niet toe overgaan).

Ondanks de eerder genoemde beperkingen leveren de gegevens over basisrenteleningen en extendible leningen wel een indicatie van omvang daarvan.

Bij de stresstest op peildatum 31 december 2012 is rekening gehouden met consequenties van het ontbinden van contracten als gevolg van breakclauses met een breakdatum in het jaar 2013. De beleidsregels derivaten schrijven voor dat corporaties te allen tijde rekening moeten houden met de consequenties van het ontbinden van contracten als gevolg van breakclauses, voortschrijdend een jaar vooruit.

Om inzicht te krijgen in de volumes van de contracten met breakclauses na het eerste jaar, is tevens de notional/onderliggende waarde van deze contracten opgevraagd van 2013 tot en met 2017. Dit levert voor elk jaar een beeld op van de omvang van de breakclauses en het daaruit voortvloeiende (concentratie)risico.

De door het ministerie uitgebrachte beleidsregels derivaten dwingen corporaties om periodiek te toetsen in hoeverre ze de liquiditeitsrisico's uit de derivatenportefeuille beheersen en in staat zijn om met een toereikende buffer een rentedaling van 2%-punt op te kunnen vangen. Verwacht mag worden dat corporaties vanuit het oogpunt van risicomanagement, uit zichzelf de waarden en risico's van hun derivatenportefeuille tussentijds monitoren. De gegevensopvraag in relatie tot de stresstest leidt daarom tot een beperkte aanvullende administratieve belasting voor corporaties.

Corporaties die de stresstest doorstaan, tonen daarmee aan het liquiditeitsrisico uit hoofde van de derivatenportefeuille te beheersen. Daarbij dient te worden opgemerkt dat er hogere eisen worden gesteld dan voorheen door de 2%-punt norm in de

beleidsregels derivaten. Corporaties zullen, vanwege de soms beperkte mogelijkheden en financiële consequenties die hiermee gepaard gaan, enige tijd nodig hebben om aan de nieuwe norm te voldoen. Corporaties die niet voor de stresstest slagen, zijn door de meldingsplicht uit de beleidsregels derivaten al eerder in beeld bij het CFV en worden gemonitord op het nemen van adequate maatregelen teneinde te voldoen aan de 2%-buffereis. Het CFV zal de beleidsvoorstellen van de corporaties die dat aangaat beoordelen, nadere afspraken maken en toezien of er naar het oordeel van het CFV voldoende voortgang wordt gemaakt.

Met de invoering van de beleidsregels derivaten is een belangrijk middel om het liquiditeitsrisico vanuit de derivatenportefeuille te reduceren eveneens komen te vervallen. Omdat het ministerie heeft besloten om basisrenteleningen onder de beleidsregels derivaten te laten vallen, zijn de mogelijkheden om derivaten te laten doorzakken in deze leningen (vanwege de kortere toegestane looptijd) uiterst beperkt geworden. Tevens valt te constateren dat het WSW terughoudend is om mee te werken aan doorzakoperaties. Het interne kader dat het WSW hierbij hanteert (doorzakken toestaan indien een corporatie een rentedaling van 50 basispunten niet meer kan opvangen) sluit niet aan bij de 1%- en 2%-punt norm zoals die in de beleidsregels derivaten is opgenomen. Het onlangs door het WSW aangepaste Eigen middelen beleid biedt wel enige ruimte en mogelijkheden. Hier wordt verderop in de rapportage op teruggekomen.

De opvraag van de gegevens is gedaan door het CFV via een daarvoor ontwikkelde applicatie. De autorisatie en beveiliging zijn via de applicatie gewaarborgd. Er zijn toelichtingen bij het invullen raadpleegbaar en op onderdelen zijn plausibiliteitstoetsen ingebouwd gericht op het waarborgen van de kwaliteit van de ingediende gegevens. Na de invoer van de gegevens is de uitslag van de stresstest direct zichtbaar voor de corporatie.

De analyse door het CFV is ontleend aan de opgave van corporaties en de uitkomsten hiervan hebben dan ook betrekking op deze gegevens. De ingediende gegevens zijn door de bestuurders van de corporaties verstrekt. Het CFV kan geen verantwoordelijkheid nemen voor de juistheid en volledigheid van de door de corporaties aangeleverde gegevens. Daar waar er zichtbaar sprake was van onjuiste gegevens zijn deze geverifieerd en zo nodig bijgesteld.

De uitkomst van de stresstest met peildatum 31 december 2012 is ook een toets of corporaties hun 'buffers' toereikend houden bij gewijzigde marktomstandigheden c.q. in hoeverre men voldoet aan de nieuwe 2%-punt norm in de beleidsregels derivaten. Ten opzichte van de eerdere stresstest met peildatum 30 juni 2012 zijn de lange termijn swaprentes met looptijden tussen de 20, 30 en 50 jaar marginaal gewijzigd en bedragen

ultimo 2012 respectievelijk 2,16%, 2,23% en 2,38%. De swaprente met een looptijd van tien jaar daalde echter substantieel, namelijk van 1,98% per 30 juni naar 1,57% per 31 december 2013.

In dit rapport komen de volgende hoofdstukken aan de orde:

- ◆ Samenstelling naar aantal en omvang derivatenportefeuilles van 235 corporaties;
- ◆ Vergelijking derivatenportefeuilles medio 2012 en ultimo 2012;
- ◆ Ontwikkeling marktwaarde bij 1% en 2% rentedaling;
- ◆ Buffers die corporaties aanhouden om margin calls of verzoeken om zekerheden te verstrekken
- ◆ Uitkomst van de stresstest liquiditeitsrisico uit hoofde van de derivatenportefeuille van individuele corporaties;
- ◆ Ontwikkeling breakclauses;
- ◆ Risico van tussentijdse beëindiging contracten;
- ◆ Toezichtactiviteiten van het CFV bij corporaties met derivaten;
- ◆ Advies aan de minister.

Samenstelling naar aantal en omvang derivatenportefeuilles van 235 corporaties

In onderstaande tabel 1 zijn de onderzoekscorporaties in aantal gerangschikt naar aard van de derivatenportefeuille.

Tabel 1 Onderzoekscorporaties stresstest ultimo 2012 in aantal gerangschikt naar aard van de derivatenportefeuille

| Samenstelling onderzoekscorporaties naar in bezit zijnde derivatenportefeuille | Aantal corporaties |
|---|--------------------|
| Corporaties met derivaten in stresstest medio 2012 | 167 |
| Niet in huidige stresstest, wel in stresstest medio 2012 | 3 |
| Wel in huidige stresstest, niet in stresstest medio 2012 | -3 |
| Corporaties met derivaten (exclusief embedded) in stresstest ultimo 2012 | 167 |
| Waarvan alleen derivaten in portefeuille <u>zonder</u> tussentijdse marktwaardeverrekening | 113 |
| Waarvan alleen derivaten in portefeuille <u>met</u> tussentijdse marktwaardeverrekening | 4 |
| Waarvan derivaten zowel in portefeuille zonder- als met tussentijdse marktwaardeverrekening | 50 |
| Corporaties met alleen embedded swaps en/of verkochte receiver swaptions | 68 |
| Corporaties met losstaande derivatencontracten en/of embedded derivaten | 235 |
| Corporaties zonder derivatenportefeuille | 151 |
| Totaal aantal corporaties ultimo 2012 | 386 |

Van de 235 corporaties die hebben opgegeven over (embedded) derivaten te beschikken, hebben er 68 uitsluitend embedded derivaten in leningen. Er zijn derhalve 167 corporaties die ook over andere 'losstaande' derivatencontracten beschikken, 124 daarvan beschikken ook over embedded derivaten.

In de hiernavolgende tabel 2, is de totale portefeuille aan derivaten weergegeven, waarin ook de embedded derivaten in leningen zijn verantwoord. De embedded derivaten zijn opgegeven bij 'Verkochte swaptions receiver' als onderdeel van extendible leningen, bij 'Embedded swaps als onderdeel van basisrentleningen' en in de rubriek 'Anders' waar voor het merendeel zowel embedded derivaten van extendibles als basisrentleningen zijn verantwoord. Deze embedded derivaten vallen ook onder de beleidsregels derivaten en maken uitsluitend deel uit van de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening. Er is bij deze embedded derivaten in leningen namelijk geen verplichting om tussentijds marktwaardeverschillen te verrekenen.

Tabel 2 Overzicht totale portefeuille (x € 1.000,-) per 31 december 2012

| Specificatie derivaten | Derivatenpositie per 31 december 2012 | |
|---|---|---------------------------|
| | Totaal van de onderliggende waarde (notional) | Totaal van de marktwaarde |
| Caps | 1.345.013 | 19.013 |
| Floors | 152.890 | -7.358 |
| Collar | 60.623 | -7.108 |
| Renteswaps payer | 13.331.482 | -3.505.828 |
| Renteswaps receiver | 591.436 | 107.578 |
| Forward Rate Agreements (FRA's) | 43.000 | -4.300 |
| Gekochte swaptions payer | 138.500 | 1.240 |
| Gekochte swaptions receiver | 0 | 0 |
| Verkochte swaptions payer | 140.000 | -43.801 |
| Verkochte swaptions receiver | 2.110.573 | -561.051 |
| Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten | 0 | 0 |
| Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps | 177.500 | -60.710 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index | 428.900 | -207.182 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule | 299.200 | -105.114 |
| Embedded swaps als onderdeel van zogenaamde basisrenteleningen | 12.086.181 | -2.664.439 |
| Anders | 836.005 | -263.013 |
| <i>Totaal</i> | <i>31.741.303</i> | <i>-7.302.073</i> |
| Totaal exclusief embedded derivaten uit de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening | 16.841.544 | -3.849.133 |

Er zijn 192 corporaties met embedded derivaten in leningen, 68 daarvan hebben uitsluitend embedded derivaten opgegeven. Van de 167 corporaties met losstaande derivatencontracten hebben er 124 ook embedded derivaten. De 192 corporaties beschikken volgens hun opgave voor ruim € 12,4 miljard aan embedded swaps in basisrenteleningen en ruim € 2,5 miljard aan verkochte receiver swaptions van extendible leningen. Dat is inclusief de in de rubriek 'Anders' verantwoorde embedded derivaten, waarvan circa € 300 miljoen embedded swaps in basisrenteleningen en circa € 490 miljoen betrekking heeft op verkochte receiver swaptions van extendible leningen.

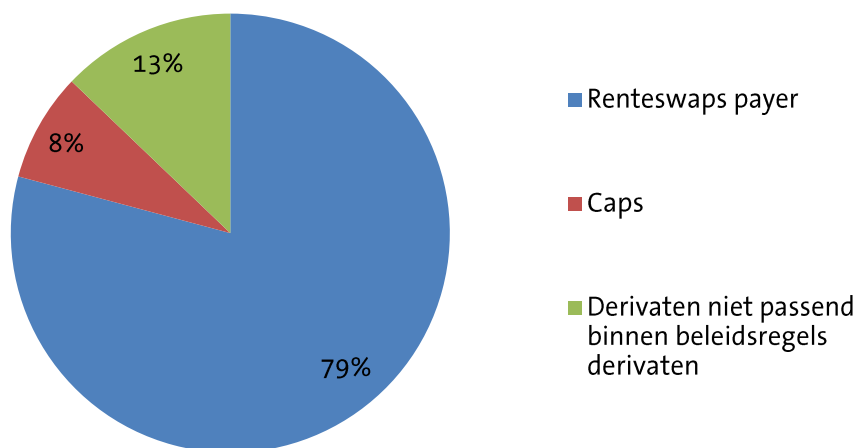
Met een embedded swap in een basisrentelening heeft de bank de basisrente in de lening gehedged voor de looptijd van de lening en wordt uitsluitend de kredietopslag op de in de contracten vastgelegde momenten herzien. In de vorm van een verkochte receiver swaption heeft de corporatie het recht aan de bank gegeven op een in het leningcontract vastgelegd tijdstip de rente (vast of variabel) naar keuze van de bank te herzien. Beide soorten leningen zijn er in diverse varianten. De keuze om dergelijke leningen op de renteherzieningsdatum te beëindigen, is contractueel voorbehouden aan de corporatie. Dat betekent dat als er op het moment van beëindiging sprake is van een negatieve marktwaarde, deze waarde moet worden vergoed aan de bank en ook de

nominale waarde van de lening moet worden afgelost. Corporaties zullen deze bedragen op dat moment moeten kunnen herfinancieren. De totale notional waarde van de embedded derivaten is ruim € 15 miljard en de marktwaarde € 3,5 miljard negatief.

De notional waarde van de derivatenportefeuille exclusief embedded derivaten is € 16,8 miljard en de marktwaarde daarvan is ruim € 3,8 miljard negatief.

Als nader ingezoomd wordt op de samenstelling van de derivatenportefeuille in relatie tot de producten die zijn toegestaan in de beleidsregels derivaten, ziet die er uit zoals weergegeven in onderstaande grafiek.

Grafiek 3 Samenstelling derivatenportefeuille naar aard passend binnen de beleidsregels derivaten, exclusief embedded derivaten



Uit de grafiek valt op te maken dat 13% van de huidige derivatenportefeuille, naar aard (naar rato van de notional waarde) van de derivaten, niet meer geoorloofd is binnen de beleidsregels derivaten zoals die per 1 oktober 2012 van kracht zijn geworden. Daarbij dient te worden opgemerkt dat de op 1 oktober 2012 bestaande portefeuilles als rechtmatig zijn aangemerkt en als zodanig op grond van de beleidsregels niet afgebouwd hoeven te worden. Hoewel de payerswaps van de bestaande portefeuilles naar aard zijn toegestaan, zal een belangrijk deel daarvan een langere looptijd hebben dan de in de beleidsregels voorgeschreven maximum termijn van tien jaar. De onderliggende waarde (notional) van de derivaten van de bestaande portefeuilles, die nu naar aard niet meer zouden zijn toegestaan, is € 2,2 miljard (exclusief de payer swaps met een looptijd langer dan tien jaar). Als de kanttekening daarbij geldt dat in contracten die naar de 'aard' passend zijn, ook onrechtmatig zijn als er in deze contracten

toezichtsbelemmerende bepalingen zijn opgenomen. Er zijn 57 corporaties in het bezit van derivaten die naar de aard (exclusief de payer swaps met een looptijd langer dan tien jaar) niet passen binnen de beleidsregels.

Vergelijking derivatenportefeuilles medio 2012 en ultimo 2012

Omdat ten opzichte van de gegevensopvraging met peildatum 30 juni 2012 bij de stresstest ultimo 2012 ook gegevens zijn opgevraagd van embedded derivaten in leningen, zijn deze bij de vergelijking van de portefeuilles buiten beschouwing gelaten. Het betreft de opgaven uit de volgende rubrieken van de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening: 'Verkochte receiver swaptions' die onderdeel uitmaken van zogenaamde extendible leningen, de rubriek 'Embedded swaps als onderdeel van Basisrenteleningen' en de rubriek 'Anders' waar soms ook beide producten in zijn verantwoord.

Wanneer de portefeuilles medio- en ultimo 2012 worden vergeleken, ontstaat het in tabel 4 weergegeven beeld.

Tabel 4 Vergelijking derivatenportefeuille medio 2012 en ultimo 2012 (x € 1.000,-), (exclusief embedded derivaten van leningen uit de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening)

| Specificatie derivaten | Derivatenpositie per 31 december 2012 | |
|--|---|---------------------------|
| | Totaal van de onderliggende waarde (notional) | Totaal van de marktwaarde |
| Caps, Floors en Collars | -26.129 | -17.319 |
| Renteswaps payer | -843.704 | 41.973 |
| Renteswaps receiver | -131.409 | -9.045 |
| Forward Rate Agreements (FRA's) | 0 | -263 |
| Gekochte swaptions payer | -160.134 | 59.862 |
| Verkochte swaptions payer | -252.200 | 75.169 |
| Verkochte swaptions receiver | 108.000 | -23.734 |
| Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps | 8.000 | -39.242 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index | -67.000 | 3.020 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule | 40.500 | 15.664 |
| Embedded swaps als onderdeel van zgn. Basisrenteleningen | 0 | 0 |
| Anders | 0 | 319 |
| Totaal exclusief embedded derivaten van leningen uit de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening | -1.324.076 | 106.404 |

De totale notional waarde van de derivatenportefeuille van alle corporaties tezamen (exclusief de embedded derivaten) is ten opzichte van de stresstest van 30 juni 2012 met € 1,3 miljard (7,3%) afgenomen. Als gekeken wordt naar de twee verschillende portefeuilles, die zonder- en met tussentijdse marktwaardeverrekening (zie bijlage Tabellen), valt te constateren dat de afname zich voornamelijk heeft voorgedaan in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening, namelijk met bijna 25%. Dit komt in belangrijke mate voort uit de afname van de payer- en receiver swaps met respectievelijk € 914 miljoen en € 178 miljoen in notional waarde. Ook de gestructureerde derivaten in deze portefeuille zijn per saldo met € 92 miljoen afgenomen, een deel hiervan is mogelijk verschoven naar de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening omdat daar een toename te zien is van € 73,5 miljoen.

De afnamen in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening zijn in belangrijke mate het gevolg van de maatregelen van corporaties om liquiditeitsrisico's uit de derivatenportefeuilles terug te brengen onder andere door het laten doorzakken van deze contracten in basisrenteleningen of het unwinden (afwickelen en beëindigen) van derivatencontracten. Het merendeel van de afname is gerealiseerd door corporaties die in juni 2012 niet aan de stresstest door het CFV voldeden. Per saldo is de marktwaarde van de totale portefeuille 'slechts' met € 106,4 miljoen minder negatief geworden. Een en ander houdt verband met de gemiddeld iets lagere rente eind 2012. Het voordeel van de afname van de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening vertaalt zich nadrukkelijker in de materiële vermindering van het liquiditeitsrisico bij rentedalingen van 1%- en 2%-punt.

De portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening vertoont in notional waarde een ongeveer gelijk niveau ten opzichte van juni 2012. Het volume payer- en receiver swaps is iets toegenomen.

Bij de vergelijking moet in ogenschouw worden genomen dat de portefeuilles qua omvang gemeten naar onderliggende waarden (notionals) aanzienlijk verschillen. De portefeuille zonder tussentijdse marktwaarde levert namelijk (met uitzondering van contracten met breakclauses en termination events) geen liquiditeitsrisico op.

De portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening (exclusief de embedded derivaten van leningen) heeft een notional waarde van € 12,8 miljard en de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening een notional waarde van € 4,1 miljard.

De afname van de derivatenportefeuille is zoals aangegeven grotendeels gerealiseerd in de portefeuille waar corporaties een direct liquiditeitsrisico lopen. Het liquiditeitsrisico in de portefeuille zonder marktwaardeverrekening beperkt zich tot de contracten met breakclauses en ad hoc omstandigheden die zich kunnen voordoen (zoals onder ander de in de contracten opgenomen early termination events, waaronder de genoemde toezichtbelemmerende bepalingen) waarbij de bank het recht heeft om een contract

tegen verrekening van de marktwaarde te ontbinden. In de praktijk is de ontbinding van contracten door banken om die redenen (behoudens mandatory breaks) niet, of mogelijk in een enkel uitzonderingsgeval, voorgekomen. Vanwege de veranderde opstelling van banken na het Vestia debacle en onder invloed van gewijzigde regelgeving voor banken, moet er rekening mee worden gehouden dat het risico dat contracten door banken op grond van bepalingen in derivatencontracten zullen ontbinden, is toegenomen. Dat geldt in dat geval ook voor contracten in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening.

De totale derivatenportefeuille (exclusief embedded derivaten) bestaat qua volume voor ruim 79% uit gekochte payerswaps die, mits gehedged met de leningportefeuille, tot doel hebben het renterisico af te dekken.

163 corporaties hebben derivaten in de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening, 54 corporaties in de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening. Als gekeken wordt naar de marktwaarden, is de marktwaarde van de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening uitgedrukt in een percentage van de onderliggende waarde (notional) relatief gezien iets negatiever dan die van de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening (24% ten opzichte van 21%). Opmerkelijk is dat de marktwaarde van de producten die geen of slechts in beperkte mate dienstig zijn aan het afdekken van het renterisico (verkochte/geschreven swaptions en gestructureerde producten tezamen), uitgedrukt in een percentage van de notional waarde juist negatiever is en duidt op een groter liquiditeitsrisico.

Naarmate payerswaps een langere looptijd hebben, is het liquiditeitsrisico groter dan swaps met een kortere looptijd (voor zover deze onderdeel uitmaken van de portefeuille tussentijdse marktwaardeverrekening). Om die reden heeft een aantal corporaties de looptijd van contracten verkort met als resultaat een substantiële afname van het liquiditeitsrisico. Het ministerie staat het verkorten van de looptijd van contracten, ook al is de looptijd daarna nog langer dan de maximale looptijd van tien jaar uit de beleidsregels derivaten, toe. Deze uitzondering en de voorwaarden die daarbij gelden, zijn vastgelegd in de Q&A-lijst bij de beleidsregels derivaten die op de website van het CFV is opgenomen.

Ontwikkeling marktwaarde bij 1% en 2% rentedaling

In onderstaande tabel wordt het effect op de marktwaarde ultimo 2012 gegeven bij een rentedaling van zowel 1%- als 2%-punt.

Tabel 5 Ontwikkeling marktwaarde bij 1% en 2% rentedaling (x € 1.000,-)

| (Markt)waarden | Totale derivatenportefeuille | Portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening | Portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening * |
|--|---|---|--|
| Marktwaarde ultimo 2012 | -7.302.073 | -842.786 | -6.459.287 |
| Marktwaarde bij 1% rentedaling | -15.900.442 | -1.560.774 | -14.339.668 |
| Marktwaarde bij 2% rentedaling | -26.196.459 | -2.571.047 | -23.625.412 |
| <i>Effect op de marktwaarde ultimo 2012 bij 1% rentedaling</i> | <i>-8.598.369</i> | <i>-717.988</i> | <i>-7.880.381</i> |
| <i>Effect op de marktwaarde ultimo 2012 bij 2% rentedaling</i> | <i>-18.894.386</i> | <i>-1.728.261</i> | <i>-17.166.125</i> |

* De kolom met waarden van de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening betreft de waarden inclusief de embedded derivaten van leningen². Dat geldt derhalve ook voor de kolom met waarden van de totale portefeuille. Deze kolommen kunnen dan ook niet worden vergeleken met de waarden uit de stresstest van 30 juni 2012. Om het liquiditeitsrisico te bepalen, is in principe alleen de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening relevant (behoudens de contracten met een breakclause in 2013 uit de portefeuille zonder tussentijdse marktwaardeverrekening). Uit tabel 3 kan worden opgemaakt dat de marktwaarde van de portefeuille met tussentijdse marktwaardeverrekening bij een rentedaling van 1%-punt € 718 miljoen negatiever wordt. Bij de stresstest van medio 2012 was dat nog ruim € 1 miljard. Gelet op de ten opzichte van juni 2012 ongeveer gelijke lange termijn swaprente, blijkt hieruit dat het liquiditeitsrisico uit deze portefeuille, door onder andere de afname van de contracten en verkorting van de looptijden, aanzienlijk is verminderd. Bij een rentedaling van 2% wordt de marktwaarde ruim € 1,7 miljard negatiever. Er is geen lineair verband tussen de daling van de rente en de ontwikkeling van de marktwaarde, het verschil met de marktwaarde bij 1% rentedaling is daarom ruim € 1 miljard. Om te bepalen welke bedragen aan collateral corporaties theoretisch zouden moeten storten bij deze renteniveaus, moet rekening gehouden worden met thresholds, reeds gestort collateral en overige afspraken met banken zoals het maximeren van het te storten collateral in de vorm van een soort cap. Uit de opgave van de corporaties samen valt op te maken dat er sprake is van een totaal aan threshold van € 885 miljoen en dat er ultimo 2012 een totaal aan collateral is gestort van € 212 miljoen (medio 2012 was dat nog € 451 miljoen). Deze afname van gestort collateral is ook te verklaren uit afname van de negatieve marktwaarde van deze portefeuille om genoemde redenen, waardoor ook reeds gestort collateral is terugontvangen.

² De marktwaarden van de verkochte receiver swaptions kon niet altijd worden bepaald bij 1% en 2% rentedaling en is dan ook niet in de opgave verwerkt, de werkelijke waarden zullen derhalve iets negatiever zijn.

Uit de opgave van de corporaties blijkt dat er bij 1% rentedaling ten opzichte van de marktwaarde ultimo 2012 € 660 miljoen aan collateral moet worden gestort. Bij dat renteniveau zou daar als gevolg van breakclauses nog eens € 34 miljoen bijkomen. Exclusief dit laatste bedrag is dat € 220 miljoen minder dan bij de stresstest van medio 2012.

Corporaties geven ook op dat bij een rentedaling van 1% voor contracten waarbij tussentijdse marktwaardeverrekening niet plaatsheeft door middel van cash stortingen, geen andere zekerheden hoeven te worden aangebracht. Bij 2% rentedaling is dat wel het geval. Opgegeven is dat dan een bedrag van € 3,5 miljoen aan zekerheden moet worden verstrekt, zoals onder andere hypotheek op niet-Daeb-bezit. De meeste derivatencontracten uit de portefeuille waar tussentijds de marktwaarde wordt verrekend vergen echter cashstortingen. Bij 2% rentedaling verwachten corporaties theoretisch een bedrag van ruim € 1,5 miljard te moeten storten.

Buffers die corporaties aanhouden om margin calls of verzoeken om zekerheden te verstrekken

Om te kunnen vaststellen of corporaties voldoende middelen aanhouden om aan margin calls en/of verzoeken tot het verstrekken van zekerheden te kunnen voldoen, moeten corporaties hiervoor voorzieningen treffen (buffers aanleggen). Artikel 8 lid 1 van de beleidsregels derivaten van het ministerie van BZK schrijft het volgende voor: *Toegelaten instellingen die financiële derivaten gebruiken, dienen daarvoor een liquiditeitsbuffer aan te houden die, rekening houdend met voorzienbare claims op de liquiditeitsbuffer vanwege andere bedrijfsrisico's, ten minste groot genoeg is om de uit de derivatenportefeuille voortvloeiende liquiditeitsverplichtingen ten gevolge van een daling van de vaste rente in de markt met 2%-punt te kunnen voldoen.*

Corporaties hebben opgave gedaan van middelen en zekerheden die daartoe aangehouden worden. Er is daarbij onderscheid gemaakt tussen zekerheden om cashbetalingen te kunnen doen en zekerheden in de vorm van het verstrekken van onderpand. In de volgende tabellen zijn de door corporaties aangehouden buffers weergegeven.

Tabel 6 Middelen die corporaties aanhouden voor het opvangen van margin calls

| Buffer per 31 december 2012 | Bedragen (in € 1.000,-) |
|--|--------------------------------|
| Bank en deposito's | 1.254.993 |
| Obligaties en andere rentedragende effecten | 62.841 |
| Geldmarktfondsen | 0 |
| Overig | 78.033 |
| Kredietfaciliteit met een bank om een directe liquiditeitsbehoefte in relatie tot calls uit hoofde van derivaten op te kunnen vangen | 856.235 |
| Totaal van de buffer | 2.252.102 |

Uit de tabel valt af te leiden dat de corporaties met derivaten gezamenlijk over circa € 2,3 miljard aan faciliteiten beschikken om aan de (in vorige paragraaf genoemde) ruim € 1,5 miljard verplichtingen uit hoofde van margin calls bij 2%-punt rentedaling te kunnen voldoen. Medio 2012 gaf men nog een buffer op van € 1,3 miljard. Hieruit kan worden opgemaakt dat corporaties op sectoraal niveau voldoende mogelijkheden hebben gevonden om hun buffer op te hogen teneinde te kunnen voldoen aan de nieuwe beleidsregel van het ministerie om een rentdaling van 2%-punt te kunnen opvangen. Daarbij dient te worden aangetekend dat dit in individuele gevallen anders kan liggen. Bij de ene corporatie zijn ruime overschotten te constateren terwijl andere corporaties, zo blijkt uit de opgave en resultaat van de stresstest, nog niet kunnen voldoen aan de 2% buffereis. Als een corporatie exact een buffer aanlegt om op een peilmoment aan een rentedaling van 2%-punt te kunnen voldoen, zal men bij een rentedaling na dat peilmoment niet meer aan de buffereis van 2% kunnen voldoen en dit moeten melden overeenkomstig artikel 8 van de beleidsregels derivaten. Corporaties doen er dan ook goed aan om een ruimere buffer aan te leggen dan de 2% buffereis, waardoor ze beter in staat zijn en blijven om aan artikel 8 van de beleidsregels derivaten te voldoen. Als corporaties beleidsmatig een hogere buffereis stellen, zou deze kunnen functioneren als een 'signaalwaarde' die, indien onderschreden, zou moeten leiden tot het nemen van aanvullende maatregelen om te voorkomen dat men niet meer compliant is met genoemd artikel 8.

Tabel 7 Overige zekerheden die corporaties achter de hand houden om te verstrekken bij negatieve marktwaarde van derivaten indien geen cash geld wordt gevraagd

| Overige zekerheden per 31 december 2012 | Bedragen (in € 1.000,-) |
|--|--------------------------------|
| Hypotheek niet-Daeb-bezit | 28.275 |
| Andere zekerheden | 127.794 |
| Totaal van de buffer andere zekerheden | 156.069 |

Er zijn slechts enkele contracten bekend waarbij een bank geen cashstortingen vraagt als de marktwaarde van derivaten een drempelbedrag overschrijdt, maar wel de mogelijkheid heeft andere zekerheden te vragen zoals onder andere hypotheek op niet-Daeb-bezit. Er zijn nu acht corporaties die hebben opgegeven dergelijke contracten te hebben. Uit tabel 7 kan worden afgeleid dat er een bedrag van ruim € 156 miljoen aan zekerheden is geormerkt om zo nodig € 3,5 miljoen aan zekerheden (bij 2% rentedaling) te verstrekken als de banken daar om vragen.

Uitkomst stresstest liquiditeitsrisico uit hoofde van de derivatenportefeuille van individuele corporaties

Bij de opgave van de gegevens over de derivatenportefeuille hebben corporaties direct na het invullen van de gegevens de uitslag van de stresstest te zien gekregen. Corporaties die de stresstest niet hebben doorstaan, hadden dit ook overeenkomstig de beleidsregels derivaten bij het CFV gemeld en hebben beleidsmaatregelen aangekondigd (of deels al uitgevoerd) om wel margin calls bij 2%-punt rentedaling te kunnen opvangen.

Uit de op peildatum 31 december 2012 uitgevoerde stresstest komt naar voren dat tien corporaties niet beschikken over voldoende faciliteiten om margin calls bij een rentedaling van 2%-punt, op te kunnen vangen. Twee daarvan beschikken ook niet over voldoende faciliteiten om een rentedaling van 1%-punt op te kunnen vangen.

Tabel 8 Corporaties die niet voldoen aan de stresstest ultimo 2012 (x € 1.000,-)

| L nr. | Naam corporatie | Additioneel te storten onderpand bij 1% rentedaling ten opzichte van ultimo 2012 | Additioneel te storten onderpand bij 2% rentedaling ten opzichte van ultimo 2012 | Buffer faciliteiten per ultimo 2012 | Tekort aan buffer bij 1% rentedaling | Tekort aan buffer bij 2% rentedaling |
|-------|-----------------------------------|--|--|-------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| L0013 | Stichting Zayaz | 19.495 | 59.348 | 40.274 | | -19.074 |
| L0065 | Stichting Volkshuisvesting Arnhem | 20.041 | 36.019 | 0 | -20.041 | -36.019 |
| L0267 | Trivire | 17.500 | 57.600 | 49.691 | | -7.909 |
| L0446 | Woningstichting De Goede Woning | 8.894 | 24.143 | 18.000 | | -6.143 |
| L0553 | Stichting Elken | 84.354 | 214.378 | 95.354 | | -119.024 |
| L0571 | Stichting Woonpunt | 13.506 | 31.865 | 31.118 | | -747 |
| L0673 | Stichting WoonInvest | 8.770 | 60.450 | 4.950 | -3.820 | -55.500 |
| L0944 | Casade Woonstichting | 21.335 | 33.481 | 31.588 | | -1.893 |
| L1697 | Wonen Limburg | 44.959 | 112.644 | 52.887 | | -59.757 |
| L1842 | De Woonplaats | 113.937 | 327.012 | 142.210 | | -184.802 |
| | Totaal | 352.791 | 956.940 | 466.072 | -23.861 | -490.868 |

Van de tien corporaties die niet slagen voor de stresstest zijn er negen die bij de vorige stresstest een rentedaling van 1%-punt niet konden opvangen. Corporaties moeten bij de stresstest rekening houden met breakclauses van voortschrijdend een jaar vooruit. Dat is de reden dat Stichting Volkshuisvesting Arnhem niet slaagt voor de stresstest, er is sprake van een breakclausure eind 2013 in een swapcontract met een negatieve marktwaarde van substantiële omvang. Eind 2012 had deze corporatie nog geen buffer gevormd of voorziening getroffen om dit liquiditeitsrisico op te kunnen vangen. WoonInvest haalt opnieuw de 1%-punt stresstest niet. Daarbij dient te worden opgemerkt dat WoonInvest eind vorig jaar wel een adequate maatregel had voorbereid, namelijk het doorzakken van een derivaat in een basisrentelening. De uitvoering daarvan kon echter geen doorgang vinden omdat de daarvoor benodigde goedkeuring van het WSW, niet voor 1 december 2012 is rondgekomen. Door een rentestijging voldeed WoonInvest begin januari wel weer aan de 1%-punt stresstest. De corporaties Portaal, Mooiland en Triada, die eerder nog voor de 1%-punt stresstest zakten hebben in de tussentijd maatregelen getroffen om het liquiditeitsrisico uit hoofde van derivaten te beperken, zodanig dat zij ultimo 2012 voldoen aan de stresstest om 2%-punt rentedaling op te kunnen vangen. Het CFV is tevreden over de door deze corporaties gedane inspanningen en het feit dat zij inmiddels aan de buffereis uit de beleidsregels voldoen.

De opgave voor de twee voor de stresstest gezakte corporaties om een rentedaling van 1%-punt op te kunnen vangen, is ruim € 23 miljoen. De opgave van de tien corporaties om een rentedaling van 2%-punt op te kunnen vangen is € 490 miljoen.

Na de invoering van de beleidsregels derivaten hebben vijftien corporaties actief gemeld niet te kunnen voldoen aan de 2% buffereis. Positief te vermelden is dat vijf corporaties in korte tijd zodanige beleidsmaatregelen hebben kunnen treffen dat zij per ultimo 2012 wel aan de buffereis van 2% konden voldoen. Van de tien corporaties die

ultimo 2012 zakten voor de stresstest, voldoen Stichting Woonpunt³, Zayaz en Casade inmiddels ook aan de 2% buffereis.

De corporaties die nog niet voldoen aan de stresstest hebben inmiddels beleidsmaatregelen aan het CFV kenbaar gemaakt. De beleidsmaatregelen die corporaties noemen zijn onder meer:

- ◆ Het gebruik maken van het Eigen Middelen beleid van het WSW;
- ◆ Het verkorten van de looptijd van derivatencontracten;
- ◆ Afspraken met een bank voor (tijdelijk) vrijstelling en/of afkoop van margin call verplichtingen boven een bepaalde drempelwaarde;
- ◆ Het verkrijgen van een commerciële lening/kredietfaciliteit tegen zekerheid van niet-Daeb-bezit en/of niet bij het WSW als zekerheid ingebrachte Daeb-bezit.

De corporaties met een buffertekort zijn terughoudend met het unwinden van contracten, veelal omdat zij niet bereid of bij machte zijn om het marktwaardeverlies ineens te financieren. Verder is in de rapportage van de stresstest medio 2012 reeds aangegeven dat banken terughoudend zijn om threshold posities te vergroten, krediet te verlenen of de bestaande faciliteit te verruimen zonder aanvullende dekking.

Oplossingen door het vergroten van de buffer

Inmiddels heeft het WSW het zogenaamde Eigen Middelen beleid aangepast. Het Eigen Middelen beleid bepaalt welke middelen de deelnemer verplicht moet besteden aan bestedingsdoelen die voor WSW borgbaar zijn en/of aan aflossing van door WSW geborgde leningen en die ingezet kunnen worden om aan de opbouw van de wettelijk verplichte (liquiditeits)buffer te voldoen. Als een corporatie voldoet aan de voorwaarden kan dit bijdragen aan de tot stand te brengen buffer om margin calls bij een rentedaling van 2%-punt op te kunnen vangen. Het CFV acht het overigens niet noodzakelijk dat de in het kader van het Eigen Middelen beleid te berekenen financieringsruimte om margin calls op te kunnen vangen, daadwerkelijk wordt omgezet in een lening zolang dit niet nodig is. Dit zou immers kosten met zich meebrengen omdat de uit de financiering aangetrokken middelen tegen een geringer percentage kunnen worden belegd. Voor het CFV is het afdoende als een corporatie in de vorm van een soort 'trekkingsrecht' de middelen op korte termijn kan aantrekken als margin calls daarom vragen. Van belang is wel dat de voor margin calls bedoelde borgings/financieringsfaciliteit ook daarvoor wordt geoormdet en niet voor andere doeleinden gebruikt wordt.

Het WSW heeft aangegeven nog onderzoek te doen naar de mogelijkheden om de borg ook in te zetten ten behoeve van derivatentransacties. Het WSW hoopt daarmee volgens zeggen, een bijdrage te leveren aan de optimale financiering. Volgens het WSW zou dit

³ Woonpunt heeft nog net voor 1 december 2012 goedkeuring gekregen van het WSW voor het laten doorzakken van een derivaat in een basisrentelening waardoor het liquiditeitsrisico aanmerkelijk is verminderd.

een verdere oplossing kunnen geven voor het tegengaan van liquiditeitsrisico's en kunnen voorkomen dat corporaties veel middelen moeten aanhouden die vervolgens niet kunnen worden ingezet voor investeringen. Het WSW heeft eerder aangegeven dat dit onderzoek nog enige tijd zal vergen.

Mogelijke oplossing voor het verkleinen van het liquiditeitsrisico

Een ander belangrijk middel, het laten doorzakken van derivaten in langlopende basisrenteleningen, dat juist het liquiditeitsrisico uit de derivatenportefeuille vermindert, is niet meer mogelijk. Basisrenteleningen moeten namelijk voldoen aan de bepalingen van de beleidsregels derivaten en die staan nog maar een looptijd van maximaal tien jaar toe. Dat betekent dat de te compenseren negatieve marktwaarde van de door te zakken derivaten in een beperkte tijd moet worden afgelost via een hoger rentetarief in de basisrentelening. Door de beperkte spreiding in tijd, moet het marktwaardeverlies daarom in korte tijd worden genomen, hetgeen de financiële haalbaarheid verkleint of anderzijds financieel onaantrekkelijk is. Het ministerie beraadt zich nog of basisrenteleningen waarin derivaten worden doorgezakt om te kunnen voldoen aan de vereisten conform artikel 10 en artikel 8 lid 1 van de beleidsregels derivaten, bij wijze van uitzondering wel kunnen worden toegestaan. Ook de verplichte kwalificatie als 'niet-professionele belegger' (artikel 6 lid 1 van de beleidsregels) vormt nog een belemmering voor banken om basisrenteleningen te (kunnen) verstrekken. Om die reden overweegt het ministerie ook om deze bepaling niet van toepassing te verklaren bij het afsluiten van basisrenteleningen. De maatstaf die het WSW hanteert om in te stemmen met de doorzak in basisrenteleningen, wijkt af van de genoemde eis van de 2% buffer in artikel 8 van de beleidsregels derivaten. Ook dat vormt derhalve een belemmering.

Ontwikkeling breakclauses

Bij de stresstest ultimo 2012 zijn voor de komende vijf jaar gegevens opgevraagd van de contracten die een tussentijdse breakclause kennen. Daarbij is geen onderscheid gemaakt tussen een 'mutual'- en een 'mandatory' breakclause. Bij een mutual breakclause heeft de bank het recht om het contract op te zeggen, maar zal dat laten afhangen van omstandigheden die de bank daarbij afweegt. Bij een mandatory breakclause zal op een vooraf afgesproken tijdstip het contract worden ontbonden. Uit hoofde van risicobeheersing, moet een corporatie er te allen tijde vanuit gaan dat een bank een contract op de betreffende breakdatum wil ontbinden. Als een contract wordt ontbonden zal dat tegen de op dat moment geldende marktwaarde zijn. Dit levert een liquiditeitsrisico op voor corporaties. Door de opgave van corporaties ontstaat inzicht in de volumes (in notional waarde) voor de periode 2013 tot en met 2017 van de contracten met breakclauses en de daarmee verbonden risico's.

Tabel 9 Overzicht contracten met een breakclause (in € 1.000,-)

| Jaar | Per jaar het totaal van de onderliggende waarde (notional) | In % van de portefeuille ultimo 2012 exclusief embedded derivaten |
|-------------|---|--|
| 2013 | 44.200 | 0,3% |
| 2014 | 118.042 | 0,7% |
| 2015 | 323.500 | 1,9% |
| 2016 | 294.600 | 1,7% |
| 2017 | 254.900 | 1,5% |

Uit tabel 9 kan worden afgeleid dat de omvang van contracten met breakclauses in 2013 en 2014 nog gering zijn. Uit de stresstest blijkt overigens dat de impact van een breakclause voor een individuele corporatie aanzienlijk kan zijn. Om die reden slaagt één corporatie niet voor de stresstest. Belangrijk voor corporaties is dan ook dat er inzicht is in contracten met breakclauses en dat de hieruit voortvloeiende risico's adequaat worden gemanaged. De omvang van de breakclauses stijgt enigszins in de jaren na 2014 tot een niveau van 1,5-1,9% van de omvang van de derivatenportefeuille ultimo 2012 (exclusief embedded derivaten).

Risico van tussentijdse beëindiging contracten

De in de derivatencontracten opgenomen termination events, die bijna in alle contracten voorkomen (zoals onder andere de eerder genoemde toezichtbelemmerende bepalingen), kunnen ook tot een serieus liquiditeitsprobleem leiden als deze gebeurtenissen zich voordoen en banken ontbinding eisen. Bij het ontbinden moet de marktwaarde op het moment van ontbinding worden afgerekend. Per 31 december 2012 hebben de meeste contracten voor de corporaties een negatieve marktwaarde. Tot op heden is het niet of nog sporadisch voorgekomen dat banken binnen de sector woningcorporaties contracten op grond van termination bepalingen hebben ontbonden. Het is niet uit te sluiten dat het beleid van banken op dat vlak wordt aangepast, bijvoorbeeld vanwege gewijzigde omstandigheden, de van kracht geworden beleidsregels derivaten en onder invloed van gewijzigde regelgeving voor banken. Corporaties dienen goed zicht te hebben op de termination events in de contracten en zullen de risico's die daaruit kunnen voortvloeien adequaat moeten managen.

Toezichtactiviteiten

Het CFV beoordeelt de beleidsmaatregelen van de corporaties die niet aan de stresstest voldoen. Als de door de corporatie voorgestelde beleidsmaatregelen (op termijn) niet leiden tot het kunnen opvangen van een rentedaling van 2%-punt, moet een corporatie op verzoek van het CFV alle mogelijkheden nagaan die er zijn om wel (op termijn) te kunnen voldoen aan de buffereis. Het CFV heeft hier een beoordelingsraster voor ontwikkeld, waarop de corporaties per maatregel kunnen aangeven wat de mogelijkheden en eventuele consequenties van een betreffende maatregel zijn en tevens wat de eventuele argumentatie is om een betreffende beleidsmaatregel niet toe te passen. Het CFV zal bij zijn beoordeling van de door de corporatie voorgestelde beleidsmaatregelen met name nagaan of de corporatie de maatregelen die het liquiditeitsrisico verminderen, afdoende heeft verkend.

De termijn waarbinnen een corporatie moet voldoen aan de 2% buffereis, zal onder andere afhankelijk worden gesteld van de beleidsmogelijkheden die een corporatie heeft, het liquiditeitsrisico dat wordt gelopen en de eventuele effecten van maatregelen op het renterisico en de financiële positie van de corporatie. Als blijkt dat een corporatie wel beleidsmogelijkheden heeft die een bijdrage kunnen leveren aan het voldoen aan de buffereis, maar deze niet of onvoldoende wil benutten, zal een toezichtmaatregel in de vorm van een aanwijzing worden overwogen en een corporatie onder verscherpt toezicht worden gesteld.

De minister heeft in de beleidsregels derivaten geen termijn genoemd en dit ter beoordeling aan het CFV overgelaten.

Op dit moment is er voor het CFV (nog) geen reden om, behoudens WoonInvest, andere corporaties die nog niet voldoen aan de 2% buffereis onder verscherpt toezicht te stellen.

Het CFV is voornemens om eind 2013 een hernieuwde stresstest te doen. Overigens is het zo dat corporaties een meldingsplicht hebben als de omstandigheden zodanig wijzigen dat zij niet meer kunnen voldoen aan de buffereis van artikel 8 lid 1 van de beleidsregels.

Het CFV zal overeenkomstig artikel 3 van de beleidsregels derivaten, vanuit een risicogerichte insteek, jaarlijks de opzet van de interne organisatie rond financiële derivaten beoordelen. Daarbij zal onder andere worden betrokken in hoeverre de beheersingsstructuren adequaat zijn ingericht rond de risico's van derivaten, waaronder de eerder genoemde risico's uit hoofde van termination events. Zoals is aangegeven in artikel 10 van de genoemde beleidsregels zullen ook de plannen van aanpak van corporaties om de derivatencontracten toezichtbelemmerende clausules af te bouwen

door het CFV worden beoordeeld. Ook hierbij zal het CFV een risicogerichte insteek kiezen.

Advies aan de minister

Het laten doorzakken van derivaten in basisrenteleningen is tot nu toe een belangrijke bijdrage gebleken bij het kunnen gaan voldoen aan de stresstest derivaten en de eis om een rentedaling van 1%- en 2%-punt te kunnen opvangen. Het voordeel van deze maatregel is dat het liquiditeitsrisico van de derivatenportefeuille hierdoor direct wordt verminderd. Diverse corporaties, die zich inmiddels ook meer bewust zijn geworden van de liquiditeitsrisico's vanuit de derivatenportefeuille, geven de voorkeur aan deze maatregel omdat zij inzien dat het aanhouden van een liquiditeitsbuffer om eventuele margin calls op te kunnen vangen het reserveren van 'dood' geld is. Geld waarmee geen volkshuisvestelijke activiteiten kunnen worden gefinancierd. Als het nemen van een dergelijke maatregel financieel haalbaar is c.q. de toekomstige kasstromen de extra uitgaven kunnen opvangen, is het ook een verantwoorde maatregel. Eenzijdig beschouwd zou kunnen worden geconcludeerd dat het WSW c.q. de achtervangers een extra risico gaan lopen door de hogere rentecoupon als gevolg van een doorzak. Echter als wordt beschouwd dat een corporatie met het doorzakken het liquiditeitsrisicoprofiel op een verantwoord niveau heeft gebracht, kan per saldo het risico voor het WSW c.q. de achtervangers geringer zijn. Immers het niet kunnen voldoen aan margin call verplichtingen kan een corporatie in acute betalingsproblemen brengen met alle mogelijke gevolgen van dien, ook ten aanzien van de rente- en aflossingsverplichtingen die geborgd zijn door het WSW.

Ook in situaties dat corporaties contracten met toezichtbelemmerende bepalingen hebben, zou het laten doorzakken in basisrenteleningen een mogelijke maatregel kunnen zijn als andere mogelijkheden binnen een redelijke termijn niet of onvoldoende uitvoerbaar blijken.

In verband met het voorgaande adviseert het CFV de minister om de beleidsregels derivaten zodanig te wijzigen dat het laten doorzakken van derivatencontracten in langlopende basisrenteleningen in die gevallen waarin een bijdrage wordt geleverd aan de naleving van artikel 8 en artikel 10 van de beleidsregels, weer wordt toegestaan. Ook zullen dan overige belemmeringen in de beleidsregels voor banken bij het afsluiten van basisrenteleningen moeten worden weggenomen. Het betreft het toestaan dat leningen met embedded derivaten (zoals de basisrentelening) mogen worden afgesloten onder de WSW standaardleningsovereenkomst en dat de verplichte kwalificatie als 'niet-professionele belegger' (artikel 6 lid 1 van de beleidsregels) niet van toepassing wordt

verklaard bij het afsluiten van basisrenteleningen. Noodzakelijk is ook dat het WSW zijn beoordelingscriterium om al dan niet in te stemmen met het doorzakken van derivaten in basisrenteleningen gelijkstelt met artikel 8, lid 1 van de beleidsregels derivaten namelijk dat een corporatie een rentedaling van 2%-punt moet kunnen opvangen. Het CFV adviseert de minister ook om dit bij het WSW te bewerkstelligen. Het WSW hanteert daar tot nu toe een rentedaling van 0,5%-punt bij.

Bijlage Tabellen

Derivaten met tussentijdse marktwaardeverrekening (bijstortverplichting of anderszijds) Overzicht portefeuille (in € 1.000,-)

| Derivatenpositie per 31 december 2012 | Totaal van de onderliggende waarde (notional) | Totaal van de marktwaarde | Totaal threshold en/of afgesproken bedrag | Gestort onderpand (collateral uit hoofde van Margin Call) |
|--|---|------------------------------|--|---|
| Caps | 189.570 | 2 | 0 | 0 |
| Floors | 23.784 | -394 | 154 | 0 |
| Collar | 2.830 | -1.074 | 1.750 | 0 |
| Renteswaps payer | 3.328.018 | -814.844 | 190.152 | 62.060 |
| Renteswaps receiver | 249.824 | 40.336 | 0 | 0 |
| Forward Rate Agreements (FRA's) | 43.000 | -4.300 | 1.000 | 3.120 |
| Gekochte swaptions payer | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gekochte swaptions receiver | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Verkochte swaptions payer | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Verkochte swaptions receiver | 108.000 | -23.734 | 0 | 0 |
| Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps | 62.500 | -29.578 | 5.000 | 0 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule | 30.000 | 2.629 | 0 | 0 |
| Anders | 25.000 | -11.829 | 25.000 | 0 |
| Threshold of afgesproken bedrag indien op Bankniveau afspraken zijn gemaakt en niet op basis van de afzonderlijke contracten | | | 661.563 | 147.388 |
| Totaal | 4.062.526 | -842.786 | 884.619 | 212.568 |

Derivaten zonder tussentijdse marktwaardeverrekening (bijstortverplichting of anderzijds)

Overzicht portefeuille (in € 1.000,-)

| Specificatie derivaten | Derivatenpositie per 31 december 2012 | |
|--|---|---------------------------|
| | Totaal van de onderliggende waarde (notional) | Totaal van de marktwaarde |
| Caps | 1.155.443 | 19.011 |
| Floors | 129.106 | -6.964 |
| Collar | 57.793 | -6.034 |
| Renteswaps payer | 10.003.464 | -2.690.984 |
| Renteswaps receiver | 341.612 | 67.242 |
| Forward Rate Agreements (FRA's) | 0 | 0 |
| Gekochte swaptions payer | 138.500 | 1.240 |
| Gekochte swaptions receiver | 0 | 0 |
| Verkochte swaptions payer | 140.000 | -43.801 |
| Verkochte swaptions receiver | 2.002.573 | -537.317 |
| Futures of andere op een beurs verhandelde derivaten | 0 | 0 |
| Gestructureerde derivaten - Constant Maturity Swaps | 115.000 | -31.132 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een index | 428.900 | -207.182 |
| Gestructureerde derivaten - Swaps gelinked aan een gespecificeerde formule | 269.200 | -107.743 |
| Embedded swaps als onderdeel van zgn. Basisrenteleningen | 12.086.181 | -2.664.439 |
| Anders | 811.005 | -251.184 |
| <i>Totaal</i> | <i>27.678.777</i> | <i>-6.459.287</i> |
| Totaal exclusief embedded derivaten van leningen * | 12.779.018 | -3.006.347 |

* De embedded derivaten van leningen zijn opgegeven in de rubrieken met de grijs gearceerde bedragen